



Munich Personal RePEc Archive

The Theoretical Framework for the Coordination of Fiscal and Monetary Policies

Kamal, Mona

November 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/26856/>
MPRA Paper No. 26856, posted 22 Nov 2010 06:21 UTC

الإطار النظري للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية¹

إعداد:

منى كمال

باحثه اقتصاديه

ماجستير اقتصاد جامعة

Queen Mary, University of London

E-mail:

economist.researcher@gmail.com

نوفمبر 2010

¹ الآراء المذكورة لا تعبر عن أى مؤسسة تنتمى إليها الباحثة.
- يرجى عدم نسخ أى جزء من البحث إلا بعد الإشارة إلى المصدر.

الإطار النظري للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية

ملخص

يهدف هذا البحث إلى استعراض أهمية قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية من خلال تناول الإطار النظري لهذا التنسيق. ويتم توضيح التأثير المتبادل بين السياستين، وكذلك إجراء مسح أدبي للتطورات التي شهدتها الأدبيات الاقتصادية فيما يتعلق بقضية التنسيق. كذلك يتناول هذا البحث محددات التنسيق بين السياستين، والترتيبات المؤسسية وآليات التنفيذ اللازمة لكفاءة هذا التنسيق.

The Theoretical Framework for the Coordination of Fiscal and Monetary Policies

Abstract

This study aims to bring into view the importance of the coordination of fiscal and monetary policies through reviewing the theoretical framework for such coordination. This includes: the interaction between the two policies, the evolution of this issue in the economic literature, the determinants of the coordination, the institutional coordinating arrangements and the operating mechanisms for the effectiveness of this coordination.

مقدمة

شهدت العلاقة بين البنوك المركزية والسلطات السياسية تراوحاً بين التدخل السافر والحرية شبه المطلقة خلال القرنين الماضيين. ففي القرن التاسع عشر، حيث سادت أفكار الحرية الاقتصادية وكانت قاعدة الذهب هي القاعدة المحكم إليها، تجلّى استقلال البنوك المركزية في أوروبا. ولكن، استدعى تلاحق الأزمات الاقتصادية بعد الحرب العالمية الأولى تدخل الحكومات في أنشطة البنوك المركزية، ثم ما لبثت أن استعادت البنوك المركزية قدراً من استقلالها مرة أخرى بعد استقرار الأوضاع الاقتصادية، ولكن ما تلى الحرب العالمية الثانية من ترويج لوجهة النظر الكينزية المحبذة لتدخل الدولة نال بعض الشيء من استقلال البنوك المركزية، ثم ما لبث أن أدى التحول إلى قوى السوق، إلى تعالي النداءات الداعية إلى جعل البنوك المركزية مستقلة عن الجهاز الحكومي في اتخاذ القرار.²

ويتم في هذا البحث استعراض الأسباب الداعية إلى ضرورة التنسيق بين السياستين المالية والنقدية والتي يعد من أهمها على وجه الإطلاق ذلك التأثير المتبادل الذي يبرزه قيد الموازنة الحكومية التالي:

العجز السنوي بالموازنة = صافي الإصدارات من السندات إلى جهات ليست أطرافاً للبنك المركزي + الائتمان المقدم من قبل البنك المركزي إلى الحكومة.

ويستدعي تحقيق هذا القيد التنسيق بين السياستين المالية والنقدية واستراتيجية إدارة الدين العام في إطارين زمنيين: الإطار الزمني قصير الأجل، حيث يتمثل الهدف الرئيسي لهذه السياسات في العمل على تطوير الأدوات المالية لتحقيق الاستقرار في الأسعار، بينما يتضمن الإطار الزمني طويل الأجل التنسيق بين تلك السياسات للحفاظ على استمرارية الاقتصاد في مساره التوازني، من خلال الحد من العجز المالي بحيث يقتصر تمويله على سوق رأس المال دون أن يؤدي إلى تشوهات في تخصيص الموارد بالاقتصاد.³

² محمود محيي الدين، "استقلال البنوك المركزية"، اتحاد بنوك مصر، العدد الثالث والثلاثون، إبريل- مايو 2002، ص 20.

³ أنظر في ذلك:

- Faika El-Refaie, "The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Egypt" in "Monetary Policy and Exchange Rate Regimes: Options for the Middle East", *The Egyptian Center for Economic Studies (ECES)*, Edited by: Eliana Cardoso and Ahmed Galal, The 5th book, April 2002, p. 299.

ويتكون هذا البحث من ثلاثة أجزاء رئيسية، حيث يتناول **الجزء الأول** أهم المفاهيم المتعلقة بالتنسيق بين السياستين المالية والنقدية. بينما يستعرض **الجزء الثاني** تطور الأدبيات الاقتصادية التي تناولت قضية التنسيق بالتحليل. أما **الجزء الثالث** فيتناول محددات التنسيق بين السياستين. وأخيراً، يوضح **الجزء الرابع** الترتيبات المؤسسية وآليات التنفيذ اللازمة لتحقيق التنسيق بين السياستين - بشئٍ من التفصيل.

أولاً: ماهية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية:

1/1 السياسة المالية ، السياسة النقدية ، إدارة الدين العام

تجب التفرقة بين ثلاثة مفاهيم رئيسية، وهى: -
- **السياسة المالية:** والتي تتجه بإجراءاتها وقراراتها إلى إيرادات الموازنة من الضرائب والرسوم وما يأخذ حكمها وإلى نفقات الموازنة بأنواعها لتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للدولة.
- **السياسة النقدية:** حيث يشير المفهوم التقليدي للسياسة النقدية إلى مجموعة الأدوات التي تتحكم في المعروض النقدي حتى تتفق وحجم ما يعرض من سلع وخدمات لتحقيق الاستقرار في الأسعار.
- **مفهوم إدارة الدين العام:** والذي يشير إلى عملية وضع وتطبيق استراتيجية لإدارة الدين الحكومي بحيث يتم توفير مزيد من مصادر تمويل ذلك الدين، وتحقيق أهداف الحكومة المتعلقة بالمخاطر والتكلفة، بالإضافة إلى أية أهداف عامة أخرى تكون الحكومة قد حددتها في إطار إدارة الدين العام، مثل: إقامة سوق كفاء لتداول الأوراق المالية الحكومية.⁴

وتتضح أهمية التمييز بين تلك المفاهيم الأساسية نتيجة للتطورات الحديثة في وظائف البنوك المركزية وفي طبيعة العلاقة بين السلطات السياسية من جانب والبنوك المركزية من جانب آخر، حيث أصبح هناك اتجاهاً نحو الفصل بين دور البنك المركزي في رسم وتنفيذ السياسة النقدية وبين دوره كوكيل ومستشار مالي للحكومة، وأيضاً نحو الحد من الاقتراض الحكومي المباشر من البنك المركزي لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة من خلال توفير بدائل أخرى لتمويل ذلك العجز وتطوير سوق لتداول الأوراق المالية الحكومية، وهو ما يرتبط بدوره مع ضرورة تطوير أسواق المال المحلية واستخدام أدوات في إدارة السياسة النقدية تستند إلى آليات السوق.

ومن هنا تبرز أهمية التنسيق بين السياستين إذ أنه مع تطور الأسواق المالية تظهر ضرورة إنشاء مكتب مستقل لإدارة الدين (SDMO) *Separate Debt Management Office* لتحقيق الأهداف - المذكورة آنفاً - من استراتيجية إدارة الدين العام. ولذا، لابد من الاستفادة من الخبرة

⁴ The Staffs of the World Bank and the International Monetary Fund, "Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Documents and Selected Case Studies", 2003, p. 11, available at: <http://imf.org/external/np/mae/pdebt/2002/eng/102402.html>.

الطويلة للبنك المركزي في مجال إدارة الدين العام، وتحديد الأهداف الرئيسية لسياسته النقدية والأدوات المستخدمة لتحقيق تلك الأهداف، وذلك من خلال التنسيق والتشاور مع الحكومة بحيث لا تتعارض أهداف السياسة النقدية والأهداف العامة للدولة. وعادة ما يتم ذلك التنسيق من خلال مجلس تنسيقي يتألف من أعضاء من البنك المركزي، ووزارة المالية، وأعضاء من ذوي الخبرة الاقتصادية. ونظراً لاختلاف الجهة المنوط بها وظيفة إدارة الدين العام في عديد من الدول، وحادثة الاتجاه نحو فصل السياسة النقدية عن إدارة الدين العام، تتناول الدراسة المقدمة التنسيق بين السياستين المالية والنقدية بشكل عام ويُفهم ضمناً أن إدارة الدين قد تكون مسؤولية البنك المركزي أو وزارة المالية أو مكتب مستقل لإدارة الدين العام.

2/1 التأثير المتبادل بين السياستين المالية والنقدية وإدارة الدين العام:

ترتبط السياسات النقدية والمالية ارتباطاً متبادلاً، وتعزز بعضها البعض في معظم الحالات، فصحة النظام المالي تؤثر في إدارة السياسة النقدية، والعكس صحيح. لكن الترتيبات المؤسسية لكل من هذين النوعين من السياسات تختلف اختلافاً بيناً، خاصة فيما يتعلق بالأدوار، والمسئوليات، والأهداف، وعمليات صياغة وتنفيذ تلك السياسات.⁵ ويتم فيما يلي إبراز التأثير المتبادل بين السياستين المالية والنقدية وإستراتيجية إدارة الدين العام.

• تأثير السياسة المالية على السياسة النقدية: -

تتعدد صور تأثير التغيرات في السياسة المالية على السياسة النقدية، حيث تؤثر تأثيراً مباشراً على قدرة البنك المركزي في تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار كهدف رئيسي للسياسة النقدية. وترتبط تلك الآثار المترتبة على السياسة المالية بقيد الموازنة الحكومية Government Budget Constraint سابق الإشارة إليه. فقد أوضح Thadden (2003)⁶ أهمية ذلك القيد من خلال إسهامه في إبراز الدور الذي تلعبه كل من السياستين المالية والنقدية في تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار، حيث يؤكد هذا القيد على أنه لا يمكن للسياسة النقدية أن تمارس دورها في السيطرة على التضخم بشكل منفرد ومن الضروري أن تعمل السياسة المالية على مساندها. وفي أحد إسهاماته الهامة أوضح Taylor (1995)⁷ إمكانية إبراز العلاقة المباشرة بين السياستين المالية والنقدية من خلال قيد الموازنة الحكومية، والذي يشير إلى أن التغيير في عجز

⁵ صندوق النقد الدولي، "ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ"،

سبتمبر 1999، ص 5. الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي على شبكة الانترنت <http://www.imf.org>

⁶ Leopold von Thadden, "Active Monetary Policy, Passive Fiscal Policy and the Value of Public Debt: Some Further Monetarist Arithmetic", *Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank*, Discussion Paper 12/03, June 2003, p. 1.

⁷ John B. Taylor, "Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline" in "Budget Deficit and Debt: Issues and Options", *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1995, p. 153.

الموازنة العامة لآبد وأن يؤدي بالضرورة إلى تغيير في حجم السندات الحكومية المُدرة للعائد Interest-Bearing Government Bonds أو في النقود عالية القوة⁸ وذلك لأغراض تمويل العجز المالي. فعلى سبيل المثال، إذا كان تحقيق مزيد من الانضباط المالي يسهم في الحد من عجز الموازنة، فإن هذا يعني بالضرورة تراجع نمو حجم الدين المدر للعائد وكذا تراجع القاعدة النقدية. وإذا كانت الحكومة تتمكن بسهولة من الاعتماد على أسواق الائتمان Credit Markets فلا توجد ضرورة للربط بين حجم العجز المالي وخلق النقود وذلك لأن التغيير في عجز الموازنة يمكن تمويله من خلال إصدار السندات الحكومية. ومن ناحية أخرى، بالنسبة للحكومات التي تعتمد بالأساس على خلق النقود لتمويل جزء كبير من النفقات الحكومية، أو تلك التي لا تتمتع بسهولة الوصول إلى أسواق الائتمان، فإن الحد من عجز الموازنة العامة سيؤثر بدرجة كبيرة على الحد من خلق النقود، وبالتالي يمتد الأثر الإيجابي إلى تحقيق الاستقرار في الأسعار. ولذلك، فإن الحد من عجز الموازنة يعد بمثابة خطوة أساسية نحو تخفيض النمو النقدي ومعدل التضخم في عدد من الدول النامية والدول التي تمر بمرحلة التحول نحو اقتصادات السوق.

وعلى الرغم من كون التضخم ظاهرة نقدية Monetary Phenomenon، إلا أن عجز الموازنة العامة يُعد من المحددات الرئيسية للتضخم في الأجل الطويل، وذلك من خلال قناة ريع الإصدار⁹، وبينما تتضح هذه العلاقة بين العجز المالي والتضخم في الأدبيات النظرية، نجد ندرة في الدراسات التطبيقية التي تناولت تلك العلاقة بالتحليل.

وكذلك نجد ندرة في الدراسات الاقتصادية التي تتناول تلك العلاقة بين العجز المالي والتضخم من ناحية، ومدى ارتباطها بكل من استقلالية البنك المركزي وتطور الأسواق المالية من ناحية أخرى. وفيما يعد إضافة في هذا السياق، قدم Neyapti (2003)¹⁰ دراسة تطبيقية أكد فيها ظهور الآثار التضخمية لعجز الموازنة بشكل واضح في حالة عدم تطور الأسواق المالية وعدم تمتع البنك المركزي بالاستقلالية، حيث تؤدي تلك العوامل - علاوة على عدم توافر آلية ذات كفاءة لتجميع الضرائب - إلى الاعتماد على خلق النقود كمصدر وحيد لتمويل العجز المالي. وعلى نقيض ذلك، يؤدي تطور الأسواق المالية وإضفاء الاستقلالية على البنك المركزي إلى توافر مصادر غير تضخمية لتمويل العجز المالي.

⁸ نقود الاحتياطي / القاعدة النقدية / النقود عالية القوة :

Reserve money/ Monetary Base /High Powered Money(M₀)

تتكون نقود الاحتياطي من النقد المتداول خارج خزائن البنك المركزي وودائع البنوك بالعملية المحلية لديه، وتعتبر الأساس للنقود بتعريفاتها الأوسع.

⁹ World Economic Outlook, "The Decline of Inflation in Emerging Markets: Can It Be Maintained?", *International Monetary Fund*, Chapter IV, May 2001, pp. 130-131.

¹⁰ Bilin, Neyapti, "Budget Deficit and Inflation: The Roles of Central Independence and Financial Market Development", *Contemporary Economic Policy*, Vol. 21, No. 4, October 2003, pp. 458-475.

• تأثير إدارة الدين العام على السياسة النقدية:

أما فيما يتعلق بتأثير إدارة الدين العام على السياسة النقدية، فيمكن توضيح الآثار التالية:¹¹

- تؤثر استراتيجية إدارة الدين الحكومي على أداء السياسة النقدية، حيث تمثل قيداً على الاستقلال الفعلي للبنك المركزي. كما تؤثر وسائل إدارة الدين العام على أسعار الفائدة. وتعقد العمليات المالية الحكومية من مهمة البنك المركزي في السيطرة على الإجماليات النقدية. وإذا اتسم معدل الزيادة في الدين العام بعدم القابلية لتحمل أعبائه Unsustainable، فإن مصداقية السياسة النقدية ستتأثر بالسلب وترتفع أسعار الفائدة. وفي حالة الدول التي تسمح بتحركات رؤوس الأموال، فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي بدوره إلى تدفق رؤوس الأموال من الخارج، وما ينشأ عنه من ضرورة اتخاذ إجراءات لتعقيم أثر تلك التدفقات Sterilization Operations من قبل البنك المركزي وهو الأمر الذي يؤدي إلى تعقيد الإدارة النقدية.

- يؤثر ارتفاع الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بالسلب على مصداقية وفعالية السياسة النقدية إذ ينطوي على مخاطر تتمثل في اكتساب هذا العجز الصفة النقدية أو تنقيد ذلك العجز في المستقبل Monetization وهو ما يُعد بمثابة مؤشرٍ على ضعف أداء السياسة المالية، وإذا ما تفاقمت مشكلة الدين يتمثل الحل الملائم في ضرورة إجراء إصلاح مالي، وهو الأمر الذي من شأنه حصار العجز في الموازنة العامة من خلال تعدد مصادر تمويل ذلك العجز، حيث يتم تمويله من خلال الأسواق المالية عوضاً عن الاقتراض المباشر من البنك المركزي والذي ينجم عنه آثار تضخمية.

- يكون لارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي تأثيراً سلبياً على النشاط الاقتصادي، حيث يدفع الحكومة إلى رفع الضرائب لتمويله، كما يؤدي إلى تزايد الضغوط لرفع معدلات الفائدة الحقيقية ومزاحمة الحكومة Crowding Out للاستثمار الخاص. وعندما تصل الحكومة إلى وضع يتعذر معه تمويل العجز المالي، يتوجب عليها في تلك الحالة ترشيد الإنفاق أو زيادة الإيرادات، في حين كان على السياسة المالية أن تمارس دوراً فاعلاً في تحقيق الاستقرار الاقتصادي (وبالتالي يتحول دور السياسة المالية إلى مساندة التقلبات الاقتصادية الدورية Procyclical وليس لمواجهة تلك التقلبات Countercyclical).

¹¹ أنظر في ذلك:

- World Economic Outlook, "Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High", Chapter 3, September 2003, p. 113.
- Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, "Coordination of Monetary and Fiscal Policies", *International Monetary Fund*, Working Paper. No.25, March 1998, pp. 13-15.

- تؤثر إدارة الدين العام على الطلب على النقود من خلال عدة طرق حيث تؤدي زيادة الاحتفاظ بالأوراق المالية الحكومية إلى تحقق أثر الثروة Wealth Effect - في ظل عدم تحقق فرضية المكافئ الريكاردى¹² - وبالتالي زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، كذلك تُعد الأوراق المالية الحكومية التي يسهل تسيلها بديلاً للأرصدة النقدية مما يُخفف من الطلب على تلك الأرصدة، وإذا ما اتسم الدين الحكومي بعدم القابلية للاستدامة، فقد تؤدي التوقعات بحدوث تضخم إلى انخفاض الطلب على النقود.

• تأثير السياسة النقدية على السياسة المالية:

يؤثر تطبيق السياسة النقدية والترتيبات المؤسسية المرتبطة بها على السياسة المالية. فعلى سبيل المثال، يساهم تبني ترتيبات مجلس الإشراف على العملة - كأحد أنظمة سعر الصرف الثابتة - في الحد من العجز المالي التضخم والمستمر، وعدم الاعتماد على ضريبة التضخم Inflation Tax لتمويل هذا العجز.¹³ الأمر الذي يساهم في تحقق الانضباط المالي.

وقد أوضح Dahan (1998)¹⁴ - في دراسته للأثر المالي لإجراءات السياسة النقدية - أن السمة الغالبة في عديد من الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء، تتمثل في تحمل السياسة النقدية أعباء تحقيق معدل تضخم مستقر ودفع أداء الاقتصاد الكلي في الأجل القصير، وبالرغم من أن الهدف الرئيسي للسياسة النقدية في تلك الحالة هو السيطرة على الاتجاهات التضخمية والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي، قد نجد للإجراءات النقدية آثاراً توسعية على عجز الموازنة العامة في الأجل القصير، وأشار Dahan إلى أنه يمكن الاعتماد على المعادلة البسيطة التالية لتعبر عن أثر السياسة النقدية على عجز الموازنة العامة (D):

$$(1) D = G - T(Y) + \left(\frac{1}{P}\right) \sum_{m=1}^M i_m B_m^P + \sum_{x=1}^X \left(i_x + \frac{\Delta E}{E}\right) B_x^P e - \left(i_x + \frac{\Delta E}{E}\right) A_x e$$

حيث تشير (P) إلى المستوى العام للأسعار، (G) الإنفاق الحكومي (ويتضمن الاستهلاك والاستثمار العام، التحويلات والإعانات)، (T) الضرائب.

بينما تنقسم معدلات الفائدة الاسمية إلى مجموعتين:

- مدفوعات الفائدة على الدين المحلي المحتفظ به لدى القطاع الخاص B_m^P

حيث تشير i_m إلى معدل الفائدة الاسمي على السندات من النوع m

- مدفوعات الفائدة على الدين الخارجي (أو المقوم بالعملة الأجنبية) B_x

¹² تشير فرضية المكافئ الريكاردى Ricardian Equivalence إلى أن تأثير الزيادة في الإنفاق الحكومي على الطلب

الكلي لا يتغير سواء تم تمويل تلك الزيادة من خلال الاقتراض أو فرض ضريبة ثابتة القيمة Lump-Sum Taxes.

¹³ World Economic Outlook, "The Decline of Inflation in Emerging Markets: Can It Be Maintained", *op. cit.*, p. 131.

¹⁴ Momi Dahan, "The Fiscal Effects of Monetary Policy", *International Monetary Fund*, Working Paper, No.66, May 1998, pp. 5-9.

حيث تشير i_x إلى معدل الفائدة الاسمي على السندات من النوع x وتشير E إلى سعر الصرف الاسمي، e سعر الصرف الحقيقي، أما $\frac{\Delta E}{E}$ فيعكس انخفاض سعر الصرف الاسمي، ويشير A_x إلى الاحتياطات التي يحتفظ بها البنك المركزي. ويمكن التعرف على الأثر المالي لإجراءات السياسة النقدية من خلال إيجاد المشتقة التفاضلية بالنسبة لسعر الفائدة:

$$(2) \frac{\partial Dcc}{\partial i_M} = \frac{\partial G}{\partial i_M} - \frac{\partial T}{\partial Y} \frac{\partial Y}{\partial i_M} + \left(\frac{1}{P}\right) \sum_{m=1}^M \frac{\partial i_m}{\partial i_M} B_m^P + \left(\frac{1}{P}\right) \frac{\partial B_M^P}{\partial i_M} i_M - \frac{\partial p}{\partial i_M} \left[\frac{1}{P^2} \sum_{m=1}^M i_m B_m \right]$$

حيث يشير $\frac{\partial Dcc}{\partial i_M}$ إلى المشتقة التفاضلية لعجز الموازنة بالنسبة لسعر الفائدة والذي يتأثر مباشرة بإجراءات السياسة النقدية في ظل اقتصاد مغلق.

- ويشير البند الأول $\frac{\partial G}{\partial i_M}$ إلى أثر الإنفاق (The Expenditure Effect): حيث يأخذ إشارة موجبة وذلك في حالة ما إذا كانت دالة رد الفعل التي تواجهها الحكومة تتميز بكونها مواجهة للتقلبات الدورية Counter-Cyclical Reaction Function، ولذلك فقد تعمل الحكومة على تمهيد التقلبات في كل من الناتج والتوظيف من خلال زيادة الإنفاق الحكومي كلما كان الناتج أدنى من مستواه. وقد يواجه الاقتصاد مرحلة ركود كنتيجة لإجراءات السياسة النقدية التقييدية ومعدلات الفائدة المرتفعة والتي قد يترتب عليها استجابة الحكومة من خلال زيادة عجز الموازنة. وقد يُعوض ذلك الأثر ارتباط الاستثمار العام ومعدلات الفائدة بعلاقة عكسية.

- أما البند $\frac{\partial T}{\partial Y} \frac{\partial Y}{\partial i_M}$ فيشير إلى أثر الإيرادات (The Revenue Effect): حيث تؤدي إجراءات السياسة النقدية التقييدية إلى تباطؤ معدل النمو الاقتصادي وانخفاض الدخل القومي في الأجل القصير. وبالتالي تتخفف العوائد الضريبية وهو ما يؤدي إلى ارتفاع عجز الموازنة، كذلك فإن انخفاض معدل النمو الاقتصادي سيؤدي إلى ارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج القومي الإجمالي. كما يعتمد أثر الإيرادات أيضاً على مرونة العائدات الضريبية بالنسبة للناتج.

- بينما يوضح البند الثالث $\left(\frac{1}{P}\right) \sum_{m=1}^M \frac{\partial i_m}{\partial i_M} B_m^P$ أثر الدين (The Debt Effect): حيث يترتب على السياسة النقدية التقييدية معدلات مرتفعة لأسعار الفائدة الاسمية قصيرة الأجل والتي تؤثر بدورها على المعدلات متوسطة وطويلة الأجل، ولذا فإن أعباء خدمة حجم ثابت من الدين العام سترتفع، وقد تؤدي تلك التكاليف إلى ارتفاع عجز الموازنة العامة للدولة. وللتقييم الكامل لذلك الأثر، لابد من الأخذ بعين الاعتبار أثر قرارات البنك المركزي فيما يتعلق بالتضخم على معدلات الفائدة. حيث اتجهت عديد من البنوك المركزية مؤخراً إلى استخدام معدلات الفائدة كأداة لتحقيق معدل التضخم المستهدف.

- أثر ريع الإصدار $\left(\frac{1}{P}\right) \frac{\partial B_M^P}{\partial i_M} i_M$ (The Seigniorage Effect): فإن تخفيض معدل التوسع

النفدي من خلال عمليات السوق المفتوح - مع افتراض ثبات عجز الموازنة - سوف يؤدي إلى زيادة الدين وبالتالي إلى زيادة عجز الموازنة في الفترات اللاحقة.

- أثر الأسعار $\frac{\partial p}{\partial i_M} \left[\frac{1}{P^2} \sum_{m=1}^M i_m B_m \right]$ (The Price Effect): حيث يرتبط معدل التضخم عكسياً

بمعدلات الفائدة وطردياً مع كمية النقود. وينشأ هذا الأثر نتيجة للتعبير عن عجز الموازنة باستخدام متغيرات حقيقية حيث يعكس انخفاض الأسعار (أو انخفاض معدلات التضخم) ارتفاع القيمة الحقيقية للدين العام .

3/1 التنسيق بين السياستين المالية والنقدية على المستويين المحلي والدولي

لابد أيضاً من التعرض إلى ماهية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية على المستويين المحلي والدولي، فقد يتم التنسيق بين السياستين على المستوى المحلي أي داخل الدولة، ويشير مفهوم التنسيق بين السياستين في تلك الحالة إلى " التفهم المشترك من قبل القائمين على إدارة الدين العام، والسلطتين المالية والنقدية لأهداف تلك السياسات وذلك في ضوء التأثير المتبادل لأدواتها المختلفة، وأن يقوم القائمون على إدارة الدين العام بتقديم رؤيتهم حول التكاليف والمخاطر التي تتلزم مع المتطلبات التمويلية للحكومة وحجم الدين العام، والعمل على الفصل بين إدارة الدين وأهداف السياسة النقدية وإرساء مبدأ المساءلة عند تحقق التطور المالي، وتبادل المعلومات بين السلطات النقدية والمالية، والقائمين على إدارة الدين حول احتياجات الحكومة الحالية والمستقبلية من السيولة".¹⁵

ويقدم Begg (2002)¹⁶ تعريفاً مبسطاً للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية "ينصرف مضمونه إلى التدابير التي تضمن أن القرارات التي يتم اتخاذها من قبل صانعي القرار بإحدى السياستين لا يترتب عليها آثاراً غير مباشرة وغير مرجوة على السياسة الأخرى"، ويؤكد أن أفضل صور التنسيق على الإطلاق هي تلك التي تتطوي على اشتراك صانعي القرار بكل من السياستين في تحديد أهدافهم، الأمر الذي يؤدي إلى تعظيم النتائج المحققة من السياستين معاً.

ويقدم Marszalek (2003)¹⁷ تعريفاً آخر، حيث يُعرف التنسيق بين السياستين على أنه "الآلية التي يتم من خلالها التفاوض بين سلطتين تتمتع كل منهما باستقلالها عن الأخرى - البنك المركزي والحكومة - وذلك بغية تحقيق أفضل النتائج المرجوة من كليهما، وخلق الإطار الملائم لتفعيل أداء كلتا السلطتين".

¹⁵ The Staffs of the World Bank and the International Monetary Fund, "Guidelines for Public Debt Management", *op. cit.*, p. 363.

¹⁶ Iain Begg, "Running Economic and Monetary Union: The Challenges of Policy Co-ordination" in "Europe: Government and Money", *The Federal Trust for Education and Research*, 2002, pp. 21-22.

¹⁷ Pawel Marszalek, "Coordination of Monetary and Fiscal Policy", *The Poznan University of Economics*, Volume 3, Number 2, 2003, p. 48.

ويتفق معه في ذلك Bennet and Loayza (2000)¹⁸ إذ يشير إلى ضرورة أن يُنظر إلى قضية التنسيق باعتبارها علاقة بين سلطتين مستقلتين وليست كعلاقة بين سلطتين تعتمد كل منهما على الأخرى، حيث يسهم تمتع البنك المركزي باستقلاليته في تحقيق الاستقرار في الأسعار، وتحقيقه الانضباط المالي Fiscal Discipline.

ويشير كل من Laurens and la Piedra (1998)¹⁹ إلى أن التنسيق بين السياستين المالية والنقدية "يُعد بمثابة الوسيلة الفاعلة لتحقيق الأهداف الاقتصادية العامة للدولة، والذي يتم على مستويين، الأول: عند تحديد الأهداف العامة على أن يكون من بين تلك الأهداف العمل على تطوير القطاع المالي، والثاني: أن يتم التنسيق من خلال اتخاذ بعض التدابير المؤسسية وتحديد آليات التنفيذ والتي من شأنها تأكيد كفاءة ذلك التنسيق".

وقد يتم التنسيق بين السياسات الاقتصادية لعددٍ من الدول داخل تجمع اقتصادي أو اتحاد نقدي كما هو الحال في الاتحاد النقدي الأوروبي، أي التنسيق على المستوى الدولي، ويشير مفهوم التنسيق في تلك الحالة إلى "التعديل الجذري للسياسات القومية للدول في سبيل إدراك التعاون الاقتصادي المشترك".²⁰

ولقد قدما Hodson and Maher (2003)²¹ تعريفاً آخر للتنسيق بين السياسات في تلك الحالة، "والذي يشير إلى القواعد أو المبادئ التي تتجاوز القوميات والتي تم الاتفاق عليها من قبل كافة الدول الأعضاء، وأن يتم تفويض المسؤوليات الرئيسية إلى حكومات الدول مع وضع حدود تقيد من حريتها الكاملة في التصرف". ويحفظ بعض الاقتصاديين عند استخدام مفهوم "التنسيق" Coordination بين السياسات الاقتصادية، حيث يفضلون أن يقتصر استخدامه عند التعبير عن الاتفاق بين الدول حول تعديل سياساتهم الاقتصادية في سبيل تحقيق أهدافٍ مشتركة أو تنفيذ السياسات الاقتصادية بشكلٍ مشترك، ويفضلون استخدام مفهوم "التعاون الاقتصادي" Economic Cooperation للتعبير عن صور التعاون الأقل طموحاً بين الدول في هذا المجال.²²

¹⁸ Herman Bennett and Norman Loayza, "Policy Biases When the Monetary and Fiscal Authorities Have Different Objectives", *Central Bank of Chile, Working Paper No. 66*, March 2000, p. 24.

¹⁹ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, *op. cit.*, p. 4.

²⁰ Jacob, A. Frankel, Morris, Goldstein and Paul, R. Masson, "International Dimensions of Monetary Policy: Coordination Versus Autonomy", in "Monetary Policy Issues in the 1990s", *Symposium Series, Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1989, p. 185.

²¹ Fabian Amtenbrink and Jakob Dehaan, "Economic Governance in the European Union: Fiscal Policy Discipline versus Flexibility", *Common Market Law Review*, Vol. 40, 2003, p. 1075.

- نقلا عن:

- Begg, Hodson and Maher, "Economic Policy Coordination in the European Union", *National Institute Economic Review*, No. 183, January 2003, p. 66.

²² Jacob, A. Frankel, Morris, Goldstein and Paul, R. Masson, *op. cit.*, p. 185.

ثانياً: تطور قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية في الأدبيات الاقتصادية:

ويتم فيما يلي عرض لأهم ملامح تطور قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية في الأدبيات الاقتصادية، والتي يمكن إيرادها في أربع مراحل رئيسية:²³

المرحلة الأولى: غياب قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية.

المرحلة الثانية: بروز الدعوة لاستقلال السياسة النقدية عن السلطات السياسية.

المرحلة الثالثة: ظهور أهمية قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية.

المرحلة الرابعة: التنسيق في إطار الاتحادات النقدية واستهداف التضخم.

وفيما يلي يتم استعراض تلك المراحل بشئ من التفصيل.

1/2 غياب قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية :-

شهد الجدال الفكري بين أنصار كل من كينز وميلتون فريدمان غياب قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، حيث اتجه كل فريق إلى تأكيد فعالية سياسة بعينها دون الأخرى. فقد أدى الفكر الكينزي بتعاليمه التي تنصح بتحقيق مستوى عالٍ من التشغيل من خلال إحداث عجز في الموازنة العامة للدولة، وتمويله بإصدار نقدي جديد وما يثيره من موجات نقدية إلى تأكيد تبعية السياسة النقدية للسياسة المالية.²⁴ ويُعد قيام جون هيكس عام 1937 باستخلاص آراء كينز الرئيسية التي أبرزها في كتابه الشهير "النظرية العامة للتشغيل وسعر الفائدة والنقود" أحد الإسهامات الرئيسية في إبراز العلاقة بين السياستين المالية والنقدية. حيث وضع هيكس نموذجاً يُمثل أحد أهم الأدوات المستخدمة في تحليل الاقتصاد الكلي، وأطلق على هذا النموذج IS-LM. ويتضح التداخل بين السياستين المالية والنقدية من الحقيقة المتمثلة في دور كلٍ من السياستين في تحديد الناتج ومعدلات الفائدة في الأجل القصير²⁵، فمن خلال - شكل (1) والذي يستعرض نموذج IS-LM التقليدي - يمكن توضيح تأثير كلٍ من السياستين المالية والنقدية على الطلب الكلي ومن ثم تحديد مستويات الناتج ومعدلات الفائدة التوازنية في أسواق السلع والأصول، حيث تمثل نقطة تقاطع

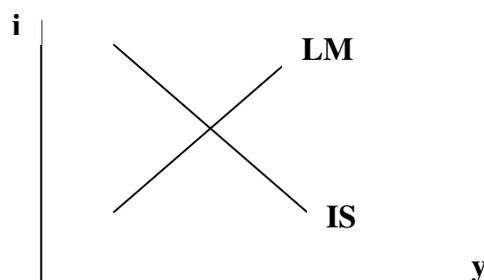
²³ تم إجراء مسح أدبي للتطورات التي شهدتها الأدبيات الاقتصادية التي تناولت قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، وهو الأمر الذي أسهم في اقتراح تلك المراحل الأربع الرئيسية - ولم يتم إجراء هذا التصنيف استناداً إلى فكر المدارس الاقتصادية لتعدد الآراء حول التنسيق تحت مظلة استهداف التضخم والاتحاد النقدي وعدم وجود منهج فكري واضح يجمع أصحاب هذه الآراء المتعددة.

²⁴ أحمد الغندور، "حول السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي في مصر"، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، قسم الاقتصاد، سلسلة أوراق بحثية، العدد 10، مايو 2000، ص 5.

²⁵ يُعبر هذا النموذج عن علاقة تداخل بين السياستين المالية والنقدية Interaction ولا يعبر عن علاقة تنسيق Coordination بين هاتين السياستين.

المنحنيين المستويات التوازنية لكل من الناتج ومعدلات الفائدة بينما يؤدي انتقال المنحنيين إلى التأثير على تلك المستويات بالانخفاض أو الارتفاع.

شكل (1) نموذج IS-LM التقليدي



يشير منحنى IS إلى توليفات معدلات الفائدة الاسمية (i) والناتج (y) بحيث يتساوى الادخار والاستثمار، وينحدر إلى أسفل ليعكس أثر انخفاض معدلات الفائدة على زيادة الإنفاق وبالتالي الناتج. بينما يشير منحنى LM إلى توليفات معدلات الفائدة الاسمية (i) والناتج (y) بحيث يتساوى عرض وطلب النقود، وينحدر إلى أعلى حيث يرتفع الطلب على النقود مع تزايد الناتج وبذلك لا بد وأن ترتفع معدلات الفائدة حتى يتحقق التوازن في السوق النقدي. ويتمثل تأثير السياسة المالية في سوق السلع، فالارتفاع في الإنفاق الحكومي يؤدي إلى انتقال منحنى IS إلى اليمين وبالتالي يرتفع الناتج ومعدلات الفائدة، بينما يتمثل تأثير السياسة النقدية في سوق الأصول، فالسياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى انتقال منحنى LM إلى اليمين ويرتفع حجم الناتج بينما تنخفض معدلات الفائدة. وبذلك فإن تقاطع المنحنيين يؤدي إلى تحديد مستوى الناتج ومعدلات الفائدة التوازنية في أسواق السلع والأصول. أي أن السياسة النقدية تؤثر على الطلب الكلي من خلال تأثيرها على معدلات الفائدة الحقيقية قصيرة الأجل، بينما تؤثر السياسة المالية مباشرة على الطلب الكلي.²⁶

وتكاد تجمع المراجع الاقتصادية الحديثة على أن بداية الجدل النقدي/المالي ترجع إلى منتصف الخمسينيات من القرن الماضي على يد الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان.²⁷ فمن ناحية، ذهب

²⁶ Goyal, A., "Coordinating Monetary and Fiscal Policies: A Role for Rules?", *The India Development Report*, Kirit S. Parikh and R. Radhakrishna (ed.), IGIDR and Oxford University Press, Chapter 11, 2002.

- بدأ استبدال منحنى LM بمنحنى MP (Monetary Policy) في الكتابات الحديثة، والذي يشير إلى أن البنك المركزي يحافظ على معدلات الفائدة الحقيقية r ثابتة دون أن ترتبط بحجم الناتج وبذلك يكون منحنى MP أفقياً، بينما إذا اتجه البنك المركزي إلى رفع كل من معدلات الفائدة الحقيقية والناتج ينحدر المنحنى إلى أعلى، وهذا التحليل يساعد في تفسير ظاهرة التضخم مقارنة بالافتراض الذي يستند إليه IS-LM التقليدي والمتمثل في ثبات الأسعار.

²⁷ مصطفى عبد الرؤوف عبد الحميد هاشم، "قياس آثار السياسة المالية والنقدية على أهم المتغيرات الكلاسيكية في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1974-1996/1997) واتجاهاتها المستقبلية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قناة السويس، كلية التجارة بالإسماعيلية، قسم الاقتصاد، 2001، ص22.

جانب كبير من الاقتصاديين الكينزيين إلى التقليل من فاعلية السياسة النقدية وتفضيل السياسة المالية عليها في مجال العمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي في المجتمع، حيث يرى الكينزيون أن السياسة النقدية تمارس تأثيرها بطريق غير مباشر من خلال أسعار الفائدة وأن هذا التأثير يعد ضعيفاً في حين أن السياسة المالية تمارس تأثيراً مباشراً وسريعاً - على الإنفاق الكلي - ومن ثم على مستوى الدخل والتشغيل²⁸. بينما نجد من ناحية أخرى، وجهة نظر ميلتون فريدمان وأنصاره والتي تعبر عن التأثير الهام لكمية النقود على النشاط الاقتصادي والمستوى العام للأسعار، وأنه من الممكن تحقيق أهداف السياسة النقدية بشكل أفضل إذا ما تم استهداف معدل نمو المعروض النقدي، حيث أكد فريدمان أهمية التحكم في المعروض النقدي بحيث تفوق في أهميتها الإجراءات المالية التي أوضحها كينز لتحقيق الاستقرار بالطلب الكلي، وأبرز في كتابه الشهير "منهج تحقيق الاستقرار النقدي" والصادر عام 1960 أهمية أن يكون معدل النمو في الرصيد النقدي ثابتاً، كما أشار إلى عدم ارتباطه بوضع الموازنة العامة للدولة لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد.²⁹

وفي تحليلهما لأثر انتقال التغيرات في السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي، قام كل من Brunner and Meltzer (1976)³⁰ ببحث الآثار المترتبة على الاقتصاد الكلي من الإصدار النقدي أو إصدار السندات لتمويل العجز الحكومي. وقد أكدوا على أنه أياً كانت وسيلة تمويل العجز المالي، فلا بد من أن يتزايد الدخل الاسمي كنتيجة لتزايد الثروة التي بحوزة الأفراد، وهو ما يشير إلى اتفاق Brunner and Meltzer مع وجهة النظر الكينزية حول الأثر التوسعي لتمويل العجز المالي سواء تم من خلال الإصدار النقدي أو السندات. ومع ذلك، فقد أوضحنا أن ارتفاع الدخل القومي يكون أكبر في حالة الإصدار النقدي عنه في حالة إصدار السندات. ويتضح مما سبق، غياب قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية بين أنصار كل من السياستين، حيث اتجه كل فريق إلى الدفاع عن سياسته وإغفال فعالية السياسة الأخرى.

2/2 بروز الدعوة لاستقلال استقلالية السياسة النقدية عن السلطات السياسية:

شهدت حقبة السبعينيات من القرن الماضي تطوراً كبيراً في الأدبيات الاقتصادية، كنتيجة لتزايد الشكوك حول جدوى الفكر الكينزي، وبخاصة بعد ما شهدته تلك الفترة من إتباع سياسات نقدية توسعية في معظم الاقتصادات الغربية صاحبتها ظاهرة الكساد التضخمي Stagflation، كما شهدت

²⁸ سهير محمود معنوق، "النظريات والسياسات النقدية" - الدار المصرية اللبنانية - الطبعة الأولى - 1989، ص 147.

²⁹ Eatwell, J., Milgate, M. and Newman, P., "The New Palgrave: A Dictionary of Economics", Vol. 3, The Macmillan Press Limited, London, 1987, pp. 492-493.

- نقلاً عن:

- Brunner, Karl and Allan H. Meltzer, "An Aggregative Theory for a Closed Economy," in Monetarism, Jerome Stein, ed. North-Holland, 1976.

³⁰ Ibid., p. 494.

تلك الفترة تأكيد فريدمان وجود مفاضلة في الأجل القصير بين معدل البطالة وانحراف معدل التضخم عن معدله المتوقع، بينما تغيب تلك المفاضلة في الأجل الطويل مما يؤكد محدودية تأثير السياسة النقدية على معدل البطالة.³¹

كذلك شهدت تلك الحقبة ظهور عديد من الكتابات التي تناولت مشكلة عدم الاتساق الزمني للسياسة النقدية Time Inconsistency Problem وما ترتب على ذلك من إبراز أهمية تمتع السلطة النقدية باستقلالها عن السلطات المالية. فيرى كل من Jácome and Vázquez (2005)³² أن الإصلاحات التي شهدتها عديد من البنوك المركزية نحو منحها قدر أكبر من الاستقلالية في تصميم وتنفيذ سياستها النقدية عن السلطات المالية إنما يستند بالأساس إلى الإسهامات النظرية وعلى رأسها نموذج عدم الاتساق الزمني الذي قدمه كل من Kydland and Prescott عام 1977، ثم قاما Barro and Gordon بتطويره عام 1983، حيث أوضح هذا النموذج أنه إذا ما كانت الحكومات تواجه مفاضلة بين معدلات البطالة والتضخم فقد تفضل معدلات تضخم تتجاوز المعدلات المثلى، وهو ما يُعرف في الأدبيات الاقتصادية بالميل التضخمي للسياسة النقدية Inflation Bias .of Monetary Policy

وفي إطار نموذج اقتصاد كلي قائم على فرضية التوقعات الرشيدة، وبافتراض أن مستوى الناتج يرتبط طردياً بالتضخم غير المتوقع بينما لا يتأثر بالتضخم المتوقع، أثبت كل من Kydland and Prescott (1977)³³ أن الحكومة التي تستهدف من خلال السياسة النقدية - كلاً من الناتج والتضخم تكون عرضة لمشكلة عدم الاتساق الزمني لهذه السياسة. ولتفسير هذه المشكلة، فقد أوضح أنه بالرغم من تبني الحكومة - في بداية فترة معينة - لسياسة غير تضخمية، فقد يتكون لديها الدافع لتبني سياسة نقدية معاكسة في وقت لاحق بهدف خلق تضخم مفاجئ، ومن ثم تخفيض الأجر الحقيقية مما يؤدي إلى تحقيق مكاسب في مجال الناتج. ويُعد Rogoff (1985)³⁴ أول من اقترح تفويض السياسة النقدية إلى بنك مركزي مستقل ومتحفظ في مواجهته للتضخم Conservative كأحد الحلول المطروحة لمشكلة الميل التضخمي للسياسة النقدية والتي تنشأ عن تعدد أهداف السياسة النقدية حيث تهدف إلى استقرار الناتج، وتحقيق التوظف هذا إلى جانب هدف

³¹ Jagdish Handa, "Monetary Economics", London, Routledge, 2000, p. 257.

³² Luis I. Jácome and Francisco Vázquez, "Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean", *International Monetary Fund, Working Paper, No. 75, 2005, p. 3.*

³³ أحمد عبد الحليم عبد الفتاح عويس، "استقلالية البنك المركزي وأثرها على كفاءة إدارة السياسة النقدية: دراسة تحليلية مقارنة مع إشارة خاصة لحالة مصر"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2003، ص ص 59-60، نقلاً عن:

- Fin Kydland and Edward Prescott, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, Vol.85, No.3, June 1977, p. 473.

³⁴ Kenneth Rogoff, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No.4, November 1985, pp. 1169-1189.

الاستقرار السعري على الرغم من تعارض تلك الأهداف. وقد أدى هذا التطور في الأدبيات الاقتصادية خلال حقبة السبعينيات من القرن الماضي، إلى أن أصبح الهدف الأساسي للسياسة النقدية في عديد من الدول الغربية خلال فترة الثمانينيات اللاحقة يركز بالأساس في السيطرة على معدلات التضخم والتخلي عن تعدد أهداف السياسة النقدية نحو تطبيق هدف وحيد متمثل في تحقيق معدل منخفض ومستقر للتضخم. وأصبح هناك اتفاقاً بين الاقتصاديين يتمثل في أن ممارسة البنك المركزي لدوره في السيطرة على التضخم تتطلب تمتعه بالاستقلالية عن السلطة المالية، وأن يتحفظ في مواجهته للتقلبات في الناتج مقارنة بالسلطة المالية.³⁵

وفي هذا السياق، اقترح Walsh (1995)³⁶ أن تكون العلاقة بين كل من البنك المركزي والحكومة بمثابة علاقة وكالة Principal Agent Framework، حيث يعرض الموكّل (الحكومة) على الوكيل (البنك المركزي) عقد وكالة Contract يُحدد مسار عمل الأخير، كما يتأثر دخل الوكيل بمدى التزامه بهذا العقد - بمعنى تقديم حوافز مادية لمحافظ البنك المركزي في حالة نجاحه في الالتزام بالهدف الذي تقره الحكومة - ووجود مثل هذا العقد يسهم في الحد من الميل التضخمي للسياسة النقدية التي لا تلتزم بقاعدة محددة وتتمتع بحرية التصرف نظراً لتعهد البنك المركزي بتحقيق معدل منخفض ومستقر للتضخم، وكذلك يرفع هذا العقد من قدرة السياسة النقدية على مواجهة صدمات جانب العرض الكلي.

3/2 ظهور أهمية قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية :-

يرى Mishkin (2000)³⁷ أن أحد الدروس الهامة التي يمكن استخلاصها من كل من فرضية الهيمنة المالية التي قدمها Sargent and Wallace (1981)³⁸ وأيضاً من الأدبيات التي تناولت النظرية المالية للمستوى العام للأسعار يتمثل في ضرورة تأكيد ما قد يترتب على تبني سياسات مالية غير مسئولة من تعقيد لوظيفة السلطات النقدية في تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار، فقد يفرض العجز المالي الضخم بالموازنة العامة ضغوطاً على السلطات النقدية لتمويل الدين الحكومي، مما يؤدي إلى تسارع النمو النقدي ومن ثم ارتفاع معدل التضخم. ولذلك فإن وضع قيود على ارتباط السلطات النقدية بتمويل العجز المالي الضخم يسهم في أن تسيّر السياسة المالية في محاذاة السياسة النقدية، مما يسهل من قدرة السلطات النقدية على الاستمرار في السيطرة على معدل

³⁵ Andrew Hughes Hallett and Diana N. Weymark, "Independent Monetary Policies and Social Equity", *Economics Letters*, Vol.85, 2004, p. 103.

- Jagdish Handa, *op. cit.*, p. 257.

³⁶ Carl E. Walsh, "Optimal Contracts for Central Bankers", *The American Economic Review*, Vol. 85, No.1, March 1995, pp. 150-153.

³⁷ Frederic S. Mishkin, "What Should Central Banks Do?", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, November/December, Paper Prepared for the Homer Jones Lecture, March 2000, pp. 1-2.

³⁸ Tomas Sargent and Neil Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, Vol. 5, Fall 1981.

التضخم. وقد أسهم ظهور فرضية الهيمنة المالية والنظرية المالية للمستوى العام للأسعار في تأكيد أهمية قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية خلال عقدي الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي.

ويتم فيما يلي استعراض كلا الإسهامين: -

• حاول كلٌّ من Sargent and Wallace (1981) ³⁹ في دراستهما إبراز تأثير تزايد أثر المديونية الحكومية على فعالية السياسة النقدية. فقد أوضح أنه على الرغم من تأكيد فريدمان مساهمة السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة من خلال مساهمتها في السيطرة على التضخم، وعلى الرغم من توافر خصائص الاقتصاد النقدي من حيث الارتباط بين القاعدة النقدية والمستوى العام للأسعار، فقد تظل قدرة السياسة النقدية على السيطرة على التضخم محدودة. فعلى سبيل المثال، قد تؤدي إجراءات السياسة النقدية الهادفة إلى تخفيض التضخم، من خلال الحد من النمو النقدي، إلى رفع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. حيث يتم التحول من التمويل النقدي إلى التمويل من خلال السندات الحكومية، الأمر الذي يؤدي إلى رفع مدفوعات الفائدة وبالتالي إلى تزايد عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في المستقبل، وبالتالي يحدث ارتفاع أكبر في النمو النقدي ومعدل التضخم في الأجل الطويل. وقد يساهم انخفاض المديونية الحكومية في استعادة فعالية السياسة النقدية في السيطرة على التضخم، إذا ما أدى إلى انخفاض معدل الفائدة الحقيقي بحيث يقل عن معدل النمو الاقتصادي، وبالتالي يؤدي الانخفاض في النمو النقدي إلى انخفاض معدل التضخم.

• أما الإسهام الثاني والذي لا يقل أهمية عن الأول - فيتمثل في النظرية المالية للمستوى العام للأسعار (FTPL) *The Fiscal Theory of the Price Level*، حيث قدم الاقتصادي الشهير Woodford (1995) ⁴⁰ - في إحدى دراساته الهامة - تلك النظرية حول كيفية تحديد مستوى الأسعار والتي أوضح فيها أن اختيار الحكومة لأسلوب تمويل العجز يلعب دوراً حاسماً في تحديد المسار المستقبلي لمعدل التضخم. ووفقاً لتلك النظرية تستحوذ السياسة المالية على معظم الاهتمام في تحديد مستوى الأسعار لذلك أطلق عليها Woodford النظرية المالية لمستوى الأسعار. واستناداً إلى تلك النظرية يتحدد مستوى الأسعار بحيث تتساوى القيمة الحقيقية للدين الحكومي مع القيمة الحالية للفائض بالميزان الحكومي الأساسي، وهو ما يعني إمكانية أن تمثل السياسة المالية ركيزة اسمية *Nominal Anchor*، حيث تُعد تلك السياسة محدداً للمستوى العام للأسعار في ظل هذه النظرية. وقد أشار كلٌّ من Christiano and Fitzgerald (2000) ⁴¹ إلى التأثير الهام للنظرية

³⁹ Ibid., pp. 1-17.

⁴⁰ Michael Woodford, "Price Level Determinacy Without Control of a Monetary Aggregate", *NBER Working Paper Series*, No. 5204, August 1995.

⁴¹ Lawrence J. Christiano and Terry J. Fitzgerald, "Understanding the Fiscal Theory of the Price Level", *NBER Working Paper No. 7668*, April 2000, p. 2.

المالية لمستوى الأسعار على أداء البنك المركزي لوظيفته الهامة في تحقيق الاستقرار السعري، فبينما توصي وجهة النظر التقليدية إلى ضرورة استقلال البنوك المركزية عن السلطات المالية للحد من الضغوط المحتملة التي قد يتعرض لها الأول مما يؤثر سلباً على قرارات السياسة النقدية، تلعب النظرية دوراً هاماً في إبراز أهمية إتباع سياسة مالية ملائمة لغرض تحقيق الاستقرار في الأسعار، فتحقيق الاستقرار السعري لا يتطلب فقط سياسة نقدية ملائمة وإنما يتطلب أيضاً سياسة مالية ملائمة، وهو الأمر الذي أكده Woodford (2001)⁴² في دراسة أخرى، حيث يرى أن تحقيق ذلك الاستقرار لا يتطلب التعهد بقاعدة ملائمة للسياسة النقدية فحسب، ولكنه يقتضي أيضاً إتباع قاعدة ملائمة للسياسة المالية، حيث يقترح أن تتضمن قاعدة تيلور Taylor Rule والتي يستند إليها تصميم السياسة النقدية - هدفاً لا بد من تحقيقه لحجم العجز المالي في الموازنة الحكومية.

ومن الجدير بالذكر، أن King (1995)⁴³ قد اختلف مع فرضية الهيمنة المالية والتي استند إليها Sargent and Wallace، حيث يرى أن هذه الفرضية غير مقنعة إذ نقل أهميتها في الدول الصناعية الكبرى وذلك لسببين: الأول، محدودية الاعتماد على ريع الإصدار - أي تمويل العجز المالي من خلال الإصدار النقدي - مقارنة بمصادر الإيرادات الحكومية الأخرى في تلك الدول. الثاني، اتجاه عديد من حكومات الدول نحو التعهد بتحقيق الاستقرار في الأسعار من قبل بنك مركزي يتمتع بالاستقلالية عن السلطات المالية.

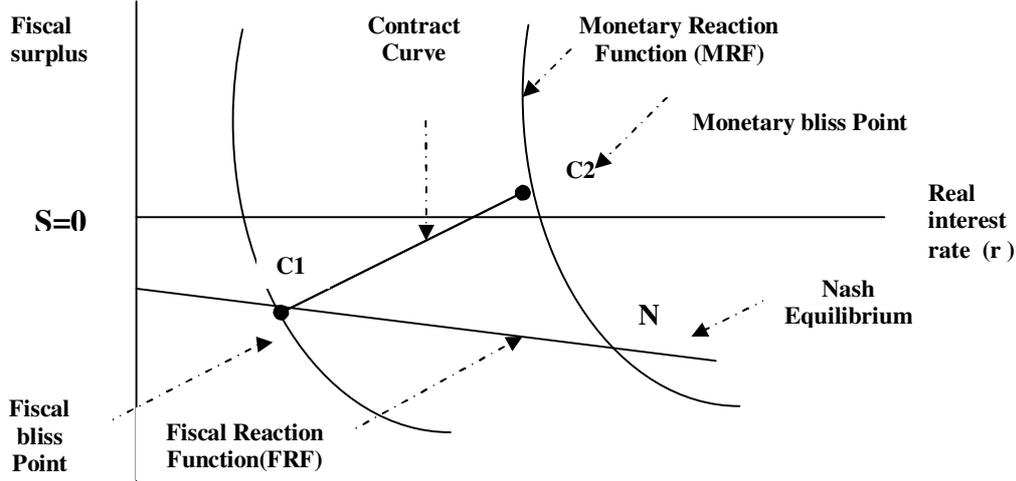
وقد طرح King فرضية مغايرة عن تلك التي قدمها Sargent and Wallace والتي أطلق عليها "Some Unpleasant Fiscal Arithmetic" حيث أشار إلى الأثر المالي للسياسة النقدية والذي يؤثر على القيمة الحقيقية للدين المستحق على الحكومة، من خلال تأثيره على المستوى العام للأسعار، فيرى أن التحول في أنظمة السياسة النقدية بحيث تتجه نحو تخفيض معدل التضخم قد يؤدي إلى آثار مالية غير مرجوة، فمثل هذا التحول إلى نظام لا يتمتع بالمصداقية الكاملة يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية على الدين الحكومي. وهو ما يستدعي توفير مصادر أخرى لتمويل أعباء خدمة الدين المرتفعة، وقد اقترح إصدار سندات مرتبطة بمؤشر الرقم القياسي للأسعار Index-Linked Bonds للتغلب على تلك المشكلة والتي تمكن الحكومة من الاقتراض بأسعار الفائدة الحقيقية الأصلية، كما يمكن التغلب على الآثار المالية غير المرغوبة للسياسة النقدية من خلال إلقاء تلك الأعباء على بنك مركزي يتمتع بالاستقلالية في تحقيق هدف الاستقرار السعري لإضفاء المصداقية على النظام النقدي الجديد.

⁴² Michael Woodford, "Fiscal Requirements for Price Stability", *NBER Working Paper No. 8072*, January 2001, p. 3.

⁴³ Mervyn King, "Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline", in "Budget Deficit and Debt: Issues and Options", *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1995, pp. 171-177.

وكذلك شهدت تلك الفترة اتساع نطاق الأدبيات الاقتصادية التي تناولت دراسة العلاقة بين السياستين المالية والنقدية استناداً إلى ما يُعرف بنظرية المباريات أو من خلال نموذج نوردهاوس Nordhaus، أو توازن ناش Nash Equilibrium، حيث يُشير النموذج الأول إلى مباراة بين السلطتين النقدية والمالية بافتراض اختلاف تفضيلات كلٍ من السلطتين حول الأهداف الاقتصادية العامة للدولة والمتمثلة في: رفع معدل النمو الاقتصادي، وخفض معدل التضخم، وتحقيق التوظيف.

شكل (2) نموذج نوردهاوس Nordhaus



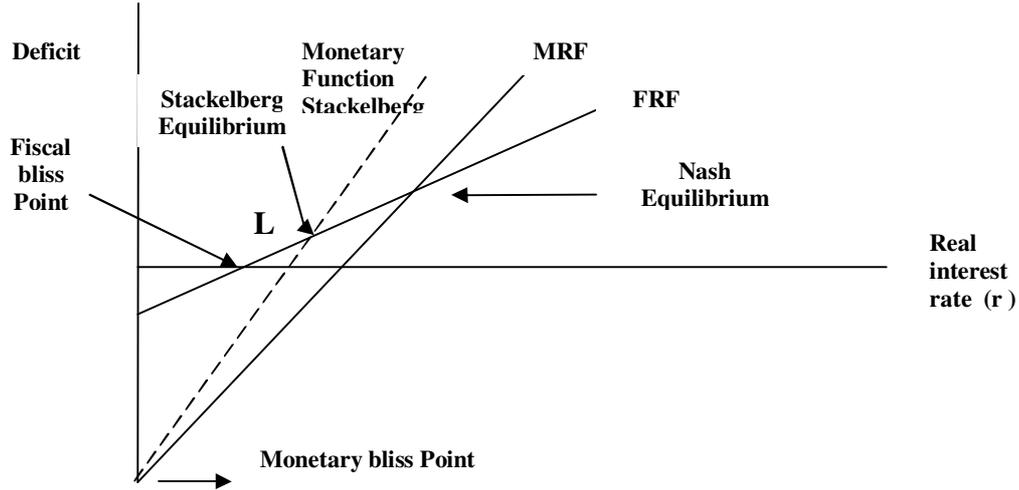
ويوضح الشكل السابق - هذا النموذج النظري - حيث يشير المحور الرأسي إلى أداة السياسة المالية Fiscal Surplus (s) والمتمثلة في تفضيل السلطات المالية لعجز مالي مرتفع (فائض أقل في الموازنة العامة) حيث تهدف السياسة المالية إلى تحقيق آثار إيجابية - على المستوى السياسي - من زيادة النفقات العامة وتخفيض الضرائب، بينما يشير المحور الأفقي إلى أداة السلطة النقدية والمتمثلة في معدلات الفائدة الحقيقية (r). ويعكس النموذج التنسيق الذي قد يتم بين السلطتين لتحقيق الأهداف العامة للدولة من خلال منحنى التعاقد (Contract Curve) (c_1c_2) ، والذي يعكس توليفة الأدوات المستخدمة من قبل السلطتين لتحقيق تفضيلات السلطتين المالية والنقدية المتعلقة بالأهداف الاقتصادية العامة. حيث تشير النقطتين c_1 ، c_2 إلى تفضيلات السياسة المالية والنقدية، على التوالي.

وقد يتم التنسيق بين السلطتين المالية والنقدية في ظل تمتع الحكومة بالحق الكامل في تحديد أهداف السلطتين معاً، وهو ما يُعرف بالتعهد بالتنسيق بين السياستين ولكن مع تمتع السياسة المالية بميزة تحديد أهداف السياستين Pre-Commitment to Coordinate But with a Full Bargaining Power for the Fiscal Authority، وفي هذه الحالة تتفق تفضيلات السياستين عند النقطة c_1 (والتي تعكس تفضيلات السياسة المالية Fiscal Bliss Point).

وفيما يخص توازن ناش فيتناول مباراة بين السياستين المالية والنقدية يحدد فيها كلا اللاعبين أهدافهما في نفس الوقت ولكن دون تنسيق، فيحدد كل لاعب الأدوات المستخدمة لتحقيق التفضيلات مع الأخذ في الاعتبار رشادة اللاعب الآخر وتفضيلاته لتحقيق معدلات النمو والتضخم، كما يتخذ

صانعو القرار بكل من السياستين قراراتهما دون التأثر بقرارات السياسة الأخرى، أي دون سيطرة أي من السياستين على الأخرى. وتُشير النقطة N في الشكل (2) إلى توازن ناش والذي يعكس غياب التنسيق بين السلطتين وتحقق نتائج أقل من المرجوة مقارنة بالتنسيق في ظل نموذج نوردهاوس والذي يتحقق من خلال منحى التعاقد (حيث ارتفع العجز المالي بحيث تجاوز تفضيلات كلتا السياستين).

شكل (3) توازن ناش، وتوازن ستكلبيرج في حالة سيطرة السلطة النقدية



وكذلك استعرضت بعض الأدبيات مؤخراً توازن ستكلبيرج Stackelberg Equilibrium، والذي يعكس مباراة تحدد فيها إحدى السلطتين الأدوات المستخدمة بينما تتبعها السلطة الأخرى، وهو ما يُعرف في الكتابات التي تناولت نظرية المباريات بعلاقة القائد/التابع Leader-Follower Relationship، وفي تلك الحالة قد تكون السياسة المالية هي المسيطرة وتعتمد السياسة النقدية على قراراتها أو أن يكون البنك المركزي هو المسيطر وتعتمد السياسة المالية على تفضيلاته.⁴⁴ ويوضح الشكل (3) توازن ستكلبيرج في حالة سيطرة السلطة النقدية والتي تحدد تفضيلاتها في البداية ثم تستجيب السياسة المالية لهذه التفضيلات ليتحقق التوازن عند النقطة L، أي أن البنك المركزي يقوم بتحديد سياسته النقدية قبل أن تحدد السياسة المالية حجم العجز المالي.

وفي هذه الحالة يكون البنك المركزي هو القائد في حين تكون الحكومة هي التابع، كما يوضح الشكل السابق، توازن ناش في حالة تحديد السياستين المالية والنقدية تفضيلتهما دون تنسيق بينهما أو علاقة سيطرة لسياسة على الأخرى. وقد يتراءى لصانعي القرار الاقتصادي الاعتماد على علاقة القائد/التابع لتحقيق نتائج معينة خلال فترة زمنية محددة ثم التحول إلى علاقة تنسيق يحققها منحى

⁴⁴ يمكن الرجوع إلى :-

- William Nordhaus D.; Charles L. Schultzer; Stanley Fischer, " Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1994, No.2 (1994).
- Avinash , Dixit , and Luisa Lambertini, , " Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 93(5), 2003 .

التعاقد في نموذج نوردهاوس في مرحلة لاحقة، حيث يُعد النموذج الأخير من أفضل الحلول للتوافق بين الأهداف المتعارضة للسلطتين المالية والنقدية.

4/2 التنسيق في إطار الاتحادات النقدية واستهداف التضخم: -

أصبح هناك اتفاقاً بين عديد من الاقتصاديين حول ضرورة تطبيق سياسة نقدية تستند إلى قواعد محددة بدلاً من حرية التصرف، وهو ما يطلق عليه بالأدبيات "Rules Versus Discretion". حيث تتمثل الوسيلة الوحيدة لتحقيق المصادقية في إلغاء إمكانية تغيير السياسة من جانب الحكومة بواسطة الالتزام بالقواعد التي يُعتقد أنها مقبولة من جانب صانعي السياسة، وإذا تم ذلك بالنسبة للسياسة النقدية فإن المشكلة تتحدد في كيفية وضع قواعد رشيدة.⁴⁵ وفي هذا السياق، يشير Benhabib and Eusepi (2005)⁴⁶ إلى أن صياغة السياسة النقدية تتوقف بالأساس على أداء السياسة المالية، وأن قواعد السياسة النقدية لا بد وأن تستجيب إلى فجوة الناتج، مما يسهم في تحقيق التوليفة المثلى للعلاقة بين السياستين المالية والنقدية. ويرتكز الاتفاق حول قواعد السياسة النقدية إلى النجاح في تطبيق قاعدة تيلور Taylor Rule: $i_t = r + \Pi_t + \alpha(\Pi_t - \Pi_t^*) + B(Y_t - Y_t^*)$ وقاعدة تيلور هي عبارة عن سعر الفائدة الاسمي قصير الأجل كدالة في انحرافات معدل التضخم عن المعدل المستهدف وانحراف الناتج المحلي الإجمالي عن الناتج المتاح. وبذلك يعتمد سعر الفائدة الاسمي قصير الأجل (i_t) على خمسة عوامل هي: -

- سعر الفائدة الحقيقي التوازني r .
- معدلات التضخم الحالية Π_t والمستهدفة Π_t^*
- معامل التعديل لفجوة التضخم α والذي يوضح مقدار التحرك في سعر الفائدة الاسمي عندما يبتعد معدل التضخم الفعلي عن المعدل المستهدف.
- الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي الجاري والممكن تحقيقه (Y_t, Y_t^*)
- معامل التعديل في فجوة الناتج (B) والذي يوضح مقدار التحرك في سعر الفائدة الاسمي عند ابتعاد الناتج المحلي الإجمالي الجاري عن المستوى الممكن تحقيقه، وبالتالي يرتفع سعر الفائدة الحقيقي مع ارتفاع معدل التضخم عن معدله المستهدف وينخفض مع انخفاضه، وفي ذات الوقت، يرتفع سعر الفائدة الاسمي عندما يتجاوز الناتج المحلي الإجمالي مستواه المتاح وينخفض بانخفاضه.

⁴⁵ يمن محمد حافظ الحمادي، "استقلالية البنك المركزي وأثره على السياسة النقدية"، معهد الدراسات المصرفية،

البنك المركزي المصري، 1994، ص ص 3-4.

⁴⁶ Jess Benhabib and Stefano Eusepi, "The Design of Monetary and Fiscal Policy: A Global Perspective", Paper Presented at a conference held in Federal Reserve Bank of San Francisco, March 2005.

وتنفيد هذه المعادلة في تناول مفهوميّ الاستهداف التام للتضخم Strict Inflation Targeting والاستهداف المرن Flexible Inflation Targeting، ففي ظل الاستهداف التام للتضخم، يكون الهدف الوحيد للبنك المركزي هو تحقيق المعدل المستهدف للتضخم، وهو ما يعني أن تكون $B=0$ و $\alpha = \infty$. وفي الواقع العملي، لا يوجد بنك مركزي يستهدف معدلات التضخم استهدافاً تاماً فنتجه معظم البنوك المركزية إلى الاستهداف المرن لمعدلات التضخم، حيث يكون تحقيق الاستقرار في الأسعار هو الهدف الرئيسي طويل الأجل للسياسة النقدية، وتحاول أيضاً تحقيق الاستقرار في بعض المتغيرات الحقيقية الأخرى (عادة ما تتمثل في: الناتج وسعر الصرف الحقيقي) - وهذا ما تقدمه قاعدة تيلور - فبالإضافة إلى دورها في إطار استهداف التضخم فإنها تعطي أهمية للتقلبات في الناتج.⁴⁷

وقد لا توجد حدود واضحة للتمييز بين حرية التصرف والقواعد. فعلى سبيل المثال، يرى Bernake and Mishkin (1997)⁴⁸ أن استهداف التضخم ما هو إلا شكل من أشكال حرية التصرف المقيدة Constrained Discretion، وليس كقاعدة جامدة للسياسة النقدية. وتنتضح أهمية استهداف التضخم كإطار جديد للسياسة النقدية لأنه يُعد حل عملي لمشكلة الميل التضخمي للسياسة النقدية وذلك من خلال تحديد هدف محدد ومعلن للتضخم يسعى البنك المركزي لتحقيقه.⁴⁹

وقد تعددت الدراسات التي تناولت شكل العلاقة بين السياستين المالية والنقدية في ظل استهداف التضخم ومدى تحقق الانضباط المالي اللازم لنجاح ذلك الاستهداف، الأمر الذي أسهم في طرح قضية التنسيق بين السياستين بقوة على الساحة الاقتصادية، خاصة في ظل نجاح عدد من الدول المستهدفة للتضخم في مجال التنسيق بين السياستين المالية والنقدية.

والمتتبع للتطورات الأخيرة في الدراسات الاقتصادية في مجال التنسيق بين السياستين سيلاحظ تزايد الدراسات التي تتناول التنسيق بين السياستين في ظل الاتحاد النقدي الأوروبي، فمما لا شك فيه أن تكوين الاتحاد النقدي الأوروبي قد أدى إلى تزايد الاهتمام بضرورة توافر إطار تحليلي لتقويم العلاقة بين السياستين المالية والنقدية تحت مظلة ذلك الاتحاد وأي اتحاد نقدي قد يتم تكوينه مستقبلاً، حيث أبرز عديداً من التحديات التي يواجهها صانعو القرار الاقتصادي في الوقت الراهن، والتي يتمثل أهمها في تزايد الجدل حول جدوى "ميثاق الاستقرار والنمو"

⁴⁷ أنظر في ذلك:

- Ugo Panizza, "Monetary and Fiscal Policies in Emerging Markets" in "Monetary Policy and Exchange Rate Regimes: Options for the Middle East", *The Egyptian Center for Economic Studies, op. cit.*, p. 237.

⁴⁸ Ben S. Bernanke and Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.11, No.2, Spring 1997, p. 104.

⁴⁹ Bernd Hayo and Carsten Hefeker, "Do We Really Need Central Bank Independence? A Critical Re-examination", *University of Basel, Discussion Paper 01/03, March 2001*, p. 12.

Stability and Growth Pact(SGP) كأحد الترتيبات المؤسسية اللازمة لتحقيق التنسيق بين السلطات المالية للدول الأعضاء بالاتحاد النقدي من جهة، والبنك المركزي الأوروبي من جهة أخرى.⁵⁰

ويتضح من العرض السابق، أهمية قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية. فمما لاشك فيه أن تفويض السياسة النقدية إلى سلطة نقدية تتمتع باستقلالها عن السلطات السياسية يسهم في الحد من الميل التضخمي للسياسة النقدية، والذي يتلزم مع تعدد أهداف تلك السياسة. ولكن، قد يكون لهذا التفويض تكاليف يتمثل أهمها في غياب التنسيق بين السياستين المالية والنقدية. لذا، تظهر الحجة المؤكدة لضرورة التنسيق بين السياستين حيث تدعم من قدرة الاقتصاد في مواجهة الصدمات غير المتوقعة مقارنة بغياب ذلك التنسيق.⁵¹ والواقع أن السياسة الاقتصادية تحتاج إلى توازن دقيق وتناغم كبير بين السياسة المالية والسياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وتجنب العجز في الموازنة العامة وآثاره السيئة مع تحقيق معدل توظيف ونمو اقتصادي معقول، كما أن الإصلاح المالي يقتضي العودة من جديد إلى مبدأ وحدة الموازنة وعموميتها.⁵² وبالتالي، يُعد تركيز الانتباه على فعالية سياسة واحدة (ولتكن السياسة النقدية) والنظر إلى السياسة الأخرى (ولتكن السياسة المالية) على أساس أنها غير فعالة - أمر يبعد عن الرشادة - ذلك لأن السياستين تعد ضروريتان حتى تدعم كل منهما الأخرى، أي أنه من الأفضل للاستفادة بالمزايا النسبية للسياستين أن نحاول تحديد توليفة منهما والتي سوف تكون أكثر فعالية فيما يتعلق بتحقيق أهداف سياسة معينة معطاة - في ظل ظروف محددة - بدلاً من البحث عن تحديد قاعدة عامة كلية فيما يتعلق بماهية السياسة الأكثر فعالية بصفة عامة. بمعنى آخر - ليس من المهم أن نصل إلى تحديد أي من السياستين أكثر أهمية من الأخرى وإنما يمكن أن نختار التوليفة المناسبة منهما سوياً. وهنا نشير إلى المبدأ الخاص بتنبرجن Tinbergen - والذي وفقاً له كل سياسة اقتصادية ينبغي أن تتسلح " بأدوات مساوية للأهداف" - أي أنه بقدر ما لدينا من أهداف بقدر ما ينبغي أن يكون لدينا من أدوات لتحقيق هذه الأهداف،⁵³ كما حدد الخطوات اللازمة لصياغة سياسة اقتصادية مثلى، وتتمثل هذه الخطوات فيما يلي:

⁵⁰ Jordi Gali and Tommaso Monacelli, " Optimal Fiscal Policy in a Monetary Union", Paper presented at a conference held in Federal Reserve Bank of San Francisco, March 2005, p. 1.

⁵¹ Stephen Hall, Brian Henry and James Nixon, " Central Bank Independence and Co-ordinating Monetary and Fiscal Policy", *Economic Outlook*, Vol.23, Issue 2, January 1999, p. 7.

⁵² عشماوى على عشماوى، "عجز الموازنة العامة - الحالة المصرية - الأسباب - العلاج"، مجلة مصر المعاصرة، العددان 451 - 452، السنة التاسعة والثمانون، يوليو/ أكتوبر 1998، القاهرة، ص 48.

⁵³ سهير محمود معتوق، " السياسة النقدية في التحليل الكينزي والنقدي مع إشارة خاصة للبلاد المتخلفة"، مجلة مصر المعاصرة، العددان 407 - 408، السنة الثامنة والسبعون، يناير/ إبريل 1987، القاهرة، ص ص 202 - 203.

- 1 - يجب على صانعي السياسة الاقتصادية تحديد الأهداف التي يرغبون في تحقيقها في صورة دالة رفاهة اجتماعية، والعمل على تعظيم تلك الدالة.
 - 2 - لا بد أن يحدد صانعو السياسة الاقتصادية الأدوات المتاحة لتحقيق تلك الأهداف.
 - 3 - أن يضع صانعو السياسة نموذجاً يربط بين الأدوات والأهداف، حيث يُستخدم ذلك النموذج في اختيار القيم المثلى لأدوات السياسة الاقتصادية.
- ومن ناحية أخرى، طرح Robert Mundell مشكلة صياغة السياسة الاقتصادية بشكلٍ مختلف عن Tinbergen، حيث أوضح أن أدوات السياسة الاقتصادية قد تخضع لسيطرة صانعي قرار اقتصادي لا ينسقون سياساتهم -بالصورة التي اقترحها الأخير - بل يختارون أهدافهم بشكلٍ مستقل لأسباب سياسية أو مؤسسية. وقد اقترح Mundell تخصيص الأدوات المتاحة تخصيصاً صحيحاً لكل هدف،⁵⁴ وأوضح أنه إذا كنا لا نملك سوى أدوات مالية ونقدية للوصول - في نفس الوقت - إلى التشغيل الكامل والتوازن في ميزان المدفوعات فإنه ينبغي دائماً استخدام السياسة النقدية لتحقيق التوازن الخارجي والسياسة المالية لبلوغ الهدف الثاني والتمثل في تحقيق التشغيل الكامل،⁵⁵ أي أن كل أداة من أدوات تحقيق الاستقرار ينبغي استخدامها لتحقيق الهدف الذي تؤثر عليه تأثيراً مباشراً مع ملاحظة أن السياسة المالية تمارس تأثيراً مباشراً على التوازن الداخلي وتأثيراً غير مباشر على توازن ميزان المدفوعات، وذلك من خلال تأثيرها على الطلب الكلي على الواردات، في حين أن السياسة النقدية لها الأولوية في تحقيق التوازن الخارجي.⁵⁶

ثالثاً: محددات التنسيق بين السياستين المالية والنقدية

1/3 السياستان المالية والنقدية في ظل نظامي سعر الصرف الثابت والمرن :-

ترتبط قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية بنظام سعر الصرف المتبع، حيث تختلف العلاقة بين السياستين في ظل نظامي سعر الصرف الثابت والمرن. ففي ظل أنظمة سعر الصرف الثابتة تقل فعالية السياسة النقدية حيث تكون مقيدة لأنها موجهة بالأساس لسعر الصرف، مما يحد من مقدرة البنك المركزي على التصدي للصدمات الداخلية والخارجية، بينما في ظل أنظمة سعر

⁵⁴ Sachs, Jeffrey D., Felipe Larrain B., "Macroeconomics In The Global Economy", Harvester Wheatsheaf, 1993, pp. 589-594.

⁵⁵ سهير محمود معنوق، المرجع السابق، ص 203.

⁵⁶ مصطفى عبد الرؤوف عبد الحميد هاشم، "قياس آثار السياسة المالية والنقدية على أهم المتغيرات الكلية في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1974-1996/1997) واتجاهاتها المستقبلية"، مرجع سابق، 2001، ص 24. نقلًا

عن:

- S. Mitra, "Money and Banking ,Theory; Analysis and Policy, A Textbook of Readings", Random House, 1970, pp. 605- 606.

الصرف المرنة ومع تبني استهداف التضخم تتسم السياسة النقدية باستقلاليتها عن السياسة المالية، ويتم التخلي عن سعر الصرف كركيزة إسمية والتحول إلى ركيزة أخرى.⁵⁷

وتظهر أهمية قضية التنسيق بين السياستين في ظل أنظمة سعر الصرف المختلفة، مع تبني عدد من الدول لبرامج الإصلاح المالي والنقدي، والاتجاه نحو التخلي عن نظم سعر الصرف الثابت والتحول نحو نظم سعر الصرف المرنة، وذلك في أعقاب الأزمات التي شهدتها دول أمريكا اللاتينية وجنوب شرق آسيا خلال عقد التسعينيات من القرن الماضي، الأمر الذي أسهم في تزايد الاهتمام بالدراسات التطبيقية والنظرية المعنية باختيار نظام سعر الصرف في الدول النامية ودول الأسواق الناشئة، وبالأخص في أعقاب أزمات العملة التي شهدتها المكسيك عام 1994، وجنوب شرق آسيا عام 1997، وروسيا عام 1998، والبرازيل عام 1999.⁵⁸ فقد أبرزت تلك الأزمات مزايا تطبيق النظم القطبية لسعر الصرف⁵⁹ مقارنة بالنظم الوسيطة، حيث حذر عديد من واضعي السياسات الاقتصادية من استخدام أسعار الصرف المربوطة القابلة للتعديل Adjustable Peg أو أية أشكال أخرى لأنظمة سعر الصرف الوسيطة، وذلك في الدول المنفتحة أمام تدفقات رؤوس الأموال، ويطلق على هذا الاعتقاد " وجهة النظر ثنائية القطب " Bipolar View ، والذي يشير إلى عدم قابلية النظم الوسيطة لأسعار الصرف - فيما بين الربط الجامد والتعويم الحر - للصدوم أمام الأزمات.⁶⁰ ونظراً لاتفاق الأكاديميين وواضعي السياسة النقدية حول النظم القطبية لسعر الصرف، فتركز الدراسة المقدمة على توضيح شكل التنسيق بين السياستين المالية والنقدية في ظل هذين النظامين. ومن الجدير بالذكر، أن أنظمة سعر الصرف قد شهدت تطوراً كبيراً خلال السنوات المائة الأخيرة، وتتمثل أنظمة سعر الصرف في سبعة أنظمة رئيسية:

أولاً: نظم الربط الجامد (أنظمة الصرف الثابتة):

Hard Peg Regimes (Fixed Exchange Rate Regimes)

1. ترتيبات سعر الصرف في حالة عدم وجود عملة رسمية مستقلة.

2. ترتيبات مجلس الإشراف على العملة.

⁵⁷ Enzo Croce and Mohsin S. Khan, "Monetary Regimes and Inflation Targeting", *International Monetary Fund*, Finance and Development, volume 37, No. 3, September 2000, pp. 48-49.

⁵⁸ عبد العلي جبيلي، فيتالي كرامارنكو، " اختيار نظم الصرف في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا"، صندوق النقد

الدولي ، 2003، ص 3، دراسة منشورة على الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي على شبكة الانترنت <http://www.imf.org>

⁵⁹ يشير هذا المفهوم إلى اتفاق واضعي السياسة النقدية على حصر أنظمة سعر الصرف في خيارين أساسيين: نظم الربط الجامد (نظم سعر الصرف الثابتة)، ونظم أسعار الصرف المعمومة (نظم سعر الصرف المرنة)، وذلك لتفضيلها عن نظم أسعار الصرف الوسيطة والتي تتسم بعدم الاستقرار، الأمر الذي يتطلب تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي بصورة متكررة مما يحد من فعالية آليات السوق.

⁶⁰ Stanley Fischer, "Distinguished Lecture on Economics in Government: Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, No.2, Spring 2001, p. 3.

ثانياً : نظم الربط الوسيطة (أنظمة سعر الصرف الوسيطة):

Soft Peg Regimes (Intermediate Exchange Rate Regimes)

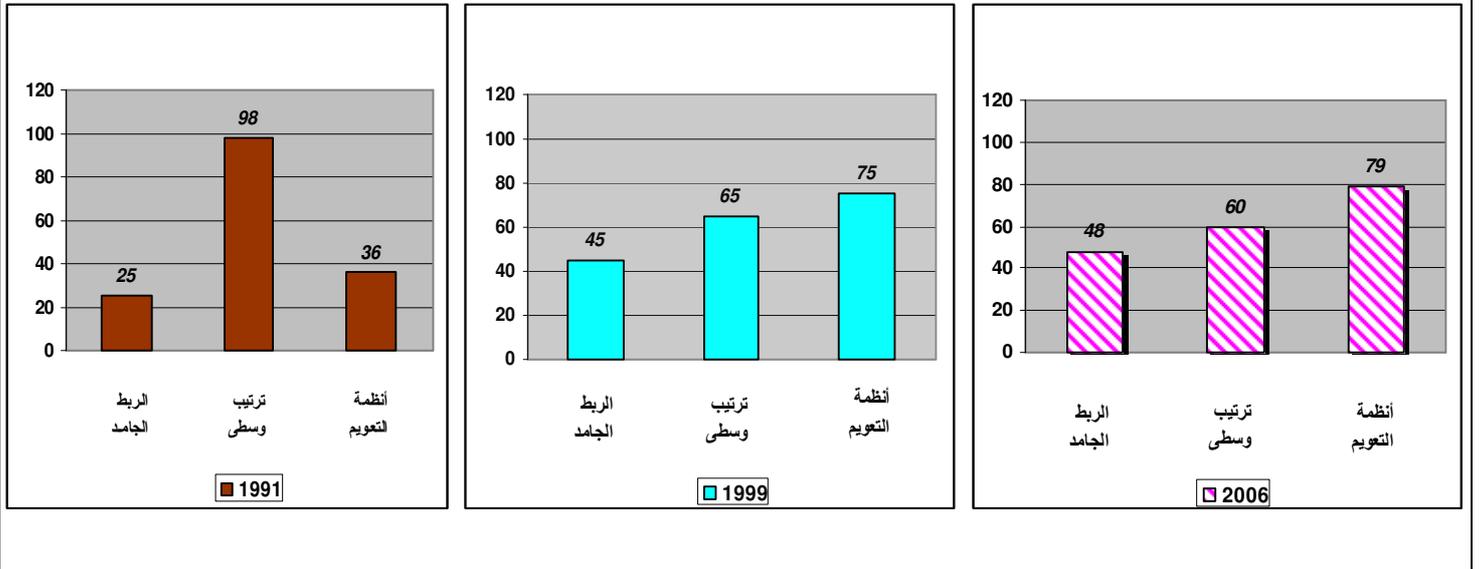
3. تثبيت سعر الصرف مقابل عملة واحدة أو سلة عملات.
4. سعر الصرف المتحرك حول قيمة ثابتة.
5. نظام الربط الزاحف.

ثالثاً : نظم التعويم الحر (أنظمة سعر الصرف المرنة):

Free Floating Exchange Rate Regimes (Flexible Exchange Rate Regimes)

6. التعويم المدار دون الإعلان المسبق عن مسار سعر الصرف.
7. نظام التعويم المستقل.

شكل (4): أنظمة سعر الصرف في كافة الدول الأعضاء بصندوق النقد الدولي
(خلال السنوات 1991، 1999، 2006)



Source: The International Monetary Fund, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", Different issues.

ويوضح الشكل السابق تزايد عدد الدول التي تطبق النظم القطبية لسعر الصرف، وذلك وفقاً لأحدث البيانات المعلنة من قبل صندوق النقد الدولي حول تصنيف أنظمة سعر الصرف في الدول الأعضاء بالصندوق، حيث ارتفع عدد الدول التي تطبق نظم الربط الجامد من 25 دولة خلال عام 1991، ليصل إلى 45 دولة عام 1999، ثم إلى 48 دولة عام 2006، كما ارتفع عدد الدول التي تبنت أنظمة التعويم من 36 دولة عام 1991 إلى 79 دولة عام 2006. ويؤكد انخفاض عدد الدول التي تطبق الأنظمة الوسيطة من 98 دولة عام 1991 إلى 65 دولة عام 1999، حتى وصل إلى 60 دولة عام 2006، على مزايا النظم القطبية مقارنة بالنظم الوسيطة لسعر الصرف.

وعلى الرغم من ذلك، فلا يمكن إغفال ملائمة أنظمة سعر الصرف الوسيطة لبعض الدول، حيث أوضح Frankel (1999)⁶¹ عدم وجود نظام عملة واحد بحيث يمثل أفضل نظام لكافة الدول، وحتى فيما يتعلق بدولة معينة فقد لا يوجد نظام واحد بحيث يمثل أفضل نظام في جميع الأوقات، وبالتالي فهو يشير إلى استمرار دور الأنظمة الوسيطة لسعر الصرف، وهو ما يعني أن الاختيار بين أنظمة سعر الصرف - وبالأخص الأنظمة القطبية - لا بد وأن يستند إلى عدة معايير.⁶² فعلى سبيل المثال، قد يمثل تحقيق استقرار الناتج والأسعار وميزان المدفوعات أهدافاً متناقضة، خاصة في حالة عدم كفاية الاحتياطي من النقد الأجنبي. وبالتالي، فإن أهداف صانعي القرار الاقتصادي تؤثر في اختيار نظام سعر الصرف. فالمقارنة بين نظامي الصرف الثابت والمرن تؤكد أن نظام سعر الصرف الثابت يكون أكثر ملائمة لدولة ذات اقتصاد صغير لا يتعرض لضغوط تضخمية ويتمتع بالتوازن الخارجي، بالإضافة إلى تعرضه لصدمات مؤقتة فحسب. ففي هذه الحالة، يمكن التركيز على استقرار الناتج كهدف لواضعي السياسة الاقتصادية، عوضاً عن التركيز على ميزان المدفوعات كهدف رئيسي للسياسة الاقتصادية وذلك لعدم التخوف من انخفاض قيمة العملة الوطنية فيتم التركيز على تحقيق التوازن الداخلي من خلال استقرار الناتج.⁶³ وبعد هذا العرض للأنظمة المختلفة لسعر الصرف، ولأسباب التركيز على النظم القطبية، يتم فيما يلي استعراض قضية التنسيق بين السياستين في ظل نظامي سعر الصرف الثابت والمرن.

2/3 التنسيق بين السياستين المالية والنقدية في ظل نظامي سعر الصرف الثابت والمرن:

في عقد الثمانينيات من القرن الماضي وحتى وقت قريب، كان الجدل حول أنظمة سعر الصرف يتعلق بشكل كبير بتأثيرها على مصداقية سعر الصرف، واستند تأييد أنظمة سعر الصرف الثابتة إلى الانضباط الذي تفرضه تلك الأنظمة على السياستين النقدية والمالية نتيجة للتكاليف السياسية الناشئة عن عدم الالتزام بسعر الصرف. وبالتالي، إذا لم يكن باستطاعة الدولة إضفاء المصداقية على السياسة النقدية على المستوى المحلي، فيمكن تحقيق تلك المصداقية بربط قيمة العملة بعملة قوية لدولة معينة.⁶⁴

⁶¹ Jeffrey A. Frankel, "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times", *op. cit.*.

⁶² حول المعايير التي يستند إليها اختيار أنظمة سعر الصرف يمكن الرجوع إلى:

-Tony Latter, "The Choice of Exchange Rate Regime", Centre for Central Banking Studies, *Handbooks in Central Banking, No.2*, Bank of England, 1996, p. 15.

⁶³ بلقاسم العباس، "سياسات أسعار الصرف"، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار

العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد الثالث والعشرون، نوفمبر 2003 - السنة الثانية، ص 20. متاحة من

خلال الموقع التالي : <http://www.arab-api.org/develop1.html>

⁶⁴ Andrés Velasco, "Exchange Rates in Emerging Markets: Floating Toward the Future", in "Monetary Policy and Exchange Rate Regimes: Options for the Middle East", The Egyptian Center for Economic Studies, *op. cit.*, p. 28.

وقد احتلت قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية في ظل نظام سعر الصرف الثابت مكانة بارزة في السنوات الأخيرة، نتيجة لتناول عديد من الدراسات النظرية والتطبيقية لتجربة التنسيق بين السياستين في ظل الاتحاد النقدي الأوروبي واتباع ترتيب سعر الصرف في حالة عدم وجود عملة رسمية مستقلة، وكذلك مع ظهور ترتيبات مجلس الإشراف على العملة كأحد الخيارات المطروحة بقوة أمام دول الأسواق الناشئة، وكأحد الترتيبات المؤسسية الهامة لتحقيق التنسيق بين السياستين المالية والنقدية.

وفي ظل نظام سعر الصرف الثابت، تكون السياسة النقدية مقيدة حيث توجه بالأساس نحو تحقيق الاستقرار بسعر الصرف. وفيما يتعلق بأداء السياسات المالية في ظل أنظمة سعر الصرف الثابتة، فقد أوضح Fatás and Rose (2001)⁶⁵ - في دراسة تطبيقية حول تأثير تلك الأنظمة على أداء السياسة المالية - أن الدول التي تتبنى نظام سعر الصرف الثابت لمحاولة إضفاء المصداقية على Credibility على سياساتها الاقتصادية، عادة ما تطبق سياسات مالية تقييدية لتساند سياستها النقدية المتشددة. ومن ناحية أخرى، فإن الدول التي تضحى بسياستها النقدية المستقلة - في ظل ترتيب سعر الصرف في حالة عدم وجود عملة رسمية مستقلة - عادة ما تستخدم السياسة المالية كأداة لتحقيق الاستقرار في دورة الأعمال الاقتصادية.

وفيما يتعلق بأهمية قضية التنسيق بين السياستين في ظل نظام سعر الصرف الثابت، فقد أوضح Cherneff (1976)⁶⁶ أنه في حالة تعارض أهداف كل من السياستين - عادة ما يواجه صانعو القرار الاقتصادي صعوبة بالغة في صياغة السياسة الاقتصادية الكلية، وأيضاً في التنسيق بين أدوات السياستين لتحقيق التوازن الداخلي والخارجي معاً - وبالتالي، تظهر الحاجة إلى الاعتماد على قاعدة محددة لتحقيق التوليفة المثلى للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية. وفي هذا السياق، أوضح Cherneff أهمية القاعدة التي اقترحها الاقتصادي Mundell والتي تتمثل في " ضرورة أن يتم توجيه السياسة النقدية نحو استهداف التوازن الخارجي، بينما يتم توجيه السياسة المالية نحو تحقيق الأهداف الداخلية"⁶⁷.

⁶⁵ Antonio Fatás, and Andrew K. Rose, " Do Monetary Handcuffs Restrain Leviathan? Fiscal Policy in Extreme Exchange Rate Regimes", *International Monetary Fund, Staff Papers*, Vol.47, 2001, Special Issue, IMF Annual Research Conference, pp. 40-58.

⁶⁶ R. V. Cherneff, " Policy Conflict and Coordination under Fixed Exchanges: The Case of an Upward Sloping IS Curve", *The Journal of Finance*, Vol. 31, No. 4, September 1976, pp. 1221-1222.

⁶⁷ التوازن الاقتصادي العام الداخلي (يعني ضرورة العمل على تقادي تضخم غير مرغوب فيه)، بينما يشير التوازن الخارجي (إلى العمل على الحيلولة دون حدوث عجز كبير في ميزان المدفوعات).

- أنظر في ذلك: R. V. Cherneff, Ibid., pp. 1221-1222. ، نقلًا عن:

- R.A.Mundell, "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability", *International Monetary Fund, staff papers*, Vol.9, March 1962,p. 70.

وقد أوضح (Trenqualye 1990)⁶⁸ مزايا التنسيق بين السياسات النقدية للدول في ظل نظام سعر الصرف الثابت مقارنة بنظام سعر الصرف الحر، فباستخدام نموذج نظري بسيط متعدد الدول وبافتراض الحرية التامة في تحرك رؤوس الأموال، خلص في دراسته إلى سهولة قيام الدول بالتنسيق سياساتها النقدية والوصول إلى أفضل النتائج في ظل نظام سعر الصرف الثابت، حيث يؤدي التكامل الاقتصادي المترتب على هذا النظام إلى التيسير من قدرة الدول على التحكم في سياساتها الاقتصادية بصورة أكثر كفاءة.

ومن الجدير بالذكر، أنه في ظل نظام سعر الصرف الثابت وفي حالة اقتصاد صغير منفتح على العالم الخارجي، ويتمتع بحرية كاملة في انتقال رؤوس الأموال، ووجود حجم كبير من السلع القابلة للتبادل التجاري، تتسم السياسة المالية بكونها أكثر فعالية في التأثير على الطلب الكلي، نظراً لأن التغيرات في الوضع المالي تكون عديمة التأثير على معدلات الفائدة وأسعار الصرف. وفي هذه الحالة، لن يترتب على السياسة المالية التوسعية أي تأثير على نشاط القطاع الخاص فيما يُعرف "بأثر المزاحمة"⁶⁹.

وفيما يتعلق بنظام سعر الصرف المرن، فقد شهد عقد التسعينيات من القرن الماضي تزايداً في عدد الدول المطبقة لهذا النظام، ومن المتوقع أن يستمر هذا الاتجاه لما توفره نظم أسعار الصرف المرنة من حماية لاقتصادات الدول ضد الصدمات الخارجية، وسهولة تنفيذ السياسة النقدية.⁷⁰ وعلى الرغم من اتفاق عديد من الدراسات الاقتصادية حول ملائمة نظم سعر الصرف المرنة لدول الأسواق الناشئة. وقد أوضح كلٌّ من Calvo and Reinhart (2000)⁷¹ تخوف عدد من الدول من تطبيق نظم التعويم *Fear of Floating*، حيث تقاوم السلطات النقدية التخلي عن سعر الصرف الإسمي كركيزة للسياسة النقدية، والتخلي عن مصداقية سياستها. فعادة ما يقتضي التحول من نظام سعر الصرف الثابت إلى نظام سعر الصرف المرن⁷² أن تتخذ الدولة ركيزة إسمية (أداة تثبيت اسميه جديدة)، وأن تُعيد صياغة سياستها النقدية بحيث تتلاءم مع هذا التحول. وبصفة عامة، فقد اتخذت العديد من الدول استراتيجية استهداف التضخم كأداة تثبيت اسمية بديلة على المدى الطويل.⁷³

⁶⁸ Pierre de Trenqualye, "Monetary Policy Coordination under Fixed and Floating Exchange Rates", *The Economic Journal*, Vol.100, No.400, Conference Papers, 1990, pp. 206-214.

⁶⁹ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, *op. cit.*, p. 15.

⁷⁰ Rupa Duttgupta, Gilda Fernandez and Cem Karacadag, "From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility", *International Monetary Fund*, Working Paper, No. 126, July 2004, p. 3.

⁷¹ Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart, "Fear of Floating", *NBER Working Paper Series*, No. 7993, November 2000.

⁷² عادة ما يكون هذا التحول تدريجياً - وهو ما يعني تبني الدول للترتيبات الوسيطة لسعر الصرف في مرحلة تحولها إلى النظم المرنة.

⁷³ Rupa Duttgupta, Gilda Fernandez and Cem Karacadag, *op. cit.*, pp. 17-19.

وعادة ما تنحصر محاور الارتكاز الاسمية في ظل أنظمة سعر الصرف المرنة في محورين: الإجماليات النقدية أو معدلات التضخم المستهدفة. ويعد الاختيار الثاني هو الأكثر شيوعاً بين دول الأسواق الناشئة، كما يزداد انتشاراً. ويعزى ذلك الانتشار إلى أن استهداف الإجماليات النقدية لا يعتبر سياسة مثلى نظراً لعدم استقرار الطلب على النقود في معظم الاقتصادات.⁷⁴

ويتضح مما سبق أهمية نظام سعر الصرف المرن وارتباطه بقضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، حيث يصاحب تطبيق هذا النظام تبني استراتيجية استهداف التضخم والتي تسهم في إتباع سياسة نقدية مستقلة وغير مقيدة باعتبارات مالية، كما يسهم في الحد من الاقتراض الحكومي المباشر من البنك المركزي لأغراض تمويل العجز المالي نظراً لأن هدف استقرار الأسعار يكون بمثابة الهدف الرئيسي والمعلن من قبل السياسة النقدية، وتتسم السياسة النقدية بفعاليتها وقدرتها على استيعاب الصدمات الخارجية في حالة تمتع الاقتصاد بحرية كاملة لانتقال رؤوس الأموال، وحجم كبير للسلع القابلة للتبادل التجاري.

(جدول (1)): دور السياستين المالية والنقدية في ظل نظامي سعر الصرف الثابت والمرن

نظام سعر الصرف	خصائص الاقتصاد الأخرى	فعالية السياسة
ثابت	- حرية كاملة لانتقال رؤوس الأموال. - حجم كبير للسلع القابلة للتبادل التجاري.	- السياسة المالية فعالة في التأثير على الطلب الكلي. - السياسة النقدية غير فعالة وأسعار الصرف ستساوي دائماً الأسعار الدولية.
ثابت	- حرية أقل لانتقال رؤوس الأموال. - حجم كبير من السلع غير القابلة للتبادل التجاري.	- السياسات النقدية والمالية تلعب أدواراً فعالة في التأثير على إجمالي الطلب (كل منها يتسم بالفعالية).
مرن	- حرية كاملة لانتقال رؤوس الأموال. - حجم كبير للسلع القابلة للتبادل التجاري.	- السياسة النقدية وحدها فعالة (تستوعب الصدمات الخارجية).
مرن	- حرية أقل لانتقال رؤوس الأموال. - حجم كبير من السلع غير القابلة للتبادل التجاري.	- السياسة المالية والسياسة النقدية كلتاهما فعالتان من خلال تحركات أسعار الفائدة وأسعار الصرف.

Source:-

-Faika El-Refaie, "The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Egypt", *op. cit.*, p. 301.

ويشير الجدول السابق إلى دور السياسات النقدية والمالية في ظل أنظمة سعر الصرف القطبية، حيث يستعرض خصائص الاقتصاد وفعالية السياستين في ظل تلك الأنظمة، كما يشير إلى فعالية كل من

⁷⁴ Andrés Velasco, *op. cit.*, p. 46.

السياستين المالية والنقدية والتي ترتبط بخصائص الاقتصاد، مثل درجة الحرية التي تتم بها انتقال رؤوس الأموال، وحجم السلع القابلة وغير القابلة للتبادل التجاري.

3/3 درجة تطور وعمق الأسواق المالية المحلية كأحد محددات التنسيق بين السياستين

المالية والنقدية: -

اتفق كلٌّ من صندوق النقد والبنك الدوليين على ضرورة أن يكون تطوير سوق لتداول السندات الحكومية على قائمة أولويات أجندة تطوير القطاع المالي في الدول المتقدمة ودول الأسواق الناشئة على حدٍ سواء، حيث أصبح هناك اتجاهاً عالمياً نحو تحديث الأسواق المالية المحلية، بحيث يتم تداول السندات الحكومية بها. وتجدر الإشارة إلى ما يواجهه هذا التطوير من تحديات فيما يتعلق بدرجة عمق الأسواق المالية المحلية *The Depth of Domestic Financial Markets*، ومدى توافر البنية التحتية الملائمة، مما قد يؤدي إلى صعوبة اتخاذ خطوات نحو تطوير سوق لتداول الأوراق المالية الحكومية في بعض الدول.⁷⁵

وعادة ما يتمثل الهدف من إصدار الأوراق المالية الحكومية في تحقيق الكفاءة في إدارة السيولة وإدارة السياسة النقدية، حيث أن وجود سوق نشط، وعلى درجة عالية من السيولة لتلك الأوراق من شأنه أن يبسر على البنك المركزي التحكم في المعروض النقدي بسهولة من خلال عمليات السوق المفتوح،⁷⁶ وتجدر الإشارة إلى أنه تتعدد مقاييس درجة تطور وعمق القطاع المالي، فمنها على سبيل المثال: نسبة النقود بمعناها الواسع (M_2) إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان. ولكن، إذا ما تم تناول تلك المقاييس الكمية البسيطة كل على حده، نجد أنها لا تعكس بالضرورة درجة التنمية المالية، حيث يتكون الهيكل المالي لدولة ما من تشكيلة متنوعة من الأسواق والمنتجات المالية، وبالتالي لا تشمل التنمية المالية على الإجماليات النقدية وأسعار الفائدة فحسب، ولكنها تضم أيضاً درجة الانفتاح المالي، والتنظيم والإشراف، والقدرة المؤسسية.

وقد تعطي تلك المقاييس الكمية البسيطة صورة مضللة للتنمية المالية. فعلى سبيل المثال، يشير ارتفاع نسبة النقود بمعناها الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى تحقق درجة كبيرة من السيولة والعمق المالي، إلا أن هذه النسبة قد تتراجع بدلاً من أن ترتفع أثناء تطور النظام المالي نظراً لتوافر فرص بديلة للأفراد للاستثمار في أدوات مالية أطول أجلاً أو أقل سيولة. ولذلك، تم اقتراح مقاييس

⁷⁵ The World Bank and International Monetary Fund staffs, "Developing Government Bond Markets: A Handbook", *Special Spring Meetings Edition*, 2001.

⁷⁶ هالة حلمي السعيد، نجوى عبد الله سمك، "دراسة تحليلية لسوق السندات في جمهورية مصر العربية"، سلسلة دراسات اقتصادية، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، العدد 17، يناير 2001، ص 3.

بديلة لدرجة تطور القطاع المالي، حيث تم استخدام مقاييس مركبة تجمع بين هيكل السوق، والمنتجات المالية، والتحرير المالي، والمناخ المؤسسي، والانفتاح المالي، وأدوات السياسة النقدية.⁷⁷ واستناداً إلى مقاييس درجة تطور وعمق الأسواق المالية يمكن تحديد شكل التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، حيث تختلف الأطر المؤسسية والتشريعية الحاكمة للتنسيق بين السياستين وفقاً لدرجة تطور وعمق الأسواق المالية. ويمكن إبراز ملامح ذلك التنسيق في أربع مراحل رئيسية:⁷⁸

***Undeveloped Stage* المرحلة الأولى: مرحلة عدم التطور**

وتتسم تلك المرحلة بعدم وجود سوق محلية للأوراق المالية الحكومية، حيث يتم تمويل العجز المالي بالكامل من خلال الاقتراض الحكومي المباشر من البنك المركزي باستثناء ذلك الجزء الذي يتم تمويله من خلال الاقتراض من الخارج.⁷⁹ ولذا، تظهر الحاجة إلى وجود ضوابط تشريعية للحد من التمويل المباشر للعجز المالي من قبل البنك المركزي وذلك حتى يتم تلافي التوسع المفرط في الائتمان المحلي وخلق النقود، حيث يسهم هذا التوسع في تزايد الضغوط التضخمية والحد من قدرة البنك المركزي على تحقيق معدل منخفض ومستقر للتضخم ومن المفيد أن يكون هناك إطار للبرمجة النقدية بمفهومها الواسع Broad Money Programming⁸⁰ يتم استخدامه في وضع تقديرات لحجم الطلب على النقود ومصادر الائتمان المحلي.

***Preparatory Stage* المرحلة الثانية: مرحلة الإعداد**

ويتم في هذه المرحلة تشكيل لجنة تنسيق Coordination Committee تتضمن أعضاء من كل من البنك المركزي ووزارة المالية لتحديد حجم الدين المُصدر في سوق الإصدار وذلك دون

⁷⁷ Susan Creane, Rishi Goyal, A. Mushfik Mobarak, and Randa Sab, "Banking on Development", International Monetary Fund, *Finance and Development*, March 2003, pp. 27-28.

⁷⁸ أنظر في ذلك:

- V. Sundararajan and Peter Dattels, "Coordinating Public Debt and Monetary Management in Transition Economies: Issues and Lessons from Experience" in "Coordinating Public Debt and Monetary Management: Institutional and Operational Arrangements", *International Monetary Fund*, 1997, pp.12-13.

- Faika El-Refaie, "The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Egypt", *op. cit.*, pp. 305-306.

⁷⁹ تتمثل مصادر تمويل العجز المالي في أربعة مصادر أساسية:

- 1 - الاقتراض من البنك المركزي - تنقيد العجز
Borrowing from the central bank (monetizing the deficit)
- 2 - الاقتراض من الجهاز المصرفي
Borrowing from the banking system
- 3 - الاقتراض من القطاع غير المصرفي
Borrowing from the nonbank sector
- 4 - الاقتراض من الخارج
External borrowing

⁸⁰ يتضمن هذا البرنامج النقدي تحديد أهداف للإجماليات النقدية وذلك استناداً إلى تقدير التطورات الشهرية وربيع السنوية في تلك الإجماليات، وعادة ما يتم استخدامه في المراحل الأولى لتطور الأسواق المالية نظراً لارتباطه باستخدام الأدوات المباشرة للسياسة النقدية، وهي: سياسة التحكم في سعر الفائدة، والسقوف الائتمانية، والإقراض الموجه إلى قطاعات بعينها.

إغفال لأهداف السياسة النقدية وبما يساعد في وضع تصور حول سياسة معدلات الفائدة. وتعد المزايدات على الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل (أذون الخزانة) بمثابة خطوة نحو تطوير سوق النقود Money Market Development، إذ أن تلك المرحلة تتسم بعدم وجود سوق ثانوية لتداول تلك الأوراق المالية، كما تتسم بضعف السوق البينية للبنوك Interbank Markets، وعدم مرونة معدلات الفائدة حيث تخضع للتحكم من قبل السلطات النقدية. أما إطار التنسيق في هذه المرحلة فيهدف إلى خفض تكاليف خدمة الدين مع ضمان تحقيق أهداف السياسة النقدية ويستمر في الاعتماد على إطار البرمجة النقدية بمفهومها الواسع، واستخدام أذون الخزانة والأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية⁸¹.

Transitional Stage المرحلة الثالثة: مرحلة انتقالية

في هذه المرحلة توجد بعض من المرونة في تحديد أسعار الفائدة، ولاستمرار في استخدام أذون الخزانة والمزايدات الائتمانية لإدارة الشؤون النقدية، ويتم طرح سندات متوسطة الأجل ذات أسعار محددة إدارياً أو مربوطة بأسعار أذون الخزانة، ويظل البنك المركزي هو مصدر السيولة الرئيسي لأدوات الدين الحكومي، كما يتم تعزيز السوق البينية للبنوك، والبدء في تطبيق ترتيبات المقاصة والتسوية. وفي هذه المرحلة، يكون من المعتاد أيضاً إجراء عملية مراجعة لكفاءة الإشراف المصرفي المتعلق بإدارة الأصول والخصوم، وفي هذا الإطار تتجه البرمجة النقدية بمفهومها الواسع إلى أن تكون أقل أهمية وتكتسب برامج النقود الاحتياطية Reserve Money Programming⁸² أهمية لمراقبة أسواق النقد والأسواق المالية من أجل توجيه تدخل البنك المركزي في الأسواق في ظل تحقق الانضباط النقدي.

Developed Stage المرحلة الرابعة: مرحلة التطور

تصبح سوق المال في هذه المرحلة مكتملة النمو، وكما تتسم أسعار الفائدة بمرونة تامة، ويتم اتخاذ المزيد من التدابير المؤسسية لتقوية الأسواق الثانوية من خلال الترتيبات الرقابية والتنظيمية الملائمة، ويقوم البنك المركزي بإدارة السيولة بكفاءة - حيث تتحقق استقلالية البنك المركزي في هذه المرحلة - من خلال استخدامه للأدوات القائمة على آليات السوق مثل: اتفاقيات إعادة الشراء،

⁸¹ يطلق على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية Indirect instruments of monetary policy مثل: عمليات السوق المفتوح، ومتطلبات الاحتياطي، والتسهيلات القائمة، أيضاً لفظ الأدوات التي تستند إلى آليات عمل السوق Market-based monetary instruments وكلاهما يشير إلى نفس المعنى.

⁸² يتضمن هذا البرنامج النقدي تقديم التقديرات اليومية والأسبوعية لنقود الاحتياطي بالبنك المركزي، ويسهم ذلك البرنامج في التنسيق على المستوى اليومي بين السياستين النقدية والمالية حيث يقدم المؤشرات بشأن التدفقات النقدية المرتبطة باحتياجات الحكومة من السيولة، ويرتبط تطبيق هذا البرنامج بالتوسع في استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية.

ويتم في هذه المرحلة إدخال مزايدات أدوات الدين ذات الأجلين المتوسط والطويل. ولا يمكن إغفال أهمية الدور الذي تلعبه البنوك المركزية في تطوير الأسواق المالية، حيث يعد تحقيق الاستقرار بالأسواق المالية واحداً من الوظائف الرئيسية التي تمارسها تلك البنوك بعددٍ من الدول، وذلك على الرغم من وجود اختلاف في التطبيق العملي لتلك الوظيفة.

ويُعزى ذلك الاختلاف إلى تفاوت التشريعات المنظمة لعمل البنوك المركزية إذ قد يتضمن بعضها هدف تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية كهدف صريح بالقوانين المنظمة لعمل تلك البنوك وقد يُشار إليها ضمناً في تلك القوانين.

ونظراً لأهمية هذا الدور، فقد تعددت الدراسات الاقتصادية التي تناولته بالدراسة خاصة في ضوء اتجاه عديد من الدول نحو تحويل وظيفة الرقابة والإشراف على القطاع المصرفي من البنك المركزي وتوجيهها إلى هيئة رقابية موحدة، فعلى سبيل المثال، أوضح Schinasi (2003)⁸³ الدور الهام للبنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي ومواجهة الأزمات المالية من خلال دورها كمقرض أخير Lender of Last Resort، ومن خلال إسهامها في تحقيق الاستقرار في الأسعار، بينما يرى Svensson (2003)⁸⁴ أن هدف تحقيق الاستقرار المالي قد يُمثل قيداً على أداء البنك المركزي وبخاصة في حالة الأزمات المالية، ويرى أن إعداد البنك المركزي لتقرير نصف سنوي عن الاستقرار المالي Report on Financial Stability قد يساهم في متابعة الاستقرار المالي وتجنب مخاطر تدهور أوضاع الأسواق المالية. ونظراً للمسئولية المشتركة التي يتحملها كل من البنك المركزي والحكومة، فقد اقترح صندوق النقد الدولي "ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية المالية العامة"، حيث يؤكد هذا الميثاق ضرورة وضع ترتيبات واضحة تستند إليها العلاقات بين الحكومة وهيئات القطاع العام غير الحكومية (مثل: البنك المركزي، والمؤسسات المالية العامة، والمؤسسات العامة غير المالية)، كما يبرز ضرورة توفير المعلومات للعامة، وعلانية إعداد الميزانية وتنفيذها والإبلاغ بنتائجها، وإتاحة الضمانات اللازمة للتأكد من سلامة إدارة المالية العامة.⁸⁵

ويستمد الميثاق أهميته من الدور الرئيسي الذي تلعبه الإدارة الجيدة للماليات العامة في المحافظة على استقرار أوضاع الاقتصاد الكلي. وعلى النقيض فإن العجز الضخم للقطاع العام يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع المديونيات إلى مستويات لا يمكن تحملها وارتفاع التضخم أو حدوث أزمات

⁸³ Garry J.Schinasi, "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets", *IMF Working Paper*, No.121, June 2003.

⁸⁴ Lars E. O. Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization", *NBER Working Paper Series*, Working Paper No. 9486, February 2003, p. 26.

⁸⁵ صندوق النقد الدولي، "الميثاق المنقح للممارسات السليمة في مجال شفافية المالية العامة"، تم تحديثه في 28 فبراير

في ميزان المدفوعات.⁸⁶ كما تتضح أهمية تطبيق هذا الميثاق، وبخاصة في دول الأسواق الناشئة والدول النامية، نظراً لأن الأسواق المالية - في معظم تلك الدول - تتسم بكونها خاضعة للتدخل الحكومي والذي ليس له بالضرورة ما يبرره اقتصادياً أو تشريعياً، ولكن يعد ذلك التدخل والتحكم الحكومي في تلك الدول أحد مظاهر سياسة الكبح المالي Financial Repression التي يمكن أن يبنى بها أي اقتصاد يصبو إلى النمو.⁸⁷

رابعاً: الترتيبات المؤسسية وآليات التنفيذ اللازمة لتحقيق التنسيق بين السياستين المالية والنقدية

يستعرض هذا الجزء من البحث أهم الترتيبات المؤسسية اللازمة لتحقيق التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، والتي تتضمن استقلالية البنك المركزي، ووضع ضوابط على إقراض البنك المركزي للحكومة لأغراض تمويل العجز المالي، والحد من التعارض بين السياستين، والحد من عجز الموازنة العامة، وترتيبات مجلس الإشراف على العملة، كما يتناول الترتيبات التي تتعلق بشكل العلاقة بين البنك المركزي والخزانة العامة، والتي تشمل تحديد الجهة المنوط بها وظيفة إدارة الدين العام، وتشكيل لجان التنسيق. وأخيراً، تتم الإشارة إلى آليات التنفيذ اللازمة لتحقيق التنسيق بين السياستين.⁸⁸

1/4 الترتيبات المؤسسية :

• استقلالية البنك المركزي:

قد يُفهم من الوهلة الأولى من تعبير " الاستقلالية " ⁸⁹ أنه يعني الاستقلال التام للبنوك المركزية عن الحكومة من ناحية إدارة السياسة النقدية والائتمانية أو الهيكل التنظيمي... الخ . غير أن هذا

⁸⁶ كارل هابرمابر، " مقترحات بشأن الهيكل المالي الدولي الجديد وانعكاسات ذلك على النظم المالية العربية"، في " القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة"، تحرير: محمد الفنيش، صندوق النقد العربي، والصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي بالتعاون مع صندوق النقد والبنك الدوليين، وقائع الندوة المنعقدة في إبريل 2000، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص 59.

⁸⁷ محمود محيي الدين، " هيكل الجهاز المصرفي والمنافسة في مصر"، مجلة البنوك، اتحاد بنوك مصر، العدد السابع والعشرون، يناير - فبراير 2001، ص 11.

⁸⁸ يستند اختيار تلك الترتيبات المؤسسية وآليات التنفيذ إلى الدراسة التالية:

- Laurens, Bernard and Enrique G. de la Piedra, "Coordination of Monetary and Fiscal Policies", *op. cit.*, pp. 17-27.

⁸⁹ قد يتم استخدام مصطلحي "Autonomy", "Independence" بالتبادل في عديد من الأدبيات الاقتصادية للتعبير عن استقلالية البنك المركزي. ولكن يمكن التفرقة بين هذين المفهومين بحيث يعبر لفظ "Autonomy" عن الاستقلالية

التعبير لا يعني الانفصال التام بين الحكومة والبنك المركزي، نظراً لأن هذا الأخير ما هو إلا مؤسسة حكومية تعمل في الإطار المؤسسي للدولة، ولكنه يعني أن تكون قرارات تلك المؤسسة وخصوصاً فيما يتعلق بالسياسة النقدية مستقلة، وأن تكون هذه السياسة متنسقة إلى حد كبير مع السياسة الاقتصادية العامة للدولة.⁹⁰

وتتضح أهمية استقلالية البنك المركزي كأحد الترتيبات المؤسسية اللازمة لتحقيق التنسيق بين السياستين المالية والنقدية في ضوء ما أبرزه عديد من الكتابات والدراسات التطبيقية من العلاقة المباشرة بين استقلالية البنك المركزي والأداء الاقتصادي. فعلى سبيل المثال، أوضح Borrero (2001)⁹¹ في دراسته أن تمتع البنك المركزي بدرجة أكبر من الاستقلالية ينعكس أثره الإيجابي على الانضباط المالي، ويؤدي إلى انخفاض معدلات التضخم ومعدلات النمو في الأجل القصير. ولكن، بالنسبة للأجل الطويل فسيظل أثر استقلالية البنك المركزي على كل من الانضباط المالي ومعدلات التضخم إيجابياً، بالإضافة إلى أثر إيجابي آخر على معدلات النمو.

$$\begin{aligned} \gamma(\Delta M_t, D_t) &= \lambda_1 \Delta M_t + \lambda_2 D_t + A_t \\ \pi(\Delta M_t, D_t) &= \eta_1 \Delta M_t + \eta_2 D_t + A_t \end{aligned} \quad (1.1)$$

وتشير هاتان المعادلتان إلى تأثير كل من السياستين المالية والنقدية على معدلات التضخم والنمو γ تأثيراً إيجابياً، حيث أن المعاملات تأخذ قيمة غير سالبة $\lambda_1 + \lambda_2 \geq 0$ و $\eta_1 + \eta_2 \geq 0$ ، على التوالي. فيؤثر التغير في الرصيد النقدي ΔM_t وعجز الموازنة D_t على كل من معدلات النمو والتضخم، بينما يشير A_t إلى أي رقم ثابت. ويُفترض أن يضع البنك المركزي برنامجاً نقدياً يأخذ في الاعتبار معدلات التضخم والنمو في ظل قيد الميزانية (1.2)، والذي يُشير إلى أن التغير في الرصيد النقدي Δm_t يعادل ريع الإصدار Δs_t .⁹²

$$(1.2) \quad \begin{aligned} \Omega(\Delta m_t, D_t) &= (1 - \alpha)\gamma(\Delta m_t, D_t) - \alpha\pi(\Delta m_t, D_t) \\ st : \Delta m_t &= \Delta s_t \end{aligned}$$

وتعكس المعلمة (α) هدف البنك المركزي الرئيسي نحو تخفيض معدلات التضخم وكلما ارتفعت قيمتها كان الاهتمام الأكبر نحو تخفيض التضخم وقل الاهتمام برفع معدلات النمو ($1 - \alpha$)، ويتم تحديد عجز الموازنة العامة D_t من قبل وزارة المالية. ومن جانب آخر، فإن وزارة المالية

العملية (غير التشريعية)، بينما يعبر مفهوم "Independence" عن غياب التدخل السياسي والمؤسسي في أداء البنك المركزي لوظيفته في تصميم وتنفيذ سياسته النقدية، لذلك تهتم الدراسة بالمفهوم الثاني للاستقلالية.

⁹⁰ نبيل حشاد، "استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة"، اتحاد المصارف العربية، 1994، ص 87.

⁹¹ Alberto Borrero, "On the Long and Short of Central Bank Independence, Policy Coordination, and Economic Performance", *International Monetary Fund*, Working Paper No.19, February 2001, pp. 1-7.

⁹² في الواقع العملي قد يتضمن قيد ميزانية البنك المركزي متغيرات أخرى، مثل: - صافي الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، وصافي التغير في الاحتياطيات الدولية.

تحدد برنامجاً مالياً يستند إلى تفضيلاتها بشأن الناتج والتضخم، وتحدد القيد المالي (1.3) والذي يوضح أن تمويل العجز d_t يتم من خلال ريع الإصدار Δs_t .⁹³

$$(1.3) \psi(\Delta M_t, d_t) = \alpha \gamma(\Delta M_t, d_t) - (1 - \alpha) \pi(\Delta M_t, d_t)$$

$$st : d_t = \Delta s_t$$

وتعكس المعلمة (α) هدف وزارة المالية الرئيسي نحو زيادة معدلات النمو وكلما ارتفعت قيمتها كان الاهتمام الأكبر نحو معدلات النمو وقل الاهتمام بهدف خفض معدلات التضخم ($1 - \alpha$)، ويتم تحديد التغيير في الرصيد النقدي ΔM_t من قبل البنك المركزي. ويتضح مما سبق، تعارض تفضيلات البنك المركزي ووزارة المالية بشأن معدلات التضخم والنمو. وحتى يتحقق التقارب بين تلك التفضيلات يتم الاتفاق حول حجم الإصدار النقدي اللازم لتمويل العجز. وكلما تمتع البنك المركزي بقدر أكبر من الاستقلالية، انعكس ذلك على استقلاليته في تحديد حجم العجز الذي يتم تمويله وبالتالي ينعكس الأثر الإيجابي على الأداء الاقتصادي.

ويتضح من هذه النتائج التي خلص إليها Borrero (2001)⁹⁴ اختلافه مع كل من Alesina and Summers (1993)⁹⁵ حول استقلالية البنك المركزي وتأثيرها على المتغيرات الحقيقية، حيث أكد أن الانضباط النقدي والذي يتلزم مع تمتع البنك المركزي بالاستقلالية يساهم في تخفيض معدلات التضخم بينما لا تترتب عنه منافع أو تكاليف يمكن تكبدها في أداء الاقتصاد الكلي الحقيقي، وهو ما يعني مساندة دراستهم لوجهة النظر التي تؤكد "حياد النقود" Neutrality of Money، حيث يشير هذا المفهوم إلى اقتصار تأثير التغيرات في كمية النقود في الأجل الطويل على المتغيرات الاقتصادية النقدية كالمستوى العام للأسعار، وسعر الفائدة الإسمي، والأجور الإسمية وغيرها من المتغيرات، وهو ما يعني أن هناك استقلالاً تاماً بين التغيرات في كمية النقود والمتغيرات الحقيقية كالناتج الحقيقي، وسعر الفائدة الحقيقي، ومستويات الأجور الحقيقية وغيرها.⁹⁶ ولا يعني هذا الخلاف حول تأثير استقلالية البنك المركزي على النمو الاقتصادي، إغفال أهمية تلك الاستقلالية وارتباطها بالدور الهام الذي يمارسه البنك المركزي في تحقيق الاستقرار في الأسعار كهدف رئيسي ووحيد للسياسة النقدية. فإسهامه في تحقيق هذه الهدف الوحيد يعني المساهمة في تحقيق الاستقرار بالنمو الاقتصادي، حيث تؤكد الممارسة العملية أن الهدف الرئيسي للسياسة

⁹³ قد يتم في الواقع العملي تمويل العجز من مصادر أخرى، مثل: إصدار سندات، أو الاقتراض الخارجي، أو الاقتراض من الجهاز المصرفي.

⁹⁴ Alberto Borrero, *op cit.*, pp. 1-7.

⁹⁵ Alberto Alesina and Lawrence Summers, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, No. 2, May 1993, pp. 151-162.

⁹⁶ سامي عفيفي حاتم، "اقتصاديات النقود والبنوك"، الطبعة الأولى، دار الإسراء للطباعة، 2003، ص ص 137 -

النقدية - في معظم البنوك المركزية - عادة ما يتمثل في ضرورة تحقيق معدل تضخم منخفض ومستقر Low and Stable Rate of Inflation، ومما لاشك فيه أن البنوك المركزية تهتم بقضايا النمو الاقتصادي والبطالة، إلا أنها تؤمن بأن أفضل ما يمكن أن تقدمه من إسهامات للنمو الاقتصادي طويل المدى هو استهداف الاستقرار في الأسعار أو ما يقارب ذلك. ففي المدى القصير - خلال سنة على سبيل المثال - يمكن أن يؤدي انخفاض أسعار الفائدة وزيادة المعروض النقدي إلى زيادة الطلب والنتائج في الاقتصاد، على أنه إذا لم يكن الناتج أقل من المستوى الممكن تحقيقه، فإن ذلك سيكون على حساب ارتفاع معدلات التضخم، وتعمل معدلات التضخم المرتفعة بدورها على تخفيض الناتج مرة أخرى. وفي الواقع، يمكن أن تكون للتأثيرات طويلة المدى للتضخم المرتفع انعكاسات سلبية على الاقتصاد، حيث تشير الدراسات الحديثة التي أجريت في عدد كبير من الدول، إلى أنه خلال فترات تزيد على عشر سنوات عادةً ما يرتبط التضخم المرتفع - خاصة المعدلات الأعلى من 10 إلى 20% سنوياً - بنمو اقتصادي منخفض.⁹⁷

ويشير Agénor (2000)⁹⁸ إلى الاتفاق الواسع بين الاقتصاديين وواضعي السياسة الاقتصادية حول ضرورة تحقيق الاستقرار في الأسعار (بمعنى تحقيق معدل منخفض ومستقر للتضخم) وبحيث يمثل الهدف المتوسط وطويل الأجل للسياسة النقدية، ويشير إلى سببين رئيسيين:

أولاً: التكاليف الاقتصادية والاجتماعية التي يتكبدها الاقتصاد من المعدلات المرتفعة وغير المستقرة للتضخم والتي تتضمن: التشوّهات السعرية، انخفاض معدلات الادخار وبالتالي الاستثمار مما يؤثر بالسلب على معدلات النمو الاقتصادي، الاتجاه نحو التحوط (أي استبدال الأصول الأخرى بالأرصدة النقدية)، وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج (بمعنى حيازة الأصول الأجنبية).

ثانياً: ما أوضحتها الخبرة العملية من أن توجيه أدوات السياسة النقدية في الأجل القصير لتحقيق أهداف أخرى - زيادة الناتج أو تخفيض معدل البطالة - قد تتعارض مع هدف تحقيق الاستقرار في الأسعار، وبالتالي إذا ما تمت المحاولة لتحقيق تلك الأهداف المتعارضة فقد يترتب على ذلك ميل تضخمي للسياسة النقدية ودون أن تتحقق في النهاية أهداف الناتج والتوظيف.

ونظراً للدور الهام الذي لعبه مفهوم استقلالية البنك المركزي في إجراء عدد من الإصلاحات بالبنوك المركزية بحيث تقلص دور الحكومة في تحديد السياسة النقدية وزاد بالتالي دور البنك المركزي في هذا المجال، فلا بد من أن يتم التعامل مع الأبعاد المختلفة لذلك المفهوم حيث تتعدد معايير الحكم على مدى استقلالية البنك المركزي من الناحية القانونية والاقتصادية. فمن الناحية القانونية، ترتبط تلك المعايير بتحديد المهام الرئيسية للبنك المركزي في القوانين والتشريعات

⁹⁷ جلين هوجارث، "مقدمة في السياسة النقدية"، بنك إنجلترا، مركز دراسات البنوك المركزية، نسخة مترجمة من

الكتيب رقم 1 من كتيبات مركز دراسات البنوك المركزية، مايو 1996، ص2.

⁹⁸ Pierre- Richard Agénor, "Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting", *World Bank Working Papers*, No.2511, December 2000, p. 3.

المنظمة لعمله، وتوضيح الجهة التي تتولى مساءلة ومحاسبة المسؤولين وتعيين المحافظ وأعضاء مجلس الإدارة ومدة عملهم، كما يمكن الحكم على استقلالية البنك المركزي من الناحية الاقتصادية، من حيث القدرة على اختيار أدوات السياسة النقدية وحدود تمويل الحكومة من خلال الاقتراض المباشر من البنك المركزي - أي تمويل العجز المالي - الأمر الذي يتعارض مع الاستقلال الفعلي للبنك المركزي في تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار كهدف رئيسي للسياسة النقدية.⁹⁹

وتهتم الدراسة بكل من جانبي استقلالية البنك المركزي، ولكن مع التركيز على الناحية الاقتصادية دون إهمال للناحية القانونية، حيث تتبنى الدراسة وجهة النظر التي تشير إلى أن استقلالية البنك المركزي لا تعني تمتعه بحرية مطلقة في تحديد الأهداف Goal Independence، وإنما الحرية التي يتمتع بها في اختيار أدوات السياسة النقدية التي من شأنها المساهمة في تحقيق الأهداف Instrument Independence، وفي سبيل تحقيق ذلك الاستقلال في اختيار الأدوات¹⁰⁰ لابد وأن تتسم السياسة النقدية بكونها مستقلة وغير مقيدة باعتبارات مالية، وهذا يعني أن يتم تمويل النفقات العامة بالكامل إما من خلال الإيرادات الضريبية، أو من خلال مبيعات الدين العام إلى القطاع الخاص، وبالتالي لا تعتمد الحكومة على ريع الإصدار Seigniorage،¹⁰¹ وهو الأمر الذي أوضحه Fischer (1995)¹⁰²، حيث أشار إلى أن أهم ما يمكن استنتاجه - من كل من الأدبيات النظرية والتطبيقية التي تناولت استقلالية البنك المركزي بالتحليل - يتمثل في ضرورة استقلاليته في تحديد أدوات السياسة النقدية، و ألا يتمتع بالاستقلالية في تحديد الأهداف. وبالأحرى، لابد وأن يُعهد للبنك المركزي بهدف محدد أو مجموعة من الأهداف المحددة بشكل صريح وأن يكون موضع

⁹⁹ أنظر في ذلك:

- سهير محمود معتوق، "استقلالية البنك المركزي"، مجلة البنوك، اتحاد بنوك مصر، العدد السابع والعشرون، يناير - فبراير 2001، ص ص 40 - 46.

¹⁰⁰ يمكن التمييز بين ثلاثة مفاهيم للاستقلالية:

1 - الاستقلالية في تحديد الأهداف: Goal Independence

حيث لا تتمتع الحكومة بأية تأثير في تحديد أهداف السياسة النقدية.

2 - الاستقلالية في تحديد الأدوات: Instrument Independence

حيث تتطلب تلك الاستقلالية أن يتمتع البنك المركزي بمطلق حريته في تحديد أهدافه التشغيلية مثل معدل الفائدة.

3 - الاستقلالية الشخصية: Personal Independence

حيث يتطلب ذلك الشكل من أشكال الاستقلالية أن يتمتع الجهاز المنوط به اتخاذ القرارات بالبنك المركزي بعدم التأثر بالضغوط الرسمية وغير الرسمية من قبل الحكومة. لمزيد من التفاصيل، يمكن الرجوع إلى:

- Peter Bofinger, "Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments", *op. cit.*, p. 210.

¹⁰¹ Ugo Panizza, "Monetary and Fiscal Policies in Emerging Markets" in "Monetary Policy and Exchange Rate Regimes: Options for the Middle East", *The Egyptian Center for Economic Studies, op. cit.*, p. 245.

¹⁰² Stanley Fischer, "Central-Bank Independence Revisited", *The American Economic Review*, Vol. 85, No.2, January 1995, p. 202.

مساعدة عند إخفاقه في تحقيقها دون تدخل من الحكومة في تحديد الأدوات النقدية اللازمة لتحقيق تلك الأهداف.¹⁰³

• وضع ضوابط على إقراض البنك المركزي للحكومة لأغراض تمويل العجز المالي:

مما لا شك فيه أن وضع ضوابط على إقراض البنك المركزي للحكومة لأغراض تمويل العجز المالي إنما يعد من أهم الترتيبات المؤسسية اللازمة للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية، والمرتبطة باستقلالية البنك المركزي. إذ يؤدي الاقتراض من البنك المركزي - سواء كان في صورة سحب على المكشوف Overdraft أو شراء البنك المركزي للأوراق المالية الحكومية - إلى خلق النقود عالية القوة (High Powered Money (M₀) مما يؤدي إلى ضغوط تضخمية.¹⁰⁴ ويشير Fischer (1995)¹⁰⁵ إلى ارتباط هذا الترتيب المؤسسي باستقلالية البنك المركزي في تحديد أدوات السياسة النقدية، حيث يرى أن هذا النوع من الاستقلالية ينطوي على عدم التزام البنك المركزي بتمويل العجز الحكومي سواء تم هذا التمويل بشكل مباشر أو غير مباشر. وعلى الرغم من ذلك، فقد يساعد البنك المركزي الخزانة العامة في عمليات إدارة النقدية في الأجل القصير. كما يرتبط ذلك الترتيب المؤسسي بمدى عمق وتطور الأسواق المالية المحلية، ففي حالة عدم وجود سوق منطور لتداول السندات الحكومية يصبح الاقتراض الحكومي المباشر من البنك المركزي المصدر الرئيسي لتمويل العجز المالي وما ينشأ عنه من زيادة القاعدة النقدية المحتفظ بها لدى العامة في شكل أرصدة نقدية أو احتياطات لدى البنوك الأمر الذي ينشأ عنه ضغوط تضخمية، وهو ما يتعارض مع استقلالية البنك المركزي ودوره في تحقيق معدل منخفض ومستقر للتضخم كهدف رئيسي للسياسة النقدية. حيث يؤدي فقدان البنك المركزي لسيطرته على القاعدة النقدية إلى الحد من قدرته في السيطرة على معدلات التضخم، وهو الأمر الذي أكدته عدة دراسات تطبيقية والتي أوضحت أن تمتع البنك المركزي بالاستقلالية - بمعنى امتناعه عن تمويل العجز المالي بالموازنة - يسهم في تحقيق معدلات تضخم منخفضة.¹⁰⁶

وتتضح أهمية ذلك الترتيب المؤسسي من الحقيقة المتمثلة في صعوبة تحقيق التنسيق بين السياسة النقدية وإدارة الدين العام في حالة كبح النظام المالي، حيث تكون خيارات التمويل المتاحة أمام الحكومة محدودة للغاية، مما يؤدي إلى تقييد استقلالية البنك المركزي. وبالتالي تظهر أهمية تلك الضوابط كأحد أهم الترتيبات المؤسسية في مجال التنسيق وبخاصة في المراحل الأولى نحو إدارة

¹⁰³ Mark M. Spiegel, "Central Bank Independence and Inflation Expectations: Evidence from British Index-Linked Gilts", Federal Reserve Bank of San Francisco, *FRBSF Economic Review*, No.1, 1998, pp. 1-2

¹⁰⁴ Simon Gray, "The Management of Government Debt", Centre for Central Banking Studies, *Handbooks in Central Banking*, No.5, Bank of England, 1996, p. 5.

¹⁰⁵ Stanley Fischer, "Central-Bank Independence Revisited", *op. cit.*, p. 203.

¹⁰⁶ Jagdish Handa, *op. cit.*, pp. 308-309.

نقدية تستند إلى آليات السوق، حيث يتميز الاقتراض الحكومي بضخامته، وتظهر الحاجة الملحة للتنسيق لتحقيق الاستقرار النقدي وتطوير الأسواق المالية المحلية.¹⁰⁷

ولذلك، نجد أن التشريعات المنظمة لعمل عدد من البنوك المركزية قد تضمنت وضع ضوابط على إقراض البنك المركزي للحكومة لأغراض تمويل العجز المالي. حيث تضع قيوداً مانعة لتقديم أية تسهيلات نقدية مباشرة للحكومة لتمويل عجز الموازنة، بينما هناك دول تسمح بذلك شريطة أن يوافق البرلمان. وهناك من يحدد سقفاً لهذه التسهيلات إما في شكل نسبة من مطلوبات البنك المركزي أو نسبة من حجم الإنفاق الكلي أو نسبة من إيرادات الدولة. وقد تكون في شكل مبلغ في حدود معينة لا يمكن تجاوزها، كما أن هناك دولاً تتيح حيازة البنك المركزي لسندات الدين العام في إطار عمليات السوق المفتوح باعتبارها ليست وسيلة تمويل فقط بل أحد الأدوات النقدية المؤثرة في حجم السيولة.¹⁰⁸

ومن الجدير بالذكر، أن التشريعات المنظمة لعمل عدد من البنوك المركزية قد شهدت مؤخراً تطوراً هاماً تمثل في الحد من إقراض البنك المركزي المباشر للحكومة لتمويل العجز المالي، والذي قد يتم من خلال تقديم تسهيلات ائتمانية على المكشوف *Overdraft Facilities*، ولكنها سمحت بتقديم الائتمان غير المباشر للحكومة وذلك من خلال الشراء الاختياري للأوراق المالية الحكومية في السوق الثانوية، وتتمثل أهم مزايا الائتمان غير المباشر للحكومة لتمويل العجز المالي¹⁰⁹، في إمكانية توريق ذلك الائتمان في فترات لاحقة من خلال بيع الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق الثانوية، مما يضيف مزيداً من المرونة على أداء البنك المركزي لوظيفته في الإدارة النقدية، وذلك على النقيض من الائتمان المباشر والذي يمثل قيداً على سيولة حافظة الأوراق المالية لدى البنك المركزي مما يقيد من استقلاليته الفعلية.¹¹⁰

¹⁰⁷ Hans J. Blommestein and Eva C. Thunholm, "Institutional and Operational Arrangements for Coordinating Monetary, Fiscal, and Public Debt Management in OECD Countries" in "Coordinating Public Debt and monetary Management: Institutional and Operational Arrangements", *International Monetary Fund*, 1997, p. 58.

¹⁰⁸ عبد الله محمد عبد الله الشناوي، "السياسة الائتمانية وعلاقتها بالسياسة المالية في الاقتصاد المصري في الفترة من 1980-1995"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 2002، ص 42-43. نقلاً عن:

- Cstello Brainco, M. and M. Swinburne, "Central Bank Independence: Can it contribute to Better Inflation Performance? Issues in Theory and Practice", *Finance and Development*, March 1992, p. 21.

¹⁰⁹ والذي قد يأخذ أحد الأشكال التالية:

1 - عمليات السوق المفتوح النهائية *Outright Open Market Operations*

2 - اتفاقيات إعادة الشراء *Repurchase Agreements*

3 - الاستحواذ على الأوراق الحكومية كضمان لإعادة تمويل الجهاز المصرفي

The Acquisition of Government Paper as Collateral for the Refinancing of the Banking System
¹¹⁰ Carl, Cottarelli, "Limiting Central Bank Credit to the Government: Theory and Practice", *International Monetary Fund, Occasional Paper No.110*, December 1993, p. 5.

وتظهر أهمية ذلك الترتيب المؤسسي مع تزايد عدد الدول المطبقة لاستهداف التضخم كإطار لتطبيق السياسة النقدية، حيث يشير Mishkin (2000)¹¹¹ إلى أوجه القصور الهامة في ذلك الاستهداف والتي يتمثل أهمها في كونه غير كافٍ لضمان الانضباط المالي أو الحد من الهيمنة المالية. فقد تواصلت الحكومات تطبيق سياسات مالية غير مسؤولة. وبالتالي، قد يؤدي العجز المالي الضخم إلى انهيار نظام استهداف التضخم على المدى الطويل. وفي تلك الحالة، لا يكون هناك مفر من تنقيد العجز المالي أو تآكل الدين العام بسبب الانخفاض الضخم في قيمته وما يستتبعه من معدلات تضخم مرتفعة.

ولهذا يشير Masson وآخرون (1997)¹¹² إلى أهمية "غياب الهيمنة المالية" كأحد متطلبات نجاح استراتيجية استهداف التضخم، وهو ما يعني أن الاقتراض الحكومي المباشر من البنك المركزي (أو القطاع المصرفي) محدود أو محظور، وأن تمتلك الحكومة قاعدة من الإيرادات تغنيها عن الاعتماد على ريع الإصدار، وتتسم الأسواق المالية بالعمق لامتناع أدوات الدين العام والخاص على حدٍ سواء، وبالتالي لن ينشأ عن تراكم الدين العام نتائج غير مرغوب فيها كتلك التي أوضحها Sargent and Wallace في دراستهما - كما سبقت الإشارة.

• الحد من التعارض بين السياستين المالية والنقدية:

يُمكن الحد من التعارض بين السياستين المالية والنقدية من خلال تبني سياسة اقتصادية موجهة بالأساس نحو تحقيق هدف الاستقرار الاقتصادي والتي تُعرف في الكتابات الاقتصادية الحديثة Stability Oriented Economic Policy كشرط ضروري لتحقيق الاستقرار المالي واستقرار الاقتصاد الكلي. وتشير هذه السياسة إلى ضرورة أن يتمتع البنك المركزي بالاستقلالية الفعلية في تحقيق هدف صريح يتمثل في تحقيق الاستقرار في الأسعار، وبحيث يصبح التعارض التقليدي بين السياستين المالية والنقدية - المتمثل في رغبة الحكومة في توفير مصادر منخفضة التكاليف لتمويل العجز المالي، ورغبة البنك المركزي في ارتفاع معدلات الفائدة لتعويض الأثر التوسعي للعجز المالي - في المرتبة الثانية من حيث الأهمية لهدف الاستقرار الاقتصادي،¹¹³ ويسهم تطبيق تلك السياسة الموجهة نحو تحقيق هدف الاستقرار الاقتصادي في الحد من التعارض بين هدفي استقرار الأسعار والنمو الاقتصادي، وذلك في ظل الاتفاق الواسع بين الدوائر الأكاديمية ودوائر صنع القرار الاقتصادي حول التأثير السلبي لمعدلات التضخم المرتفعة على النمو الاقتصادي.

¹¹¹ Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", *NBER Working Paper Series*, No. 7618, March 2000, p. 5.

¹¹² Paul R. Masson, Miguel A. Savastano, and Sunil Mussa, "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", *International Monetary Fund, Working Paper No. 130*, October 1997, p. 8.

¹¹³ Hugo Frey Jensen, "The Central Bank's Role in Debt and Reserve Management: The Danish Experience" in "Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems", IMF Institute and Monetary and Fiscal systems Department, 2003, pp. 191-195.

وتتضح أهمية العمل على الحد من التعارض بين أهداف السياستين المالية والنقدية لما قد يترتب على ذلك التعارض من إضعاف مصداقية السياسة الاقتصادية الكلية، فحينما تتسم متطلبات تمويل العجز المالي بضخامتها وبحيث لا تتلاءم وهدف تحقيق الاستقرار في الأسعار (أو هدف التضخم المعلن في إطار استهداف التضخم)، يؤدي دور البنك المركزي في إدارة الدين العام ومحاويلته لتوفير مصادر لتمويل العجز المالي إلى جذب التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل بدلاً من توفير مصادر التمويل المحلي لهذا العجز، وقد يؤدي ذلك إلى ارتفاع سعر الصرف و/أو تدهور وضع الحساب الجاري، وبحيث تمثل تلك التدفقات القصيرة الأجل المصدر الأكبر لتمويل العجز. ويعكس هذا الوضع - (ارتفاع العجز المالي، ارتفاع معدلات الفائدة قصيرة الأجل، التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل، وتزايد العجز بالحساب الجاري) - عدم استقرار الأسواق المالية، ويترتب عن ذلك تحول تلك التدفقات إلى الخارج.¹¹⁴

وبالنسبة للدول المستهدفة للتضخم، فعادة ما يتم الحد من التعارض بين السياستين من خلال عقد اتفاق لأهداف السياسات، أو الإعلان عن وثيقة رسمية بين الحكومة والبنك المركزي يتم من خلالها تحديد مدى مستهدف للتضخم يلتزم البنك بتحقيقه مع تمتعه بالحرية الكاملة في تحديد مقياس التضخم المستخدم وأدوات السياسة النقدية اللازمة لتحقيق ذلك الهدف. كما يتوجب على محافظ البنك في حالة انحراف معدل التضخم الفعلي متجاوزاً المعدل المستهدف، شرح أسباب تجاوز المعدل المستهدف في خطاب يرسله إلى وزير المالية، موضحاً الإجراءات التي سوف تتخذها لجنة السياسة النقدية لاستعادة الهدف والمدى الزمني لتحقيق ذلك الهدف.

• التدابير التي من شأنها تحقيق التوازن المالي أو خفض العجز في الموازنة

العامة:

عادة ما ترتبط تلك التدابير المؤسسية بالإجراءات التي يطبقها عديد من الدول بغرض تحقيق الانضباط المالي من خلال الاستناد إلى عددٍ من قواعد السياسة المالية Fiscal Policy Rules، والحد من ممارسة البنوك المركزية لبعض الأنشطة شبه المالية Quasi-Fiscal، وتقادي العجز شبه المالي Quasi-Fiscal Deficit، والذي يظهر كنتيجة للخسائر التي قد يحققها البنك المركزي. حيث يحتل مفهوم العجز شبه المالي أهمية كبيرة في سياق التنسيق بين السياستين المالية والنقدية.¹¹⁵

وفيما يتعلق بقواعد السياسة المالية، فقد أدى تدهور أداء السياسة المالية في كثير من الاقتصادات الصناعية والنامية على حدٍ سواء - خلال عقدي السبعينيات والثمانينيات من القرن

¹¹⁴ DeLisle, Worrell, "Monetary and Fiscal Coordination in Small Open Economies", *International Monetary Fund, Working Paper No.56*, March 2000, p. 11.

¹¹⁵ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, *op. cit.*, p. 20.

الماضي - إلى إثارة الاهتمام باتباع تلك القواعد، حيث تأتي أهمية القواعد المالية لمساندة الأداء المؤسسي الضعيف، ولإرساء مبدئي المصداقية والمسئولية المالية في الدول النامية والدول الصناعية الكبرى.¹¹⁶ وتشير تلك القواعد إلى القيود التي تستخدم في تنظيم استخدام الحكومة للأدوات المالية المختلفة، ويتم التعبير عن هذه القيود في صورة مؤشرات. وتنقسم هذه المؤشرات إلى ثلاث مجموعات هي:¹¹⁷ قواعد عجز الموازنة Deficit Rules، وتستهدف خفض عجز الموازنة إلى مستوى معين ثم تحويل هذا العجز إلى فائض، وقواعد الاقتراض Borrowing Rules، وتهدف إلى تحقيق الرشادة في اختيار طرق التمويل العام، وقواعد الدين Debt Rules، وتهدف إلى تحديد حد آمن لإجمالي الدين العام. ويتمثل الهدف الأساسي من القواعد المالية في تنظيم عجز الموازنة العامة وضمان تحقيق الاستدامة المالية للدولة في الأجل الطويل Fiscal Sustainability أو ضمان قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها المالية. وقد يتم تحديد هذه القواعد على المستوى المحلي أو على المستوى الإقليمي في الاتفاقيات الدولية.¹¹⁸

وقد تلجأ بعض الدول إلى الحد من ممارسة البنوك المركزية لبعض الأنشطة شبه المالية، ويقصد بهذه الأنشطة تلك التي من المفترض أن تقوم بها السلطة المالية وليس البنك المركزي باعتباره السلطة النقدية. وتتضمن هذه الأنشطة على وجه الخصوص: تخصيص الائتمان المدعم إلى بعض القطاعات كالزراعة وقطاع التصدير، والقيام بالتأمين على الودائع، ومساندة المؤسسات المالية - وأحياناً غير المالية - غير القادرة على الوفاء بالتزاماتها، فضلاً عن توفير الصرف الأجنبي بسعر أقل من السعر السوقي لمتطلبات خدمة الدين الخارجي وشراء الواردات الأساسية.¹¹⁹ وكذلك قد ترتبط تلك التدابير بتقادي العجز شبه المالي والذي يظهر كنتيجة للخسائر التي قد يحققها البنك المركزي. وعادة ما يحقق البنك المركزي أرباحاً تتمثل في الإيرادات المحققة من

¹¹⁶ لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى:

-George Kopits and Steven Symansky, "Fiscal Policy Rules", *International Monetary Fund, Occasional Paper No.162*, Washington DC., 1998.

¹¹⁷ مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، "تجارب دولية في السيطرة على عجز الموازنة"، قطاع الدراسات التنموية، يناير 2005، ص 9. الموقع الرسمي للمركز على شبكة الانترنت: <http://www.idsc.gov.eg>

¹¹⁸ كما هو الحال بالنسبة لاتفاقية ماستريخت التي تضع الحد الأقصى لعجز الموازنة العامة المسموح به للدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي.

¹¹⁹ أحمد عبد الحليم عبد الفتاح عويس، "استقلالية البنك المركزي وأثرها على كفاءة إدارة السياسة النقدية: دراسة تحليلية مقارنة مع إشارة خاصة لحالة مصر"، مرجع سبق ذكره، ص 155، نقلاً عن:

- Maxwell Fry, Charles Goodhart and Alvaro Almeida, "Central Banking in Developing Countries: Objectives, Activities and Independence", London, Routledge, 1996, pp. 28-31.

الإصدار النقدي¹²⁰، ولكن قد تحقق بعض البنوك المركزية خسائر وذلك نتيجة لعددٍ من النشاطات مثل عمليات السوق المفتوح، تعقيم أثر التدفقات من النقد الأجنبي، التكاليف التي قد يتكبدها من إعادة هيكلة القطاع المالي وممارسة بعض الأنشطة شبه المالية،¹²¹ وهو ما يعني أن البنك المركزي مؤسسة لا تبتغي تعظيم الربح، ولكن قد تحقق أرباح أو خسائر في سياق إدارتها للسياسة النقدية، كما تؤثر طريقة التعامل مع تلك الأرباح¹²² والخسائر تأثيراً بالغاً على إدارة الدين العام وإدارة السياسة النقدية. وبالتالي، تظهر الحاجة إلى اتخاذ التدابير التي من شأنها التأكيد أن تلك الخسائر - والتي تؤدي إلى التوسع النقدي - لا تؤثر على دور البنك المركزي الرئيسي في السيطرة على التضخم. وتتضمن تلك التدابير احتواء العديد من التشريعات المنظمة لعمل البنوك المركزية على مواد تحدد كيفية التعامل مع هذه الخسائر، كما تؤكد التزام الحكومة بتغطية تلك الخسائر والتي قد تنشأ نتيجة لوظائف البنك المركزي والتي تتسم بطبيعتها شبه المالية، أو من تنفيذ السياسة النقدية والتي تعد إحدى السياسات الاقتصادية العامة التي تمثل برنامج عمل الحكومة.¹²³

وقد تتدخل الحكومة لتغطية تلك الخسائر من خلال العمل على إعادة رسملة البنك المركزي Recapitalization of the Central Bank، مما يؤدي إلى إضافة أصول جديدة للبنك عادة ما تأخذ شكل أوراق حكومية محتفظ بها لدى البنك المركزي، ولا يمكن إغفال ما قد تمثله تلك الخسائر من تهديد يتمثل في الحد من قدرة البنك المركزي على تنفيذ سياسة نقدية مستقلة وعلى الحفاظ على قيمة العملة المحلية، ومن ثم تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار،¹²⁴ ولذلك تظهر الحاجة إلى توضيح كيفية التعامل مع الأرباح والخسائر التي يحققها البنك المركزي في التشريعات المنظمة

¹²⁰ لابد من التفرقة بين مفهومي ريع الإصدار النقدي Monetary Seigniorage وريع الإصدار المالي Fiscal Seigniorage حيث يشير المفهوم الأول إلى اعتماد ريع الإصدار على محددتين رئيسيتين وهما: معدل النمو في القاعدة النقدية، والرصيد النقدي الحقيقي وهو ما يتفق مع التعريف المبسط لريع الإصدار (والذي يشير إلى تطابق الزيادة في القاعدة النقدية مع الإيرادات الحكومية). وعلى الرغم، مما يتضمنه التعريف من وصف جيد للوضع الذي تتمتع فيه الحكومة بالسيطرة على السياسة النقدية من خلال الإصدار النقدي، فتغيب أهمية هذا التعريف في الوقت الراهن، حيث تتضمن القوانين المنظمة لعمل البنوك المركزية بنوداً صريحة للحد من تمويل البنك المركزي للعجز المالي. وفي ظل تلك الحقيقة تبرز أهمية المفهوم الثاني (ريع الإصدار المالي Fiscal Seigniorage) والذي يركز على كل من الأرباح المحولة من البنك المركزي إلى الحكومة، وحجم السندات الحكومية التي يقوم البنك المركزي بشرائها من خلال عمليات السوق المفتوح. لمزيد من التفاصيل، يمكن الرجوع إلى:

- Peter Bofinger, *op. cit.*, pp. 370-371.

¹²¹ John Dalton and Claudia Dziobek, "Central Bank Losses and Experiences in Selected Countries", *International Monetary Fund, Working Paper No. 72, April 2005*, p. 3.

¹²² ينشأ المصدر الرئيسي لدخل البنك المركزي من إدارة التفويض المالي للحكومة له في إصدار النقد، والسياسة النقدية، واستقرار النظام المالي، وإدارة الاحتياطات الأجنبية وهي المهام الاحتكارية للبنوك المركزية، ويمكن القول أن العناصر الأكثر ربحية هي إصدار النقد.

¹²³ V. Sundararajan and Peter Dattels, *op. cit.*, pp. 11-39.

¹²⁴ John Dalton and Claudia Dziobek, *op. cit.*, pp. 4-5.

لعمله كأحد الترتيبات المؤسسية الهامة في مجال التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، وبخاصة في حالة عدم تطور الأسواق المالية المحلية. ففي ظل الهيمنة المالية واستمرار العجز المالي ستلجأ الحكومة إلى تمويل العجز المالي من خلال خلق النقود Seigniorage والذي يؤدي إلى ضغوط تضخمية¹²⁵ تتعارض وهدف البنك المركزي في تحقيق معدل منخفض ومستقر للتضخم. وفي هذا السياق، يوضح Mishkin (2004)¹²⁶ أهمية الاستقرار المالي كأحد الشروط الأساسية للسيطرة على التضخم، ومن ثم لتطبيق استراتيجية استهداف التضخم. وكذلك ترتبط أهمية تلك التدابير بالنتائج التي توصلت إليها الأدبيات الاقتصادية حول الأثر المترتب على تحقيق درجة أكبر من الانضباط المالي، والمتمثل في تخفيض الدين الحكومي مما يؤثر بالإيجاب على مصداقية البنك المركزي في تنفيذه للسياسة النقدية.¹²⁷

• ترتيبات مجلس الإشراف على العملة:

تُعد ترتيبات مجلس الإشراف على العملة أحد نظم الربط الجامد Hard Peg Regimes، حيث يشير هذا المفهوم إلى نظام نقدي تلتزم فيه الدولة - في ظل إطار قانوني صريح - بصرف عملتها المحلية بعملة أجنبية محددة وفقاً لسعر صرف ثابت، ويصاحب هذا النظام فرض قيود على سلطة الإصدار للتأكد من التزام الدولة بهذا الإطار القانوني المعين. ولا بد أن تتم تغطية القاعدة النقدية تماماً بعملة أجنبية (أو ذهب) على أساس سعر صرف ثابت. ويُعتبر مجلس الإشراف على العملة مثلاً للتعهد بمجموعة من القواعد الصارمة الحاكمة لعمل السياسة النقدية، حيث ترتبط فعالية مجلس الإشراف على العملة بالالتزام بحكومات الدول بتلك القواعد وعدم قدرتها على تغييرها، أي أن مصداقية هذا النظام ترتبط بالالتزام الدولة بالاحتفاظ باحتياط كافٍ من النقد الأجنبي لتغطية القاعدة النقدية. وفي حالة تبني نظام مجلس الإشراف على العملة بمفهومه البحت - لا يكون التعقيم Sterilization خياراً مطروحاً - حيث تؤدي التدفقات إلى الداخل تلقائياً إلى أوضاع نقدية محلية أكثر تراخياً، أما التدفقات إلى الخارج فتؤدي إلى ظروف نقدية أكثر تقييداً، كما لا يتدخل نظام مجلس الإشراف على العملة في معاملات الأوراق المالية المحلية، ولا يُسمح في حالة تطبيق هذا النظام بزيادة القاعدة النقدية دون وجود غطاء من العملة الأجنبية. وهذا الانضباط هو الذي يفسر النجاح النسبي لمجلس الإشراف على العملة في الحفاظ على ثبات سعر الصرف.¹²⁸

¹²⁵ Tomas Sargent and Neil Wallace, *op. cit.*, pp. 1-2.

¹²⁶ Frederic S. Mishkin, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?", *NBER Working Paper Series*, No. 10646, July 2004, p. 6.

¹²⁷ John Taylor, "Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline" in "Budget Deficit and Debt: Issues and Options", *op. cit.*, p. 156.

¹²⁸ Charles Enoch and Anne-Marie Gulde, "Are Currency Boards a Cure for All Monetary Problems?", International Monetary Fund, *Finance and Development*, Volume 35, Number 4, 1998.

- Tony Latter, "The Choice of Exchange Rate Regime", Centre for Central Banking Studies, *op. cit.*, pp. 8-20.

ويشير كل من Laurens and la Piedra (1998)¹²⁹ إلى اتساق ترتيبات مجلس الإشراف على العملة مع التنسيق الكفاء بين السياستين المالية والنقدية، فالتزام الدولة بصرف عملتها المحلية بعملة أخرى أجنبية يستدعي ضرورة توافر احتياطي كافٍ من النقد الأجنبي للوفاء بتلك التعهدات تحت أية ظروف، مما يؤدي إلى الحد من قدرة السلطات النقدية على التوسع في منح الائتمان للحكومة أو للنظام المصرفي. ومن ثم، يسهم مجلس الإشراف على العملة في تأكيد التزام السياسة النقدية بهدف تحقيق الاستقرار في الأسعار، كما يُسهم في تحقيق الانضباط المالي من خلال الحد من قدرة السلطات النقدية على تنقيد العجز المالي، وهو ما يؤدي بالضرورة إلى إتباع سياسات مالية وإدارة للدين العام تتسم بالكفاءة والمرونة. وعلى الرغم من المزايا التي يمكن للدولة أن تحققها من خلال هذا الترتيب المؤسسي، إلا أنه لا يعد من البدائل المطروحة بقوة على الساحة الاقتصادية كأحد ترتيبات سعر الصرف في الوقت الراهن، وذلك في ضوء الأزمات المالية التي تعرضت لها دول عديدة وظهور مزايا تعويم أسعار الصرف وتطبيق استهداف التضخم كإطار لتنفيذ السياسة النقدية.

• ترتيبات تتعلق بشكل العلاقة بين البنك المركزي والخزانة العامة:-¹³⁰

أولاً: تشكيل لجان التنسيق

شهد أداء البنوك المركزية تطوراً كبيراً في السنوات الأخيرة فيما يتعلق برسم سياستها النقدية. فقد صاحب الاتجاه نحو إضفاء الاستقلالية على أداء البنوك المركزية اتجاهاً نحو تطوير عملية صنع القرار بشأن صياغة السياسة النقدية من خلال تشكيل لجان لاتخاذ القرارات بدلاً من الاعتماد على القرارات الفردية¹³¹، كما شهدت اتجاهاً نحو مزيدٍ من الشفافية في ممارستها لسياستها النقدية. وتقدم الممارسة العملية من قبل البنوك المركزية بعددٍ من دول العالم الدليل على مزايا لجان السياسة النقدية Monetary Policy Committees، حيث تعد الوسيلة الأفضل لصياغة تلك السياسة.

¹²⁹ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, *op. cit.*, p. 21.

¹³⁰ يتم استخدام مصطلح وزارة المالية (MOF) Ministry of Finance للتعبير عن الجهة المسؤولة عن إعداد والإشراف على تنفيذ خطة الموازنة، وإعداد بيان الإيرادات والنفقات العامة، وموقف الفائض أو العجز في المالية العامة ومصدر تمويل هذا العجز، بينما يشير مصطلح الخزانة العامة The Treasury إلى الهيئة المنوط بها إدارة العمليات المالية للحكومة بأفضل السبل الممكنة، والتي قد تتضمن إدارة الدين، وتوفير المعلومات عن النظام المالي للحكومة... وغيرها من الوظائف. وتختلف وظائف الخزانة العامة من دولة لأخرى وفقاً للوضع الاقتصادي، الخبرة التاريخية، ودرجة التنسيق بين الهيئات الحكومية المختلفة المسؤولة عن إدارة الاقتصاد. ويتم في هذا البحث استخدام أي من المصطلحين للتعبير عن السلطة المالية، بينما يشير البنك المركزي إلى السلطة النقدية.

¹³¹ والتي تُتخذ من قبل محافظ البنك المركزي أو وزير الخزانة العامة أو وزير المالية.

وعادة ما يتم اتخاذ القرارات بشأن السياسة النقدية - وبخاصة فيما يتعلق بتحديد أسعار الفائدة - بصورة أفضل في حالة استنادها إلى لجنة السياسة النقدية وليس لقرارات فردية، نظراً لأن اتخاذ القرارات بأغلبية التصويت يؤدي إلى كفاءة تلك القرارات، وإلى تبادل المعلومات بين الأعضاء باللجنة.¹³² وتتعدد صور لجان التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، فقد تأخذ شكل لجان للسياسة النقدية تتولى مسؤولية رسم وصياغة السياسة النقدية للدولة بالتنسيق مع السياسة المالية وذلك من خلال ممثلين عن وزارة المالية في تلك اللجنة. وعادة ما تكون تلك اللجان تابعة للبنوك المركزية، بينما قد يتم ذلك بالتنسيق بين السياستين في دول أخرى من خلال تشكيل لجان تنسيق Coordination Committees تتولى مسؤولية تحديد أهداف السياسة النقدية بما يحقق الاستقرار في الأسعار وسلامة النظام المصرفي وذلك في إطار السياسة الاقتصادية العامة للدولة، وتضم في عضويتها محافظ البنك المركزي، ونائب المحافظ، وممثلين عن الحكومة، هذا بالإضافة إلى عضوية عدد من الخبرات من المتخصصين في الشؤون الاقتصادية والمصرفية والمالية.

وعادة ما تجتمع هذه اللجان بصفة منتظمة لتبادل المعلومات حول احتياجات الحكومة من التمويل، وتحليل ومناقشة نتائج تقديرات الأرصد النقدية الحكومية، ومتابعة التطورات بالسيولة والأسواق المحلية، ومناقشة استراتيجية تحقيق أهداف إدارة الدين العام وإدارة السياسة النقدية. غير أنه مع تطور الأسواق، عادة ما يقل الاتصال الرسمي عموماً حيث تصبح الاجتماعات متكررة - ولكنها غير رسمية¹³³. وتشير التجارب الدولية إلى قيام المجلس التنسيقي بممارسة العديد من الوظائف والتي يتمثل أهمها فيما يلي:¹³⁴

1. تخطيط المبيعات المنتظمة للأوراق المالية، من خلال تحديد أهداف ربع سنوية وسنوية وفقاً لاحتياجات الحكومة من التدفقات النقدية، وتقدير القدرة الاستيعابية للأسواق (على سبيل المثال: الطلب المحتمل على الأوراق المالية الحكومية)، في ضوء أهداف السياسة النقدية.
2. مناقشة نتائج المشاورات مع المؤسسات المالية حول الأدوات المستخدمة والمقترحة في إدارة الدين العام.
3. إجراء تعديلات في ترتيبات السوق الثانوية (مثل: أنظمة المقاصة، والتسوية، والترتيبات التنظيمية والرقابية).
4. إجراء تعديلات في ترتيبات السوق الأولية (فيما يتعلق بإجراء المزادات على الأوراق المالية، وطرح أدوات جديدة).

¹³² أنظر في ذلك: -

- Clare Lombardelli and James Proudman and James Talbot, "Committees Versus Individuals: An Experimental Analysis of Monetary Policy Decision-Making", *Bank of England, working paper*, No. 165, 2002.

¹³³ Faika El-Refaie, "The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Egypt", *op. cit.*, p. 326.

¹³⁴ V. Sundararajan and Peter Dattels, "Coordinating Public Debt and Monetary Management in Transition Economies: Issues and Lessons from Experience", *op. cit.*, p. 27.

5. القيام بالدراسات وتقديم التوصيات بشأن الأهداف متوسطة وطويلة الأجل للسياسة النقدية واستراتيجية إدارة الدين العام، واستخدام أدوات محددة بغرض الإدارة النقدية، وتطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية.

ثانياً: تحديد الجهة المنوط بها وظيفة إدارة الدين العام:

عند استعراض تاريخ البنوك المركزية، نجد أن أحد الأهداف الرئيسية من إنشائها هو إقراض الحكومة عند الحاجة.¹³⁵ وهو ما تؤكد عليه Broz (1998)¹³⁶ حيث ترى أن السبب الرئيسي وراء تأسيس البنوك المركزية في معظم دول العالم قبل عام 1850 إنما يعود بالأساس إلى حاجة الحكومات لتمويل الأغراض العسكرية، حيث تم تأسيس تلك البنوك لتمويل العجز المالي خلال فترات الحروب. وقد لعبت البنوك المركزية في عديد من دول العالم دور الوكيل المالي للحكومة، حيث منح الإطار التشريعي المنظم لإدارة الدين العام السلطة للخبزانة العامة أو وزارة المالية للاقتراض نيابة عن الحكومة، بينما أضيف على البنك المركزي صفة مستشار الحكومة ووكيلها المالي. وتجدر الإشارة إلى أنه قد مارست البنوك المركزية ذلك الدور في الماضي نظراً لكونها مؤسسات متعددة الوظائف Multi-Functional Institutions وتمثل هدفها بالأساس في ضرورة توفير التمويل اللازم للحكومة. وبالرغم مما أضفاه ذلك الترتيب المؤسسي من سهولة في التنسيق بين السياستين المالية والنقدية إلا أنه أدى إلى التعارض بين دور البنك المركزي في رسم السياسة النقدية كمثل للسلطة النقدية ودوره كوكيل ومستشار مالي للحكومة.¹³⁷

وتتعدد الوظائف التي يؤديها البنك المركزي عند ممارسته لدوره كبنك للحكومة ومستشارها المالي، حيث يقوم البنك المركزي بالاحتفاظ بالأرصدة النقدية للوزارات المختلفة والمؤسسات العامة وجميع أجهزة الدولة، كما يتولى تحصيل إيرادات الدولة وصرف ما يستحق عليها من التزامات بموجب شيكات تُسحب على البنك. فضلاً عن ذلك فإن البنك المركزي يقدم القروض قصيرة الأجل للدولة لتغطية بعض الالتزامات الموسمية أو الطارئة التي تتعرض لها الدولة. كذلك يتولى البنك المركزي إدارة الدين العام للدولة والإشراف على بيع السندات الحكومية وأذون الخزانة عند إصدارها وتسديد فوائدها وكوبونات مثل هذه الأوراق الحكومية. ويمتد عمل البنك المركزي للحكومة إلى النشاط الخارجي ولا يقتصر على المجال الداخلي، حيث يقوم بالاحتفاظ بأرصدة الحكومة من العملات الأجنبية والذهب لدفع التزاماتها لدى الدول والبنوك الأجنبية ويقوم بتحصيل حقوقها لديها.

¹³⁵ نبيل حشاد، مرجع سبق ذكره، ص 124.

¹³⁶ J. Lawrence Broz, "The Origins of Central Banking: Solutions to the Free-Rider Problem", *International Organization*, spring 1998, 52(2), p. 239.

¹³⁷ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, *op. cit.*, pp. 21-22.

ويعتبر البنك المركزي المستشار المالي للدولة والمُنْفِذ لسياستها والمرتبطة بالتحكم في الأوضاع الاقتصادية والمالية والرقابة على الصرف.¹³⁸

وقد شهدت الفترة الحالية اتجاهاً نحو الفصل بين إدارة الدين العام والسياسة النقدية¹³⁹، وما يصاحبه من الحد من دور البنك المركزي كوكيل مالي للحكومة وتوجيه ذلك الدور إلى جهة أخرى يعهد إليها بإدارة الدين العام. ولكن، لا بد من توافر عدد من المتطلبات لذلك الفصل حتى يتأتى تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة ويتمثل أهمها في: استقرار الاقتصاد، تطور الأسواق المالية، وتبني أدوات غير مباشرة في إدارة السياسة النقدية.¹⁴⁰

وفي هذا السياق، أوضح Nordhaus, Schultzer, Fischer (1994)¹⁴¹ أنه مع تأكيد أهمية تحقيق الاستقرار في الأسعار كأحد الأهداف الاقتصادية العامة للدولة، أصبح هناك ضرورة للفصل بين وظائف السياسة النقدية والوظائف المالية للحكومة وذلك للحد من التعارض بين السياستين، وهو الأمر الذي أوضحه Fischer (1995)¹⁴² في دراسة أخرى، حيث أشار إلى أن إدارة الدين العام من قبل الخزانة العامة أو هيئة أخرى منفصلة يسهم في تجنب التعارض بين رغبة الحكومة في خفض أعباء خدمة الدين وبين أهداف السياسة النقدية، وسواء كان البنك المركزي يمارس دور بنك الحكومة أو لا يقوم بذلك الدور، فلا بد من التنسيق بين إدارة السلطات المالية للتدفقات النقدية للحكومة من جهة، والبنك المركزي من جهة أخرى.

ومع ذلك، فإن تحقيق درجة ملائمة من الفصل بين إدارة الدين العام والسياسة النقدية قد يكون أكثر صعوبة في الدول ذات الأسواق المالية الأقل تطوراً، لأن عمليات إدارة الدين قد يكون لها تأثير أكبر على مستوى أسعار الفائدة وعلى أداء سوق رأس المال المحلية، ومن ثم يتعين الاهتمام بتتابع الإصلاحات المؤسسية لتحقيق هذا الفصل. وفيما يعد مشاركة هامة لصندوق النقد والبنك الدوليين، فقد تم الإعلان عن "المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام" والتي تتضح أهميتها في مساعدة صانعي السياسات على النظر في الإصلاحات الرامية إلى تقوية نوعية إدارتهم للدين العام والحد من حساسية بلدانهم للصدمات المالية الدولية، ولا تعتبر تلك المبادئ التوجيهية مجموعة من الممارسات الملزمة أو المعايير الجامدة، وإنما يختلف تطبيق هذه المبادئ من دولة إلى أخرى، حسب ظروف هذه الدولة ومرحلة التطور المالي التي تشهدها أسواقها المحلية.¹⁴³

¹³⁸ سامي عفيفي حاتم، مرجع سبق ذكره، ص ص 190-191.

¹³⁹ وهو ما يُعرف في الكتابات الحديثة بـ "The Trend Toward a "Divorce" Between Debt Management and Monetary Policy.

¹⁴⁰ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, *op. cit.*, pp. 22.

¹⁴¹ William D. Nordhaus; Charles L. Schultzer; Stanley Fischer, "Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal", *op. cit.*, p.142.

¹⁴² Stanley Fischer, "Modern Approaches to Central Banking", *NBER Working Paper Series*, No. 5068, March 1995, p. 4.

¹⁴³ "المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام"، أعدتها خبراء صندوق النقد والبنك الدوليين، 21 مارس 2001،

وعادة ما تختلف الجهة المنوط بها إدارة الدين الحكومي من دولة إلى أخرى، كذلك تختلف من حيث نشاطها في سوق الإصدار أو السوق الثانوية، فيشير Gray (1996)¹⁴⁴ إلى الاختلاف الواضح في تلك الترتيبات المؤسسية، ففي بعض الأحيان قد يُعهد إلى بنك مركزي مستقل بمهمة تنفيذ السياسة النقدية، بينما تتولى الخزانة العامة/وزارة المالية مسؤولية إدارة الدين العام، وفي بعض الدول الأخرى، قد يُعهد بالمسؤولية النهائية للخزانة العامة في الإدارة النقدية وإدارة الدين العام - على حدٍ سواء - ولكن استناداً إلى مشورة البنك المركزي، أو قد تتم إدارة الدين العام من خلال وحدة تابعة للبنك المركزي. وفي بعض الحالات الأخرى، وبخاصة عندما يمثل الاقتراض بالعملية الأجنبية جزءاً ملموساً في برنامج إدارة الدين - قد يتم تكوين مكتب منفصل يختص بإدارة الدين العام أو يكون تابعاً لوزارة المالية. وقد أصبح هناك اتجاهاً بين عديد من الدول نحو تفويض مسؤولية إدارة الدين لمكتب منفصل لإدارة الدين العام وذلك في محاولة منها لزيادة كفاءة إدارة الدين.¹⁴⁵

ويشير McConnachie (1996)¹⁴⁶ إلى اختلاف الجهة المنوط بها إدارة الدين العام من حيث نشاطها في سوق الإصدار أو السوق الثانوية، ففي سوق الإصدار Primary Market عادة ما يتم اتخاذ القرارات المتعلقة بإدارة الدين العام من قِبل وزارة المالية حيث تعد إدارة الدين جزءاً من عمل السياسة المالية. ولكن، عادة ما تستعين وزارة المالية بخبرة البنك المركزي في هذا المجال نظراً لدوره كوكيل ومستشار مالي وخبرته في سوق الإصدار، كما قد يتم إسناد مسؤولية إدارة الدين العام إلى وحدة منفصلة تختص بإدارة الدين الحكومي. وفيما يخص السوق الثانوية Secondary Market فعادة ما تلقى المسؤولية على عاتق البنك المركزي، نظراً للعلاقة الوثيقة بين عمليات البنك المركزي في سوق النقود Money Market Operations - والتي تتم في سياق إدارته للسياسة النقدية - وبين إدارة الدين العام. ونخلص من العرض السابق، إلى أهمية توافر تلك الركائز المؤسسية لكفاءة عملية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، وتحديد وظائف وأهداف السياسة النقدية والمالية واستراتيجية إدارة الدين العام بشكل واضح في الأطر القانونية المنظمة لعمل تلك الجهات.

2/4 ترتيبات تتعلق بآليات التنفيذ:

• البرمجة النقدية: -

ظهرت أهمية البرنامج النقدي -كإطار لصياغة ورسم السياسة النقدية - من خلال إسهامه في تحقيق أهدافاً نقدية محددة خلال مدى زمني معين، وإبرازه للتداخل بين السياستين المالية والنقدية ويوجد

ص ص 5-16. الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي على شبكة الانترنت: www.imf.org

¹⁴⁴ Simon Gray, *op. cit.*, p.12.

¹⁴⁵ Elizabeth Currie, Jean-Jacques Dethier and Eriko Togo, "Institutional Arrangements for Public Debt Management", The World Bank, *Policy Research Working Paper*, WPS 3021, April 2003, p. 5.

¹⁴⁶ Robin McConnachie, "Primary dealers in government securities markets", Centre for Central Banking Studies, *Handbooks in Central Banking*, No.6, Bank of England, London, May 1996, p. 24.

نوعان من البرمجة النقدية أما النوع الأول فيعرف "بالبرنامج النقدي بمفهومه الواسع" Broad Money Program والذي يتضمن تقدير التطورات الشهرية وربع السنوية للإجماليات النقدية، ويتم الأخذ بهذا النوع من البرامج في حالة عدم تطور الأسواق المالية وكذا عند استخدام الأدوات المباشرة في إدارة السياسة النقدية. ويسهم ذلك النوع من البرامج النقدية في رسم الأهداف الرئيسية للسياستين المالية والنقدية وتقدير دالة الطلب على النقود وتحديد مصادر الائتمان المحلي. كما يتم تحديد التغير المستهدف في الأرصدة النقدية في ضوء التطورات التي تطرأ على صافي الأصول الأجنبية، وصافي الأصول المحلية أخذاً في الاعتبار التقديرات الخاصة بمعدل التضخم، والنمو الاقتصادي، وأداء ميزان المدفوعات. وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن الاعتماد على هذا البرنامج في التنسيق بين السياستين على المستوى اليومي.¹⁴⁷ أما النوع الثاني والخاص "بإدارة نقود الاحتياطي" Reserve Money Program فيستخدم في وضع تقديرات يومية وأسبوعية لنقود الاحتياطي بالبنك المركزي. ويؤدي تطور الأسواق المالية ونضج سوق النقود إلى تطبيق هذا النوع من البرامج النقدية. كما يرتبط استخدام هذا النوع من البرامج مع تطور الأدوات غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية. وتسهم إدارة نقود الاحتياطي في رسم العمليات النقدية التي يمارسها البنك المركزي في سوق النقود وفي وضع تقديرات للنبود الأساسية في ميزانية البنك المركزي. ولذلك، يتم الاستعانة بذلك البرنامج في التنسيق على المستوى اليومي بين السياستين المالية والنقدية.¹⁴⁸

وقد شهد عقد الثمانينيات من القرن الماضي تأكيداً أن استهداف الإجماليات النقدية كأهداف وسيطة للسياسة النقدية - وهو ما يشار إليه "بالاستهداف النقدي" Monetary Targeting أو تطبيق البرامج النقدية بمفهومها الواسع - قد حقق نتائج غير مرضية بعيداً من الدول، ففي ظل ذلك الاستهداف يقوم البنك المركزي بتغيير أدواته (مثل أسعار الفائدة) للسيطرة على الإجماليات النقدية والتي تعد من المحددات الرئيسية للتضخم على المدى الطويل. وبذلك، تعتمد فعالية ذلك الاستهداف على وجود علاقة مستقرة بين تلك الإجماليات ومعدل التضخم. وعادة ما تستخدم معادلة نظرية كمية النقود كإطار عمل في الاستهداف النقدي. أي أنه يجب أن يتمتع البنك المركزي بسيطرة كاملة على نمو الأرصدة النقدية وذلك من خلال قدرته على التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للمتغيرات النقدية باستخدام البرنامج النقدي، ويتم وضع الهدف النقدي الوسيط في ضوء تحديد هدف نهائي مرغوب فيه للتضخم المستقبلي، وتقدير مستوى النمو المحتمل للنتائج الحقيقي، وتوقع الاتجاه المستقبلي في نمو سرعة النقود.¹⁴⁹ غير أن قيام المؤسسات المالية بتطوير بدائل للنقود ترتب عليه استقرار الطلب

¹⁴⁷ يتم في البرنامج النقدي استخدام البرامج الإحصائية في التنبؤ بالمتغيرات النقدية واستخدام النماذج القياسية والتي تتضمن المتغيرات النقدية علاوة على عدد من المتغيرات الاقتصادية الأخرى: كمعدل النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، وسعر الصرف الأجنبي، والاحتياطيات الدولية.

¹⁴⁸ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, *op. cit.*, p. 24.

¹⁴⁹ هوجارث، جلين، "مقدمة في السياسة النقدية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 15-16.

على النقود، وعدم وجود ضرورة لارتباط معدلات التضخم بالنقود على المدى القصير، الأمر الذي دفع عدة دول إلى التخلي عن الاستهداف النقدي والتحول إلى تطبيق استهداف التضخم كإطار لتنفيذ السياسة النقدية.¹⁵⁰ ومن ثمّ عدم الأخذ بالبرمجة النقدية بمفهومها الواسع. ومن ناحية أخرى، تمارس دول عديدة - تتبنى إطار استهداف التضخم - البرمجة النقدية الخاصة بإدارة نقود الاحتياطي لتقدير ومتابعة التطورات في التدفقات النقدية، ولا تعنى تلك المتابعة أن البنك المركزي يستهدف تلك الإجماليات كأهدافٍ وسيطة للسياسة النقدية، وإنما يستهدف البنك المركزي معدل التضخم كهدف نهائي لسياسته النقدية ويعتمد على أسعار الفائدة قصيرة الأجل كهدف تشغيلي.¹⁵¹ وبالتالي، تظهر أهمية النوع الثاني من البرمجة النقدية في سبيل تعزيز التنسيق على المستوى اليومي.

• التنسيق على المستوى اليومي: -

يرى Gray (1996)¹⁵² أنه عادة ما يكون للتدفقات النقدية المرتبطة بالاقتراض الحكومي تأثيراً على السيولة على المستوى اليومي في سوق النقود. ولذلك، فعلى متخذي القرار بشأن السياسة النقدية وإدارة الدين العام - في كل من سوق الإصدار والسوق الثانوية - أن يكونوا على دراية بإجراءات السياسة الأخرى. ومن هنا، تتضح أهمية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية على المستوى اليومي، حيث تعتمد فرص نجاح العمليات التي تتم في السوق النقدية على وجود علاقات مالية سليمة بين البنك المركزي والحكومة.¹⁵³ وفي سبيل تعزيز عملية التنسيق بين السياستين على المستوى اليومي، اتجه عدد من البنوك المركزية إلى وضع برامج لإصلاح سوق النقود حيث تمثل الهدف من تلك البرامج في تحقيق الاستقرار في معدلات الفائدة لليلة واحدة بحيث تتسق والمعدلات الرسمية التي تعلنها لجان السياسة النقدية التابعة للبنوك المركزية، وإلى توفير إطار جيد لإدارة سيولة الجهاز المصرفي، كما يتطلب التنسيق على المستوى اليومي، أن تتبادل سلطات إدارة الدين العام والسلطات المالية والنقدية المعلومات المتعلقة باحتياجات الحكومة الحالية والمستقبلية من السيولة، فنظراً لأن العمليات النقدية تتم في أغلب الحالات باستخدام أدوات وأسواق الدين الحكومي، يكون لاختيار الأدوات النقدية وإجراءات التشغيل أثر على عمل هذه الأسواق، وربما على الوضع المالي للمتعاملين في تلك الأسواق. هكذا، تتطلب الإدارة الفعالة للسياسة النقدية فهماً تاماً للتدفقات المالية الحكومية قصيرة وطويلة الأجل. ولذلك، كثيراً ما يعقد مسئولو إدارة الدين والمسئولين عن

¹⁵⁰ Enzo Croce and Mohsin S. Khan, *op. cit.*, p. 49.

¹⁵¹ الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي على شبكة الانترنت:

- International Monetary Fund, "Monetary Policy and Inflation Targeting in Chile", in "Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Economies" , Seminar held in Rio de Janeiro, Brazil, May 1999, p. 60 , available at: www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/stratop.html

¹⁵² Simon Gray, *op. cit.*, p. 12.

¹⁵³ Stefan Ingves and others, "Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development", *The International Monetary Fund*, The Monetary and Financial Systems Department, October 2004, p. 18.

السياستين المالية والنقدية اجتماعاتٍ لبحث عدد كبير من قضايا السياسة الاقتصادية، كما يتم التنسيق فيما بينهم بخصوص عملياتهم السوقية للتأكد من أنهم لا يعملون جميعاً في نفس الجزء من السوق في الوقت ذاته.¹⁵⁴ وحتى يحقق البنك المركزي أهدافه من التنسيق على المستوى اليومي، فإنه يستخدم عددًا من الأدوات، مثل عمليات السوق المفتوح والتي تمثل الأداة الرئيسية للعمليات النقدية حيث توجه أسعار الفائدة، وتوفّر السيولة. وقد يتم استخدام التسهيلات القائمة والتي تسهم في مواجهة النقص في السيولة كما تلعب دوراً قوياً في الحد من تقلبات سعر الفائدة. وقد تلجأ أيضاً بعض البنوك المركزية إلى وضع شروط على نسبة الاحتياطي التي تحتفظ بها البنوك التجارية لديه، وذلك بهدف صنع درجة من الاستقرار في السيولة. ومن ناحية أخرى، قد تواجه بعض الدول تحديات كبيرة أثناء ممارستها لتلك العمليات النقدية، والتي يُعد من أهمها على الإطلاق ضرورة الحد من قدرة الحكومة على الاقتراض المباشر من البنك المركزي وبخاصة في حالة الدول التي شهدت تاريخاً طويلاً من الهيمنة المالية، وتلك التي تنتم بضعها أسواقها المالية، وباستمرار البنك المركزي في ممارسته لدور بنك الحكومة.¹⁵⁵

ويتضح مما سبق، أن فعالية إدارة السيولة تتطلب متابعة التغيير في الأرصدة الحكومية لدى البنك المركزي، وإتباع سياسات تنتم بالكفاءة في إدارة تلك الأرصدة، وذلك من خلال التنسيق بين السياستين المالية والنقدية بشأن حدود التمويل المسموح به للحكومة من قِبَل البنك المركزي. وعادة ما يسهم تشكيل لجان التنسيق كأحد الترتيبات الهامة في هذا المجال، حيث تتيح وزارة المالية للبنك المركزي بياناتها بشأن التنبؤ بالمسار المستقبلي للأرصدة النقدية الحكومية، مما يساعد البنك المركزي في إدارة السيولة بكفاءة، الأمر الذي يسهم في الحد من تقلبات أسعار الفائدة، والحد من المخاطر التي قد تترتب على العمليات في سوق النقود، مما يدفع لوجود أسواق متطورة للأوراق المالية الحكومية وإتباع سياسة تستند إلى استخدام أدوات غير مباشرة في الإدارة النقدية.¹⁵⁶

¹⁵⁴ صندوق النقد الدولي، "المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام"، مرجع سبق ذكره، ص 15 - 16.

¹⁵⁵ في ظل تلك العوامل، قد يفقد البنك المركزي قدرته على التحكم في ميزانيته نتيجة للاعتماد الحكومي المفرط على الاقتراض المباشر منه، الأمر الذي يؤدي إلى ضخ مزيد من السيولة بما يتجاوز قدرة البنك المركزي على امتصاصها من خلال العمليات النقدية نتيجة لعدم تطور تلك الأسواق. وفي تلك الحالة، يكون السبيل الوحيد أمام البنك المركزي هو الاعتماد على الإجراءات الإدارية أو الإقناع الأدبي للحد من الآثار السلبية لتلك العمليات على ميزانيته. وهنا تظهر أهمية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية للحد من قدرة الحكومة على الحصول على الائتمان من البنك المركزي، حتى نصل للحالة التي يتأتى فيها للحكومة تمويل عملياتها المالية من خلال السوق النقدية. يمكن الرجوع إلى: Stefan Ingves and others, *op. cit.*, p. 19.

¹⁵⁶ Clemente Del Valle and Piero Ugolini, "The Development of Domestic Markets for Government Bonds" in "The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries", *Brooking Institution Press*, Washington, D.C., 2003, p. 52.

أهم النتائج المستخلصة

يتضح من العرض النظري لقضية التنسيق بين السياستين أهميته خاصة مع تحول عديد من الدول نحو نظم سعر الصرف المرنة والتخلي عن سعر الصرف كركيزه اسميه، وتطبيق استهداف التضخم كآلية لتنفيذ السياسة النقدية، كما تتضح أيضاً مع تأكيد عديد من المنظمات الدولية - كصندوق النقد والبنك الدوليين - ضرورة تطوير الأسواق المالية المحلية نظراً لارتباط فاعلية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية بدرجة تطور الأسواق المالية، حيث يُسهم هذا التطور في توفير بدائل أخرى لتمويل العجز المالي والحد من الاقتراض الحكومي المباشر من البنك المركزي لأغراض تمويل ذلك العجز. وقد يسهم تشكيل مجلس تنسيقي للسياستين في الموائمة بين مصادر التمويل المختلفة للعجز المالي.

قائمة المراجع:

- الحمادي، يمن، " استقلالية البنك المركزي وأثره على السياسة النقدية"، معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري، 1994.
- السعيد، هالة ، نجوى عبد الله سمك، " دراسة تحليلية لسوق السندات في جمهورية مصر العربية"، سلسلة دراسات اقتصادية، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة، العدد 17، يناير 2001.
- السمالوطي، جنات، " الإصلاح المالي والضريبي في مصر بين اعتبارات الكفاءة الاقتصادية ومقتضيات العدل الاجتماعي"، مجلة مصر المعاصرة، العددان 349-440، السنة السادسة والثمانون، يوليو/أكتوبر 1995.
- الشناوي، عبد الله، " السياسة الائتمانية وعلاقتها بالسياسة المالية في الاقتصاد المصري في الفترة من 1980-1995"، رسالة دكتوراة غير منشورة، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 2002.
- العباس، بلقاسم، " سياسات أسعار الصرف"، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد الثالث والعشرون، نوفمبر 2003 - السنة الثانية.
- الغندور، أحمد، " حول السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي في مصر"، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، قسم الاقتصاد، سلسلة أوراق بحثية، العدد العاشر، مايو 2000.
- الفنيش، محمد، " القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة"، صندوق النقد العربي، والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي بالتعاون مع صندوق النقد والبنك الدوليين، وقائع الندوة المنعقدة في إبريل 2000 ، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
- حاتم، سامي، " اقتصاديات النقود والبنوك"، الطبعة الأولى، دار الإسراء للطباعة، 2003.
- حشاد، نبيل، " استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة"، اتحاد المصارف العربية، 1994.
- جبيلي ، عبد العلي ، فيتالي كرامارنكو، " اختيار نظم الصرف في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا"، صندوق النقد الدولي ، 2003، دراسة منشورة على الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي <http://www.imf.org>

- صندوق النقد الدولي، "ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ"، سبتمبر 1999، الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي على شبكة الانترنت.
- صندوق النقد الدولي، "الميثاق المنقح للممارسات السليمة في مجال شفافية المالية العامة"، تم تحديثه في 28 فبراير 2001، الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي على شبكة الانترنت.
- صندوق النقد والبنك الدوليين، "المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام"، 21 مارس 2001، الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي على شبكة الانترنت.
- عشاوى، عشاوى، "عجز الموازنة العامة-الحالة المصرية- الأسباب- العلاج"، مجلة مصر المعاصرة، العددان 451 - 452 السنة التاسعة والثمانون، يوليو/ أكتوبر 1998، القاهرة.
- عويس، أحمد عبد الحليم، "استقلالية البنك المركزي وأثرها على كفاءة إدارة السياسة النقدية: دراسة تحليلية مقارنة مع إشارة خاصة لحالة مصر"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2003.
- مجلس الوزراء، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، "تجارب دولية في السيطرة على عجز الموازنة"، قطاع الدراسات التنموية، يناير 2005، الموقع الرسمي للمركز على شبكة الانترنت: <http://www.idsc.gov.eg>
- محيى الدين، محمود، "هيكل الجهاز المصرفي والمنافسة في مصر"، مجلة البنوك، اتحاد بنوك مصر، العدد السابع والعشرون، يناير- فبراير 2001.
- محيى الدين، محمود، "استقلال البنوك المركزية"، مجلة البنوك، اتحاد بنوك مصر، العدد الثالث والثلاثون، إبريل- مايو 2002.
- معتوق، سهير، "السياسة النقدية في التحليل الكينزي والنقدي مع إشارة خاصة للبلاد المتخلفة"، مجلة مصر المعاصرة، العددان 407-408، السنة الثامنة والسبعون، يناير/ إبريل 1987، القاهرة.
- معتوق، سهير، "النظريات والسياسات النقدية"- الدار المصرية اللبنانية- الطبعة الأولى- 1989.
- معتوق، سهير، "استقلالية البنك المركزي"، مجلة البنوك، اتحاد بنوك مصر، العدد السابع والعشرون، يناير- فبراير 2001.
- هاشم، مصطفى، "قياس آثار السياسة المالية والنقدية على أهم المتغيرات الكلية في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1974 - 1996/ 1997) واتجاهاتها المستقبلية"، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة قناة السويس، كلية التجارة بالإسماعيلية، قسم الاقتصاد، 2001.
- هوجارث، جلين، "مقدمة في السياسة النقدية"، بنك إنجلترا، مركز دراسات البنوك المركزية، نسخة مترجمة من الكتيب رقم 1 من كتيبات مركز دراسات البنوك المركزية، مايو 1996.

References:

- Agénor, Pierre- Richard, “Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting”, *World Bank WP*. No.2511, December 2000.
- Alesina, Alberto and Lawrence Summers, “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, No.2, May 1993.
- Amtenbrink, Fabian and Jakob Dehaan, “Economic Governance in the European Union: Fiscal Policy Discipline versus Flexibility”, *Common Market Law Review*, Vol. 40, 2003.
- Begg, Iain, “*Europe: Government and Money*”, *The Federal Trust for Education and Research*, 2002.
- Bofinger, Peter, “Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments”, *Oxford University Press*, The United Kingdom, 2001.
- Benhabib, Jess and Stefano Eusepi, “The Design of Monetary and Fiscal Policy: A Global Perspective”, *Paper Presented at a conference held in Federal Reserve Bank of San Francisco*, March 2005.
- Bennett, Herman and Norman Loayza, “Policy Biases When the Monetary and Fiscal Authorities Have Different Objectives”, *Central Bank of Chile*, WP.No.66, March 2000, available at:
<http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc66.pdf>
- Bernanke, Ben S. and Frederic S. Mishkin, “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? ”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No.2, Spring 1997.
- Borrero, Alberto, “On the Long and Short of Central Bank Independence, Policy Coordination, and Economic Performance”, *International Monetary Fund*, WP. No.19, February 2001.
- Broz, J. Lawrence, “The Origins of Central Banking: Solutions to the Free-Rider Problem”, *International Organization*, No. 52(2), Spring 1998.
- Cardoso, Eliana and Ahmed Galal, “*Monetary Policy and Exchange Rate Regimes: Options for the Middle East*”, The ECES, The 5th book, April 2002.
- Cherneff, R. V., “Policy Conflict and Coordination Under Fixed Exchanges: The Case of an Upward Sloping IS Curve”, *The Journal of Finance*, Vol. 31, No. 4, September 1976.
- Christiano, Lawrence J. and Terry J. Fitzgerald, “Understanding the Fiscal Theory of the Price Level”, *NBER Working Paper*, No. 7668, April 2000.

- Cottarelli, Carl, “Limiting Central Bank Credit to the Government: Theory and Practice”, *International Monetary Fund, Occasional Paper*, No.110, December 1993.
- Croce, Enzo and Khan S.Mohsin , “Monetary Regimes and Inflation Targeting”, *International Monetary Fund, Finance and Development*, Vol. 37, No. 3, September 2000
- Currie, Elizabeth, Jean-Jacques Dethier and Eriko Togo, “Institutional Arrangements for Public Debt Management”, *The World Bank, Policy Research Working Paper*, WPS 3021, April 2003.
- Dahan, Momi, “The Fiscal Effects of Monetary Policy”, *International Monetary Fund*, WP. No.66, May 1998.
- Dixit , Avinash and Luisa Lambertini, “ Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies”, *American Economic Review*, Vol. 93(5), 2003 .
- Dalton, John and Claudia Dziobek, “Central Bank Losses and Experiences in Selected Countries”, *International Monetary Fund*, WP. No. 72, April 2005.
- Duttagupta, Rupa, Gilda Fernandez and Cem Karacadag, “ From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility”, *International Monetary Fund*, WP. No. 126, July 2004.
- Eatwell, J.,Milgate,M. and Newman,P., “The New Palgrave: A Dictionary of Economics”, Vol. 3, The Macmillan Press Limited, London, 1987.
- Enoch, Charles and Anne-Marie Gulde, “Are Currency Boards a Cure for All Monetary Problems?”, *International Monetary Fund, Finance and Development*, Volume 35, Number 4,1998.
- Fatás, Antonio, and Andrew K. Rose, “ Do Monetary Handcuffs Restrain Leviathan? Fiscal Policy in Extreme Exchange Rate Regimes”, *International Monetary Fund, Staff Papers*,Vol.47, 2001.
- Fischer, Stanley, “Central-Bank Independence Revisited”, *The American Economic Review*, Vol. 85, No.2, January 1995.
- Fischer, Stanley,“ Modern Approaches to Central Banking”, NBER Working Paper Series, No. 5068, March 1995.
- Fischer, Stanley, “ Distinguished Lecture on Economics in Government: Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? ”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.15,No.2, Spring 2001.
- Frankel, Jeffrey A., “No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times”, NBER, WP. No.7338, September 1999.

- Frankel Jacob,A., Goldstein Morris, and Masson Paul, R., “ International Dimensions of Monetary Policy: Coordination Versus Autonomy”, in “ Monetary Policy Issues in the 1990s” , *Symposium Series ,Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1989.
- Gali, Jordi and Tommaso Monacelli, “ Optimal Fiscal Policy in a Monetary Union”, Paper presented at a conference held in Federal Reserve Bank of San Francisco, March 2005.
- Goyal, A., “Coordinating Monetary and Fiscal Policies: A Role for Rules?”, The India Development Report, Kirit S. Parikh and R. Radhakrishna (ed.), IGIDR and Oxford University Press,2002.
- Gray, Simon, “The Management of Government Debt”, Centre for Central Banking Studies, Handbooks in Central Banking,No.5, Bank of England, 1996.
- Guillermo, Calvo, and Carmen Reinhart, “Fear of Floating”, NBER, WP.No. 7993 ,November 2000.
- Hall, Stephen, Brian Henry and James Nixon, “ Central Bank Independence and Coordinating Monetary and Fiscal Policy”, *Economic Outlook*,Vol.23,Issue 2, January 1999.
- Handa , Jagdish, “*Monetary Economics*”, London, Routledge, 2000.
- Hayo, Bernd and Carsten Hefeker, “ Do We Really Need Central Bank Independence? A Critical Re-examination”, University of Basel, Discussion Paper 01/03, March 2001.
- Hodson, Begg, and Maher, “Economic Policy Coordination in the European Union”, *National Institute Economic Review*, No. 183, January 2003.
- Hughes, Andrew Hallett and Diana N. Weymark, “Independent Monetary Policies and Social Equity”, *Economics Letters*, Vol.85, 2004.
- Ingves , Stefan and others, “ Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development”, *International Monetary Fund*, The Monetary and Financial Systems Department, October 2004.
- International Monetary Fund , “*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*”, Different Issues.
- International Monetary Fund, “*World Economic Outlook (WEO)*”, Different Issues.
- International Monetary Fund, “*Developing Government Bond Markets- A Handbook*”, Special Spring Meetings Edition, 2001.
- Jácome, Luis I. and Francisco Vázquez, “Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean”, International Monetary Fund, *WP.NO. 75* ,2005.

- Jeffrey D. Sachs, Felipe Larrain B., “*Macroeconomics in the Global Economy*”, Harvester Wheatsheaf, 1993.
- Karl, Brunner, and Meltzer Allan H., “An Aggregative Theory for a Closed Economy,” in *Monetarism*, Jerome Stein, ed. North-Holland, 1976.
- Mervyn, King, “Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline” , in “ Budget Deficit and Debt : Issues and Options ”, *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1995.
- Kopits, George and Steven Symansky, “Fiscal Policy Rules”, *International Monetary Fund, Occasional Paper No.162*, Washington DC., 1998.
- Kydland, Fin and Edward Prescott , “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency o Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, Vol.85, No.3, June 1977.
- Lambertini, Luca and Riccardo Rovelli, “Monetary and Fiscal Policy Coordination and Macroeconomic Stabilization: A Theoretical Analysis”, available at: <http://www2.dse.unibo.it/wp/464.pdf>
- Latter, Tony, “The Choice of Exchange Rate Regime”, *Centre for Central Banking Studies, Handbooks in Central Banking, No.2, Bank of England*, 1996.
- Laurens, Bernard and Enrique G. de la Piedra, “Coordination of Monetary and Fiscal Policies”, *IMF, WP. No.25*, March 1998.
- Marszalek, Pawel, “Coordination of Monetary and Fiscal Policy”, *The Poznan University of Economics, Volume 3, Number 2*, 2003.
- Masson, Paul R., Miguel A. Savastano, and Sunil Mussa, “ The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”, *International Monetary Fund, WP. No. 130*, October 1997.
- McConnachie , Robin, “Primary dealers in government securities markets”, *Centre for Central Banking Studies, Handbooks in Central Banking, No.6, Bank of England, London, May 1996*.
- Mishkin, Frederic S., “What Should Central Banks Do? ”, *Federal Reserve Bank of St. Louis*, November-December, Paper Prepared for the Homer Jones Lecture, March 2000.
- Mishkin, Frederic S., “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, *NBER, WP. No. 7618*, March 2000.
- Mishkin, Frederic S., “ Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries? ”, *NBER , WP, No. 10646*, July 2004.

- Neyapti, Bilin, “Budget Deficit and Inflation: The Roles of Central Independence and Financial Market development”, *Contemporary Economic Policy*, Vol. 21, No. 4, October 2003.
- Nordhaus, William D.; Charles L. Schultzer; Stanley Fischer, “Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1994, No.2 (1994).
- Rogoff, Kenneth, “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No.4, November 1985.
- Sargent, Tomas and Neil Wallace, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, Vol. 5, Fall 1981.
- Schinasi, Garry J., “Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets”, *International Monetary Fund, WP. No.121*, June 2003.
- Spiegel, Mark M., “Central Bank Independence and Inflation Expectations: Evidence from British Index-Linked Gilts”, *Federal Reserve Bank of San Francisco, FRBSF Economic Review*, No.1,1998.
- Sundararajan, V. and Peter Dattels, “Coordinating Public Debt and Monetary Management: Institutional and Operational Arrangements”, *International Monetary Fund*, 1997.
- Svensson, Lars E., “Monetary Policy and Real Stabilization”, *NBER, WP.No.9486*, February 2003.
- Taylor, John B., “Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline” in “Budget Deficit and Debt: Issues and Options”, *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1995.
- Thadden, Leopold von, “Active Monetary Policy, Passive Fiscal Policy and the Value of Public Debt: Some Further Monetarist Arithmetic”, *Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank*, Discussion Paper 12/03, June 2003.
- Trenquallye, Pierre de, “Monetary Policy Coordination Under Fixed and Floating Exchange Rates”, *The Economic Journal*, Vol. 100, No. 400, Conference Papers,1990.
- Walsh, Carl E., “Optimal Contracts for Central Bankers”, *The American Economic Review*, Vol. 85, No.1, March 1995.
- Woodford, Michael, “Price Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate”, *NBER, WP. No. 5204*, August 1995.
- Woodford, Michael, “Fiscal Requirements for Price Stability”, *NBER, WP. No. 8072*, January 2001.

- Worrell, DeLisle, “Monetary and Fiscal Coordination in Small Open Economies”, *International Monetary Fund, WP. No.56*, March 2000.
- The Staffs of the World Bank and the IMF, “Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Documents and Selected Case Studies”, 2003.