

Ministry of High Education and Scientific Research
Financial and Banking Sciences Department
University of Karbala

المحاضرة الثامنة سياسات نقدية ومالية

مقدمة الى الدكتور عباس الدعي

اعداد الطالبة

زينة ضياء عبد علي

2017

Government Budget Constraint

قيود الميزانية الحكومية

وعلى الحكومات أن تمول نفقاتها وأن لديها عددا من المصادر: والضرائب، والاقتراض من الجمهور، والاقتراض من البنك المركزي. الأخير سيكون معادلا لزيادة المعروض النقدي أو في أسلوب يومي وطباعة النقد. يمكننا كتابة قيود الميزانية الحكومية كما

$$G = T + \frac{\Delta B}{iP} + \frac{\Delta M}{P}$$

حيث G و T هما، على التوالي، النفقات الحكومية والضرائب بالقيمة الحقيقية. B هو عدد السندات القائمة. لذلك، $\Delta B / i$ هو قيمة إضافية للسندات الحكومية الصادرة. وهو مقسم على مؤشر السعر لتحويله إلى ثابت دولار ومتوافقة مع G و T ، والتي هي في القيمة الحقيقية. وأخيرا $\Delta M / P$ هو عملات إضافية وضعت في التداول من حيث القيمة الحقيقية.

وبالإضافة إلى ذلك، قد تحصل بعض البلدان على دخل من المؤسسات الحكومية. وعادة ما يكون هذا الدخل ضئيلا بالمقارنة مع إجمالي نفقات الحكومة. ولكن في بعض الحالات مثل البلدان المنتجة للنفط في الشرق الأوسط، النرويج، وروسيا عائدات النفط كبيرة جدا. هذه المصادر للدخل يمكن أن تكون نعمة ولكن يمكن أيضا أن تكون مصدرا للحفاظ على الحكومات الاستبدادية في السلطة. تحتاج الحكومة إلى موافقة المواطنين من أجل تحصيل الضرائب. ومن ثم فإنها تستجيب لمطالبهم وتوقعاتهم. فالحكومة التي تملأ خزاناتها بشكل كبير بإيرادات النفط لا تحتاج إلى الحصول على موافقة شعبها على الأقل على المدى القصير.

وتجدر الإشارة إلى العديد من سمات تمويل النفقات الحكومية عن طريق الضرائب **أولا** يجب أن تقتنع الأمة بأن الصالح العام والفوائد التي تعود على المجتمع، وبالتالي تستحق الثمن، ولا يمكن تحقيقها من خلال التشغيل العادي للسوق. وهذا يجعل الضرائب أكثر الطرق عقلانية وإنصافا لتمويل النفقات الحكومية. وإذا أرادت الدولة أن يكون لكل إنسان تأمين صحي على مستوى معين، يجب على تلك الأمة أن تتراجع في جيبتها وتسدد ثمنها.

ثانياً/ تأثير الاقتصاد الكلي على الطلب الكلي على النفقات الممولة من الضرائب ليس كبيراً. نذكر أن مضاعف الزيادة المتوازنة في الميزانية في الإنفاق الحكومي هو مضاعف. ولكن بما أن زيادة الإنفاق الحكومي تزيد من الدخل، فإنه بالنظر إلى العرض النقدي، فإنه يرفع أيضاً سعر الفائدة. ومن شأن تخفيض أسعار الفائدة المرتفعة أن يخفض الاستثمار إلى حد ما وبالتالي يخفض إلى حد ما الزيادة في الدخل. وبالتالي، فإن تأثير المضاعف هو أقل من واحد.

ثالثاً/ إذا تم تمويل الزيادة في النفقات الحكومية عن طريق الاقتراض من البنك المركزي فإنه سيزيد من **المعروض النقدي**. ومن شأن زيادة عرض النقود أن تقلل على المدى القصير من سعر الفائدة الاسمي. ولكن على المدى الطويل، وخاصة إذا كان الاقتصاد لا يملك الكثير من الطاقة الفائضة، من شأنه رفع معدل التضخم و **معدل الفائدة الاسمي**. وهكذا تصبح السياسة المالية غير قابلة للتمييز عن السياسة النقدية وستؤدي إلى زيادة التضخم. وهذا ما يحدث في كثير من البلدان النامية. وبسبب عدم القدرة على تحصيل ضرائب كافية وعدم القدرة على الاقتراض من الجمهور بسبب عدم وجود أسواق مالية فعالة وعدم رغبة الناس في شراء السندات الحكومية، يلجأ العديد من البلدان النامية إلى طبع الأموال لتمويل نفقاتها. والنتيجة هي ارتفاع التضخم.

رابعاً/ الاقتراض من الجمهور له عواقبه الخاصة، وهي الازدحام (تجمهر) من المقترضين من الأسواق المالية الخاصة.

The Ricardian Equivalence

التكافؤ ريكارديان

جوهر التكافؤ ريكارديان هو أن الطريقة التي تمول الحكومة نفقاتها لن يكون لها أي تأثير على الاقتصاد. وعلى وجه التحديد، سيكون التأثير على الاقتصاد هو نفسه ما إذا كانت الحكومة تزيد الضرائب أو تقترض من الجمهور لدفع نفقاتها الإضافية، والسبب المطروح لهذا الاقتراح هو كما يلي. وعندما تقترض الحكومة لدفع نفقاتها، يعتبر دافعو الضرائب المبلغ المستحق كديون خاصة بهم، وهو ما يتعين دفعه في وقت ما في المستقبل. وبالمثل لا تعتبر السندات الحكومية إضافة إلى أصولها. وبما أن الديون

يجب أن تسدد، فإن دافعي الضرائب يبدأون وفورات اليوم الذي يستحق فيه مشروع القانون. وهكذا، فإن النفقات الحكومية الممولة من قبل فإن الاقتراض لن يؤثر على الاستهلاك لأن الدخل الإضافي يلغى عن طريق الادخار لسداد الدين.

بقدر ما يمكننا الحكم على سلوك الناس، والقصة هي بعيدة المنال. ويظهر من حولنا أن الناس لا ينقذون لأنهم يشعرون أن حكومة يوم واحد سترفع الضرائب لسداد ديونها. اقترح روبرت بارو أن نفكر في المستهلكين على أنها تتكون من عائلات متطابقة تعيش إلى الأبد أو الأسر التي لديها أطفال وأحفاد وهم جرا ورعاية عميقة حول رفاة الأجيال القادمة.

هذا بالطبع هو الخيال. فالذين يستفيدون من النفقات الحكومية ليسوا بالضرورة نفس الأشخاص الذين يتعين عليهم دفع الضرائب لسداد الدين. وبالتالي، لا يمكن للمرء أن يثبت نظرية من خلال اللجوء إلى الخيال. نحن بحاجة إلى القول بأن الناس يتصرفون كما لو أنهم يعيشون عائلات بلا حدود. ولكن بعد ذلك يجب أن نبين أن واحدة أو أكثر من استنتاجات نظرية تطابق الحقائق المعروفة.

لاحظ أنه إذا كان اقتراح التكافؤ ريكارديان Ricardian هو الصحيح ثم العجز في الميزانية والاستهلاك يجب أن تكون مرتبطة عكسيا. ويوضح الشكل 3-10 العجز في الميزانية الحكومية والاستهلاك في الولايات المتحدة كنسب مئوية من الناتج المحلي الإجمالي في الفترة من 1929 إلى 2006. وكما يتبين، إلا خلال الحرب العالمية الثانية، فإن السلسلتين لا ترتبطان عكسيا. معامل الارتباط بين السلسلتين للفترة بأكملها هو -0.40، ولكن إذا اعتبرنا فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية فإن المعامل هو 0.10.

الأدلة التجريبية ضد بقوة فرضية التكافؤ ريكارديان. باستخدام التحليل التلوي، ستانلي 1 يخلص إلى ذلك

باختصار، هناك بالفعل أدلة قوية جدا ضد التكافؤ ريكارديان Ricardian في الأدب الاقتصادي التجريبي. تعكس الأدبيات ككل تأثير غير ريكاردي كبير وكبير. يتم تضخيم هذا التأثير عندما يتم ترجيح النتائج حسب مقاييس الجودة.

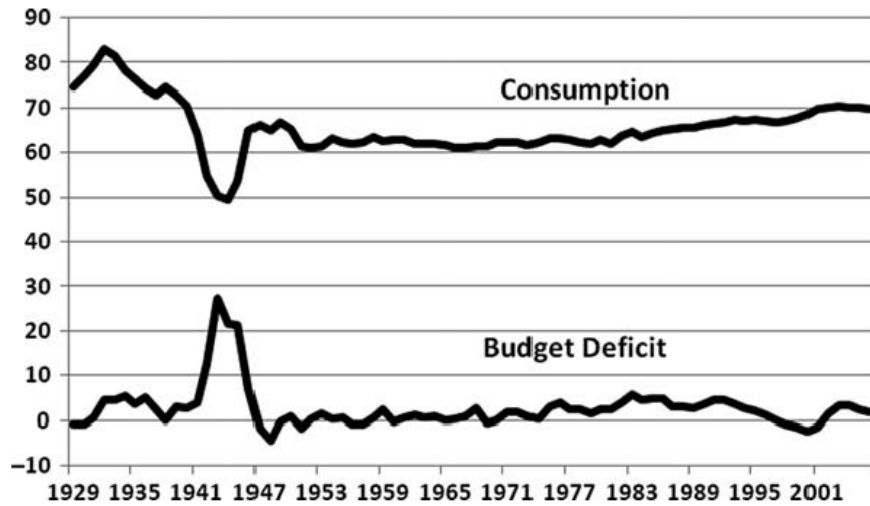


Fig. 10.3 Consumption and budget deficit as percentages of the GDP

الشكل 10.3 الاستهلاك وعجز الميزانية كنسب مئوية من الناتج المحلي الإجمالي

درجات الحرية، أو عدد اختبارات مواصفات منفصلة مرت. ونظرا للتحيز المتأصل لصالح RET [نظرية التكافؤ ريكارديان]، والآثار غير ريكارديان هي في كل مكان تماما. حتى أبسط وأكثر التحيز إجراءات موجزة، عد الأصوات، يرفض التكافؤ ريكارديان.

Government Budget and Fiscal Policy

الميزانية الحكومية والسياسة المالية

ويجب على مواطني كل دولة أن يسهموا في دعم الحكومة، قدر الإمكان، بما يتناسب مع قدرات كل منهم؛ وهذا هو، بما يتناسب مع الإيرادات التي يتمتع بها على التوالي تحت حماية الدولة. إن نفقات الحكومة لأفراد أمة عظيمة، مثل حساب الإدارة على المستأجرين المشتركين، وجميعهم ملزمون بالمساهمة بما يتناسب مع مصالح كل منهم في الضريبة التي يتعين على كل فرد أن يدفعها يجب أن تكون مؤكدة، وليست تعسفية. وقت الدفع، وطريقة الدفع، الكمية الواجب دفعها، يجب أن تكون واضحة وواضحة للمساهم، ولكل شخص آخر

في نظرية الكتاب الكينزي، هناك أربع سمات تميز السياسة المالية. أولا، نفقات الحكومة والإيرادات مستقلة عن بعضها البعض، وقضايا كيف تمول النفقات أو ما يحدث للإيرادات الزائدة لا تعالج. ومع ذلك، فإن النظر في قيود الميزانية الحكومية يظهر أن إما على الحكومة أن تفرض ضرائب على الجمهور أو أن نفقاته تترتب عليها آثار مالية. ثانيا، يفترض النموذج الكينزي أن الجمهور سلبي فيما يتعلق بالحكومة دين. إلا أن ارتفاع الديون يضع عبء دفع الفائدة والسداد الديون على أكتاف

الجمهور، سواء الأجيال الحاضرة أو المقبلة. ما هو دور الدين الحكومي وكيف يتفاعل الجمهور مع عجز الموازنة؟ التكافؤ ريكارديان هي نظرية واحدة تأخذ رد فعل الجمهور إلى المستقبل الزيادات في الضرائب في الاعتبار وإن كانت تستند إلى افتراضات غير محتملة للغاية. ثالثاً، يركز النموذج الكينزي على تأثير الضرائب على الطلب. ومع ذلك، ارتفاع معدلات الضرائب هي متطلبات للعمل والاستثمار، وبالتالي ينبغي النظر في آثار إمدادات الميزانيات الحكومية. وأخيراً، الكينزي يعتبر النموذج النفقات الحكومية والضرائب كمتغيرات محايدة يمكن أن تكون التلاعب في الإرادة. بيد أن السياسة المالية والموازنة هما عمليتان سياسيتان

تحتاج إلى دراسة على هذا النحو. المجال الحديث للاقتصاد السياسي لديه الكثير لتقدمه لمناقشات الاقتصاد الكلي. قبل مناقشة هذه القضايا في هذا الفصل، سيكون لدينا لمحة عامة عن ميزانية الحكومة في الولايات المتحدة.

An Overview of Revenues and Expenditures of the US Government

نظرة عامة على الإيرادات والنفقات

من حكومة الولايات المتحدة إجمالي الإيرادات من الحكومة الاتحادية للولايات المتحدة للسنة المالية 2008 هو 2521 مليار دولار أمريكي أو 17.6٪ من الناتج المحلي الإجمالي. وتصل النفقات إلى 2931 مليار دولار أو 20.5٪ من الناتج المحلي الإجمالي. ويبين الشكلان 1-10 و 2-10 تطور الميزانية الأمريكية منذ عام 1925 بالقيم المطلقة ونسب مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. كما يمكن أن يرى، مع باستثناء بضع سنوات، عجزت الحكومة الاتحادية عن تحقيق عجز. نقطتان فيما يتعلق بالميزانية: أولاً، تبدأ السنة المالية من تشرين الأول / أكتوبر أولاً إلى نهاية سبتمبر من العام المقبل. وهكذا، فإن السنة المالية 2008 هي من 1 أكتوبر 2007 إلى 30 سبتمبر 2008. ثانياً، يتم تقسيم الميزانية بين "على الميزانية" و "خارج الميزانية". على وجه الخصوص، استلام والنفقات من والصناديق الائتمانية للضمان الاجتماعي والخدمات البريدية خارج الميزانية. هنا سنقوم يتحدث عن الميزانية الإجمالية، على الميزانية زائد خارج الميزانية، والميزانية. ثالثاً، يجب أن نأخذ في الاعتبار أنه بالإضافة إلى الحكومة الاتحادية، هناك حكومات الولايات والحكومات المحلية. ولكل منها إيرادات ونفقات وعجز في الميزانية أو فائض. وبطبيعة الحال فإن إيرادات هذه الحكومات ودخولها تقلص من إيرادات الحكومة الاتحادية. وعلاوة على ذلك، لا توجد حكومة محلية لديها القدرة على خلق المال. في مجال الاقتصاد نتحدث عادة عن "الحكومة" كما لو أنها كيان واحد. وهذا أمر جيد طالما أنه من المفهوم ما نشير إليه وقد أدى العجز في ميزانية الحكومة الاتحادية على مدى سنوات عديدة إلى ديون

وطنية ضخمة، قدرت في عام 2008 بنحو 9883 مليار دولار.

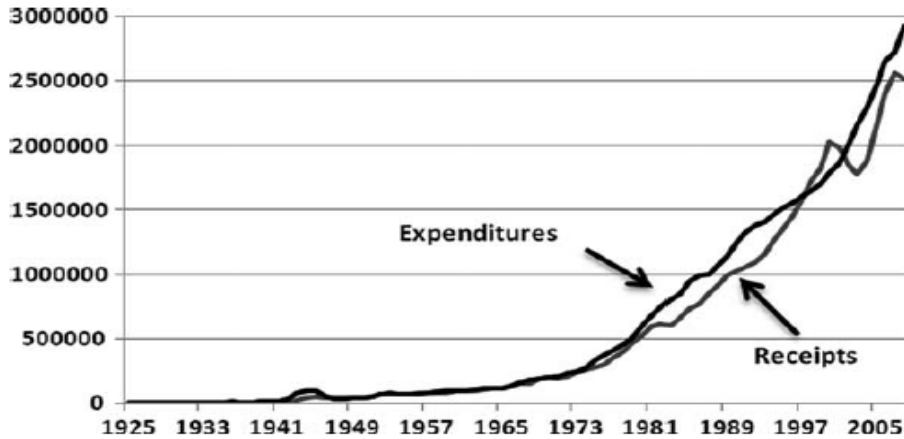


Fig. 10.1 Receipts and expenditures of the US government

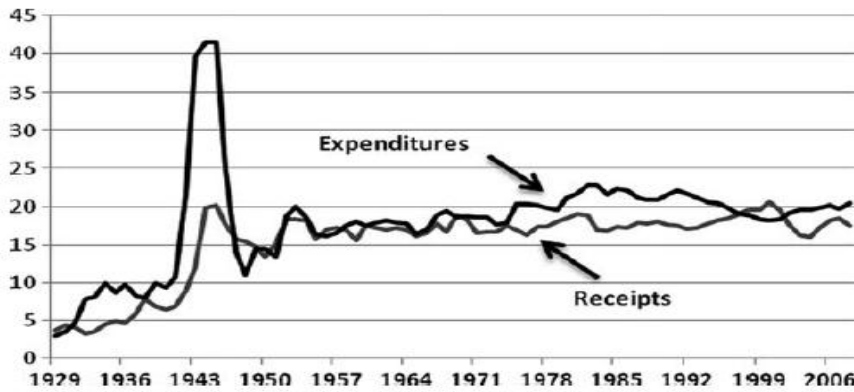


Fig. 10.2 Receipts and expenditures of the US government as percentages of the GDP

ويحتفظ بالدين من قبل الجمهور، ونظام الاحتياطي الفيدرالي، والكيانات الحكومية والأجانب. ومن مجموع الدين يحتفظ الجمهور بـ 5428 مليار دولار والباقي حسابات الحكومة الاتحادية. وبعبارة أخرى، فإن الحكومة الاتحادية الديون إلى كان الجمهور حوالي 38% من الناتج المحلي الإجمالي. ومن بين الـ 5,4 تريليون من الديون التي يحتفظ بها الجمهور 14% يحتفظ بها النظام الاحتياطي الفيدرالي وأكثر من 40% من قبل الأجانب. في 2009 الدول الأجنبية التي تملك أكبر سندات الخزنة الأمريكية كانت الصين، اليابان، والمملكة المتحدة. وبلغت الفائدة على الدين الذي يحتفظ به الجمهور 8.9% من الإجمالي نفقات الحكومة الاتحادية و 1.8% من الناتج المحلي الإجمالي.

The Crowding Out Effect

تأثير الازدحام

ما هي آثار عجز الموازنة الممولة عن طريق الاقتراض من الجمهور الاقتصاد؟ للإجابة على هذا السؤال، دعونا نتذكر هويتين من القومية حسابات الدخل

$$Y = C + I + G + X - m$$

$$Y - T = C + S$$

المعادلة الأولى هي تعريف الناتج المحلي الإجمالي Y ، الذي يتألف من الاستهلاك C والاستثمار الأول والنفقات الحكومية G والصادرات X ، وأقل الواردات M المعادلة الثانية تنص على أن الدخل المتاح، أي الناتج المحلي الإجمالي GDP أقل الضرائب T إما أن تستهلك أو حفظ S . طرح المعادلة الثانية من الأولى وإعادة ترتيب الشروط، نحصل على

$$G - T = (m - X) + (S - I)$$

وبعبارة أخرى، يجب تمويل العجز في الميزانية الحكومية إما بسبب العجز التجاري أو عن طريق زيادة الادخار على الاستثمار. وهذه مسألة محاسبية لا نظرية. في الوقت الحاضر دعونا النظر في بلد آخر غير الولايات المتحدة وغيرها من البلدان التي كانت تدير فائضا تجاريا مع مرور الوقت، على سبيل المثال، ألمانيا في 1960s و 1970s، واليابان، والصين في الوقت الحاضر. فلننظر في بلد لا يستطيع أن يواجه عجزا تجاريا مزمنًا ولا يستطيع أن يحقق فائضا تجاريا عاما تلو الآخر. لدينا مثل هذا البلد

$$G - T = S - I$$

وبعبارة أخرى، يجب أن يمول العجز في الميزانية القطاع الخاص الذي يزيد مدخراته أو يخفض استثماراته. هذه العملية هي على النحو التالي. من أجل دفع نفقاتها، والمزادات الحكومية قبالة السندات. **وتؤدي زيادة المعروض من السندات إلى خفض سعرها.** وبما أن سعر السندات هو عكس سعر الفائدة، فإن هذا الأخير يرتفع. ومن شأن الزيادة في سعر الفائدة أن تشجع المزيد من الوفورات وأقل استثمارا. وبعبارة أخرى، فإن الحكومة "حشد" القطاع الخاص في سوق الائتمان والقروض.

الآن النظر في حالة الولايات المتحدة، التي يمكن أن تدير عجزا تجاريا لفترة طويلة من الزمن. ولا بد من تمويل عجز الميزانية من العجز التجاري أو زيادة المدخرات

على الاستثمار أو كليهما. وبالنظر إلى قدرة الحكومة الأمريكية على الاقتراض على الصعيد الدولي، فإن السؤال هو: إلى أي مدى يرفع عجز الميزانية سعر الفائدة المحلي وأسبابه.

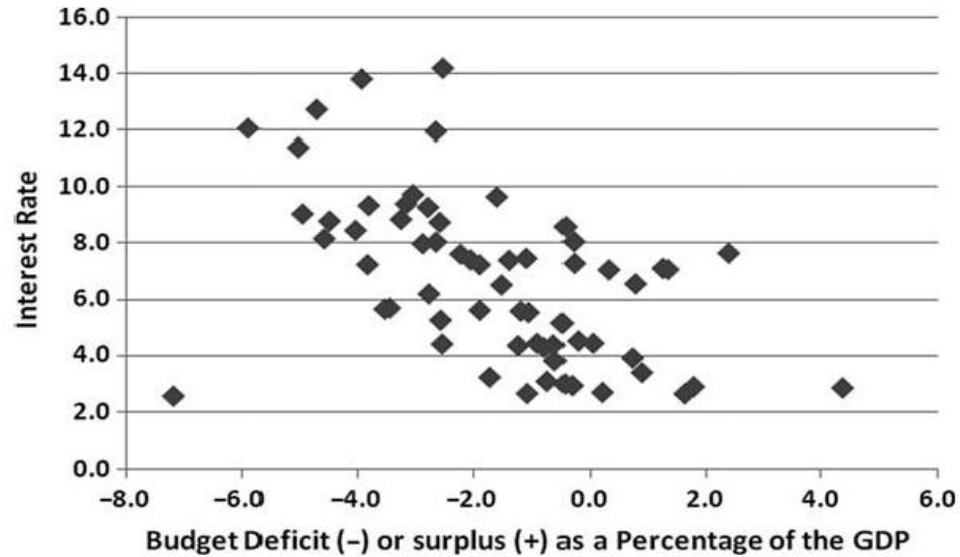


Fig. 10.4 Nominal interest rate vs. Budget deficit

الشكل / 10.4 معدل الفائدة الاسمي مقابل عجز الميزانية

ازدحام؟ الجواب الجزئي هو الشكل. 10.4، مما يدل على أن سعر الفائدة يرتفع مع عجز الميزانية. والواقع أن معامل الترابط بين معدل الشركة وعجز الميزانية هو 0.52 للسنوات 1946-2007. إذا نظرنا إلى الفترة 1972-2007، أي عصر ما بعد بريتونوودز، معامل الارتباط هو 0.44.

DADKHAH KAMRAN , The Evolution of Macroeconomic Theory and Policy ,p:201-207

السياسات النقدية والمالية والتوازن الاقتصادي العام

التفسير النقدي والتوازن العام

The Monetary Explanation Public Equilibrium

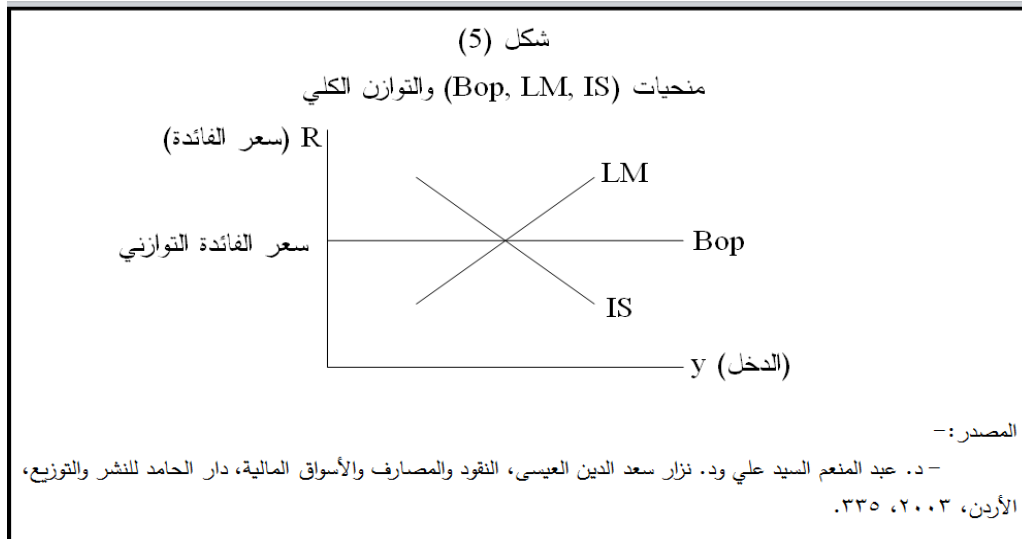
من خلاصة بحثنا للنظرية الكلاسيكية، لاحظنا أن السياسة النقدية غير فعالة فلا تؤثر تغيرات كمية النقود في القيم التوازنية للمتغيرات الحقيقية (كالدخل - التشغيل - سعر الفائدة)، والتي تتحدد بدورها في الجانب الحقيقي للنظام الاقتصادي (فصل الجانب النقدي عن الجانب الحقيقي في التحليل)، وقد ظل هذا الفكر سائداً ومقبولاً حتى بداية الثلاثينيات من القرن الماضي وبالتحديد بعد الأزمة الاقتصادية العالمية عام (1929) وما نتج عنها من انخفاض في الطلب الفعلي، مما أدى إلى ظهور تيار فكري جديد حاول تقديم صورة أكثر تطوراً لنموذج يتحقق فيه التكامل ما بين المتغيرات النقدية ومتغيرات حقيقية، وبما أن كينز أول من ربط بين القطاعين النقدي والحقيقي في نظرية واحدة من خلال استخدام سعر الفائدة والدخل لتحقيق التوازن بينهما وعبر منحنيات (LM) التوازن النقدي (IS) التوازن السلعي، فإننا يمكن استخدام النموذج الكينزي لتوضيح هذا التوازن، مثلما استخدمه الاقتصادي الإنكليزي هيكس (Hicks) لأول مرة في التوصل إلى نموذج التوازن العام، لذا فإن نقطة الانطلاق في هذا النموذج تبدأ من التوازن الكلي العام⁽¹⁾.

أما سعر الفائدة لا يمكن تقديره بشكل مؤكد، إلا إذا عرفنا مسبقاً مستوى الدخل الحقيقي أو افتراضناه ثابتاً، وهذا يقودنا إلى استنتاج بأن سعر الفائدة والدخل الحقيقي لا بد أن يتقرا معاً، وهذا لا يتحقق إلا إذا تحقق التوازن الكلي العام في الاقتصاد، وقبل الشروع في كيفية تأثير عرض النقود في وضع التوازن العام لا بد من توضيح بعض مفاهيم هذا التوازن، إذ ينقسم الاقتصاد الكلي على ثلاثة قطاعات رئيسية هي:-⁽²⁾

1- **قطاع السلع والخدمات** وهو ما يسمى بالقطاع الحقيقي ويتمثل بسوق المنتجات (Product Market) وهو عبارة عن مجموعة أسواق للسلع والخدمات المنتجة في البلد، والتوازن في هذا القطاع يتطلب تساوي الطلب الكلي مع العرض الكلي (الاستثمار المخطط مع الادخار المخطط)، إذ تمثل حالة التوازن في القطاع الحقيقي بالمنحنى (IS)، وإن أي نقطة على هذا المنحنى تمثل توليفة من الدخل وسعر الفائدة وتجعل سوق السلع والخدمات في توازن.

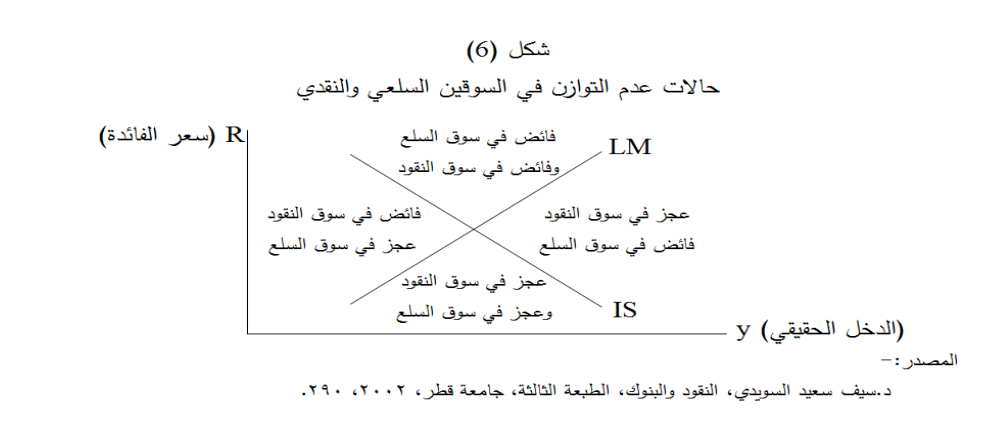
2- **القطاع النقدي** ويتمثل بسوق النقود (Money Market) و في حالة استخدام نظرية الأموال القابلة للإقراض فإنه سيمثل بسوق الأموال القابلة للإقراض (Loauable Funds Market)، أو سوق الائتمان، والتوازن في هذا القطاع يتطلب تساوي عرض النقود مع الطلب عليها، أو عرض الأموال القابلة للإقراض مع الطلب عليها، وتمثل حالة التوازن في هذا القطاع بالمنحنى (LM)، وإن أي نقطة على هذا المنحنى تمثل توليفة من الدخل (y) وسعر الفائدة (R) تجعل سوق النقود في توازن.

3- **القطاع الخارجي** يشمل جميع المعاملات الحقيقية (صادرات واستيرادات سلعية وخدمية)، والمعاملات النقدية مع البلدان الأخرى، وتظهر هذه المعاملات في ميزان المدفوعات الخارجية وسوق العملات الأجنبية والتوازن في هذا القطاع يتطلب تساوي صافي الصادرات الحقيقية مع صافي التدفقات المالية أو النقدية، ويتحقق هذا في حالة توازن ميزان المدفوعات الخارجية وتوازن سوق العملات الأجنبية وتمثل حالة التوازن في هذا القطاع بالمنحنى (Bop)، وإن أية نقطة على هذا المنحنى تمثل المحل الهندسي لجميع إحداثيات الدخل وسعر الفائدة، والذي يعكس بدوره توازناً بين تدفق رأس المال وميزان الحساب الجاري، وعندما نضع المنحنيات الثلاثة (Bop, LM, IS) في شكل واحد فإنها تعكس توليفة من الدخل وسعر الفائدة يتحقق من خلالها التوازن في الأسواق الثلاث (التوازن الكلي العام) ومثلما هو موضح في الشكل الآتي:-



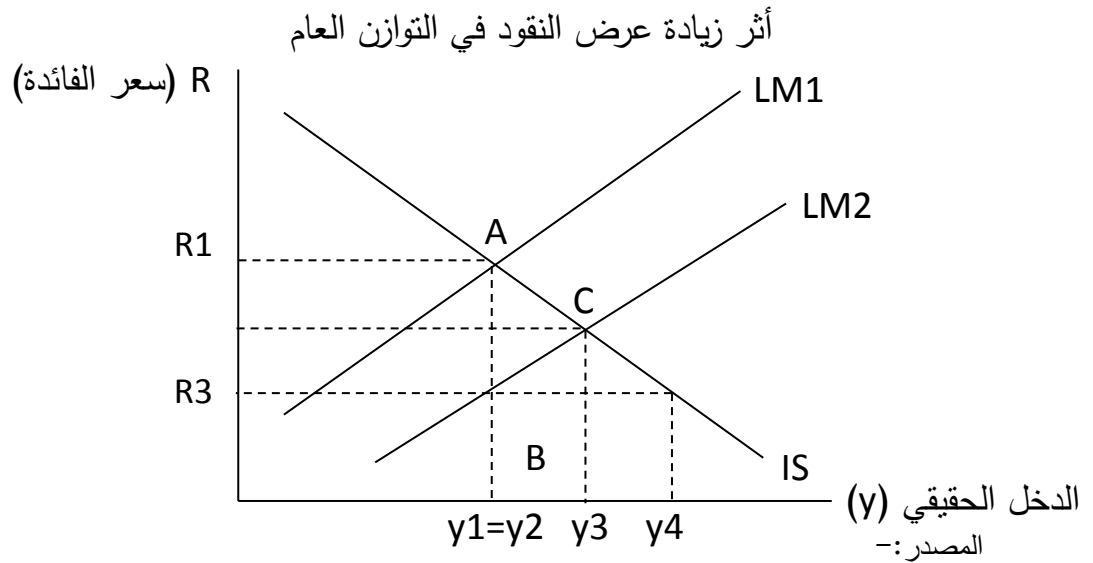
ومن خلال الشكل البياني (6) ولغرض تبسيط شرح أثر السياسة النقدية في وضع التوازن العام (أحداث تغيرات في عرض النقود تؤثر في الدخل وسعر الفائدة تشكل التوليفية للأسواق الثلاث)، لنفترض ابتداءً أن القطاع الخارجي يبقى في توازن مستمر، فضلاً عن ذلك فإن التوازن لا يعني

أنه في كل الأوقات، فالتوازن المطلوب هو ذلك الذي لو تعرض سوق النقود أو السلع أو كلاهما الى صدمات معينة أبعد احدهما أو كلاهما عن حالة التوازن، فإن هناك قوى ذاتية في السوقين تدفعها باتجاهه، ويمكن حصر حالات عدم التوازن التي يتعرض لها السوقان مثلما في الشكل (6):-



(وبناءً على ما تقدم يمكن القول أن التغييرات في سوق النقود يكون مصدرها تغييرات في عرض النقود وتأثيرها في سعر الفائدة، فزيادة عرض النقود سواء أكانت ناتجة من منطلق توفير موارد إضافية للقطاع المصرفي أو من أجل التوسع في منح التسهيلات الائتمانية أو من أجل الإيفاء بالالتزامات الحكومية تجاه سندات سبق وأن أصدرتها)⁽¹⁾، ستسبب في تخفيض الاحتياطي الإلزامي أو تشجيع البنك المركزي والبنوك التجارية على منح التسهيلات الائتمانية، فعلى سبيل المثال انتقال منحنى (LM) إلى اليمين كما مبين في الشكل (7):-

شكل (7)



- د. سيف سعيد السويدي، النقود والبنوك، الطبعة الثالثة، جامعة قطر، 2002، 292.

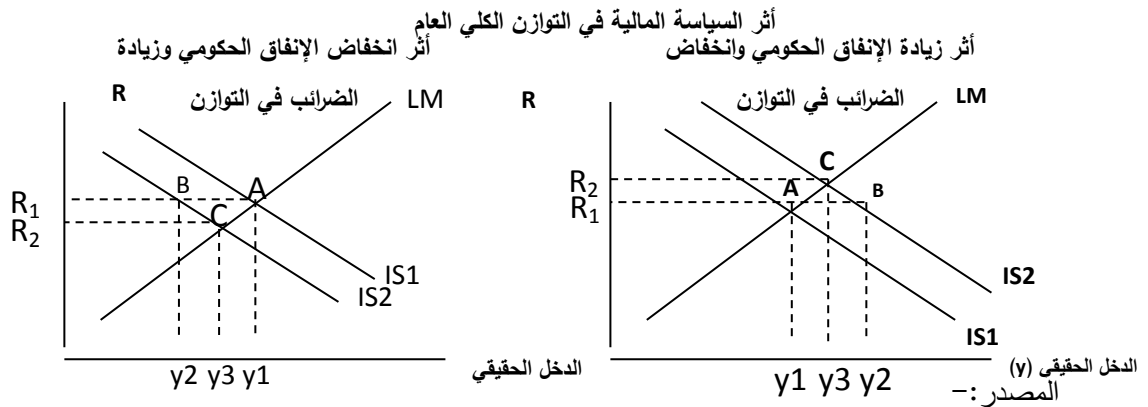
من الشكل (7) وبافتراض انخفاض سعر الفائدة من $R_1 < R_2$ نتيجة التغيرات في عرض النقود فإن ذلك سيؤدي إلى توازن آني في سوق النقود، إذ أن منحنى (LM) الذي يعكس الزيادة في عرض النقود وبحقق التوازن في السوق النقدية هو منحنى (LM2)، وبالتالي فإن زيادة عرض النقود تنقل السوق إلى حالة عجز في النقطة (B) ويقدر العجز بالمسافة بين مستوى الدخل ($y_1=y_2$) والمستوى (y_4) وهذا يعني أن طلباً إضافياً على السلع المنتجة في سوق السلع لا يمكن استيفاؤه في ظل مستوى الإنتاج السابق، الأمر الذي يترتب عليه دفع المستثمرين نحو الاقتراض من القطاع المصرفي أو السحب من ودائعهم بغية زيادة استثماراتهم (لمواجهة العجز في سوق السلع) وفي ظل سعي البنوك لتقليل حجم الطلب على مواردها تبدأ المنافسة على موارد الأفراد من خلال رفع سعر الفائدة على الودائع الادخارية يسهم بدوره في تقليل الاستهلاك الخاص، مما يعني ارتفاع سعر الفائدة من ($R_2 < R_3$)، إلا أن هذا الارتفاع سيؤدي إلى تناقص بمستوى الإنتاج نتيجة تناقص الطلب على السلع من جانب الأفراد، وبالتالي تناقص حجم الاستثمار جراء ارتفاع تكلفة الاقتراض وتستمر هذه التغيرات حتى الوصول إلى النقطة (C)، إذ تساوي الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة في السوقين (أي أن التوسع في عرض النقود قد أسهم في تنشيط الاقتصاد والنهوض به، طالما تتمكن تلك السياسة من التأثير في المستوى التوازني)، ويمكن أن تتصور الحالة بالاتجاه المعاكس في حالة إتباع سياسة نقدية انكماشية⁽¹⁾.

ثانياً: - السياسة المالية والتوازن الاقتصادي العام

The Fiscal Policy and Public Equilibrium

بناءً على ما سبق فإن التوازن الكلي العام وتقرير مستوى الدخل الحقيقي وسعر الفائدة يتم من خلال استخدام منحنيات (LM, IS) إذ أن التصحيح في سوق النقود يكون مصدره تغيرات في عرض النقود وتأثيرها في سعر الفائدة، بينما يأتي التصحيح للاختلالات في سوق السلع من خلال تغيرات في مستوى الدخل (الإنتاج)، والذي يهمننا هنا أن نتعرف على العوامل التي تجعل الدخل الحقيقي وسعر الفائدة يتغيران، أي العوامل التي تجعل المنحنيات (LM, IS) ينتقلان إلى الأعلى أو إلى الأسفل أو إلى اليمين أو اليسار لأن القيم التوازنية لكل من سعر الفائدة والدخل الحقيقي تتأثر بانتقال المنحنيين، فأن تأثير السياسة المالية من خلال السياسة الانفاقية والضريبية في انتقال منحنى الناتج (IS) يجب أن تأخذ بالحسبان عبر تأثير سعر الفائدة الزيادة أو النقصان بالاستثمارات الخاصة ومن ثم بالطلب الكلي، وبالتالي في انتقال منحنى (IS) ولعل من أهم العوامل المؤثرة في انتقال منحنى (IS) هي متغيرات السياسة المالية للدولة التي تتضمن تغييرات في الإنفاق الحكومي أو الضرائب أو في الاثنين معاً، وهناك احتمال أن تلجأ الحكومة إلى تبني سياسة مالية توسعية أو انكماشية في ظل افتراض ثبات السياسة النقدية⁽¹⁾، والشكل الآتي يمثل الوضع قبل وبعده زيادة الإنفاق الحكومي:

شكل (8)



- د. عبد المنعم السيد علي ود. نزار سعد العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد

للنشر والتوزيع، عمان، 2003، 336.

(وبلاحظ من الشكل (8) أن التوسع في الإنفاق الحكومي يؤدي إلى انتقال منحنى (IS)

من (IS₁ إلى IS₂) والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع القيم التوازنية كسعر الفائدة من

($R_2 - R_1$) مع ارتفاع الدخل الحقيقي من ($y_3 - y_1$), ولكن إذا كان الهدف من التوسع في الإنفاق الحكومي يستهدف الحفاظ على حالة التوازن في سوق السلع, فإن هذا لا يتطلب إحداث تغيير في سعر الفائدة, لأن الدخل يرتفع من ($y_2 - y_1$), ألا أن عند النقطة (B) يصبح سوق النقود في وضع عدم التوازن وتكون هناك حالة عجز في التوازن العام, لأن الزيادة في الدخل تتطلب زيادة في الطلب على النقود من أجل إتمام معاملات التبادل الإضافية, وحتى يتناقص الطلب على النقود لا بد أن ترتفع المكافأة المقدمة لمن يقلل الطلب عليها (سعر الفائدة), ويأتي هذا من خلال ارتفاع سعر الفائدة من ($R_2 - R_1$) ويترتب على ذلك الارتفاع انخفاض في مستوى الإنفاق الخاص على الاستهلاك ومن ثم مستوى الاستثمار ويكون ذلك في النقطة (C) التي يعود فيها سوق النقود إلى التوازن (مع الحفاظ على حالة التوازن في سوق السلع على طول المنطقة ما بين C, B على منحنى IS), وفي نهاية المطاف تتناقص الدخل الحقيقي من ($y_2 - y_3$) نتيجة تناقص الاستهلاك والاستثمار الناتج عن ارتفاع سعر الفائدة, ألا إن (y_3) يبقى أكبر من (y_2), وتعني إن إتباع سياسة مالية توسعية تؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي والإنتاج الكلي ومن ثم تنشيط الاقتصاد, ألا إنه يمكن ملاحظة مسألة مهمة جداً, وهي إن السياسة المالية التوسعية زاحمت القطاع الخاص على المدخرات المالية, الأمر الذي يترتب عليه رفع سعر الفائدة وانخفاض الإنفاق الاستثماري الخاص, وهذا يتطلب إتباع سياسة نقدية توسعية لمواجهة الزيادة في سعر الفائدة, ولا يمكن افتراض السياسة النقدية ثابتة, بمعنى إن السياسة المالية إلى جانب السياسة النقدية تعمل بكفاءة ودقة عالية في إحداث حالة التوازن العام, ويمكن أن نتصور العكس في حالة إتباع سياسة مالية انكماشية, والتي تؤدي بطبيعة الحال إلى انتقال منحنى (IS) إلى اليسار نتيجة انخفاض الإنفاق الحكومي وزيادة معدل الضرائب).

فإن إتباع الحكومة سياسة مالية توسعية بهدف إنعاش الاقتصاد يتطلب معرفة الكيفية التي تعتمد عليها الحكومة في تمويل الزيادة في الإنفاق, إذ غالباً ما تلجأ الحكومة للتمويل عن طريق زيادة الضرائب وأصدار الدين الحكومي لبيع الأوراق المالية الحكومية للقطاع الخاص والإصدار النقدي الجديد وبيع الأوراق المالية الحكومية للبنك المركزي وهذا يعني إن الإنفاق الحكومي مقيد ومحدد بالعائد الذي تستطيع الحكومة أن تحصل عليه من مختلف المصادر, ويمكن كتابة قيد الميزانية بالصيغة الرياضية الآتية:-(2)

$$\Delta G = P T + \Delta B + \Delta H$$

إذ أن ($G \Delta$) تمثل مقدار التغير في القيمة الاسمية للإنفاق الحكومي, و ($P T$) تمثل القيمة الاسمية للحصيلة الضريبية و ($B \Delta$) يمثل التغير في القيمة الاسمية لدين الحكومة و ($H \Delta$) تمثل التغير في الإصدار النقدي الجديد (القاعدة النقدية), وتشير المعادلة أعلاه إلى إن

الحكومة ينبغي أن تمول الإنفاق الحكومي من خلال الضرائب أو الدين الحكومي أو الإصدار النقدي (أو توليفة من هذه الوسائل)، فإذا قامت الحكومة بتمويل الزيادة في الإنفاق عن طريق زيادة الضرائب أو الاقتراض من القطاع الخاص، فلن يحدث أي تغيير في عرض النقود، في حين إذا مولت الزيادة عن طريق الاقتراض من البنك المركزي، فإن القاعدة النقدية (H) تزداد بمقدار مبيعات السندات الحكومية، وتكون للزيادة في القاعدة النقدية التأثيرات نفسها في عرض النقود كأية زيادة أخرى في القاعدة النقدية.

ففي الأجل القصير وعند المستوى التوازني للدخل، فإن الإنفاق الحكومي من المحتمل أن يتجاوز الإيرادات الضريبية، وإن الحكومة يجب أن تمول هذه الزيادة بالإصدار النقدي، الأمر الذي يترتب عليه زيادة في عرض النقود، وبالتالي انتقال منحنى (LM) إلى اليمين (طالما تزداد الثروة فإن الاستهلاك هو الآخر يزداد وينتقل المنحنى Is إلى اليمين)، ويمكن ملاحظة الحالة نفسها عندما يمول العجز عن طريق إصدار السندات، ولكن الاستمرار في تلك التغيرات خلال المدد الزمنية سوف يصل فيها الدخل إلى مستواه التوازني طويل الأجل، وعند هذا المستوى يكون الإنفاق الحكومي مساوياً للإيرادات الضريبية (إذ وصل الدخل إلى المستوى التوازني طويل الأجل)، إذ يعني هذا زيادة الدخل بقدر كافٍ لتوليد العائدات الضريبية الكافية لتدعيم المستوى الأعلى الجديد للإنفاق الحكومي، وهكذا لكي يبقى الدخل عند مستواه التوازني طويل الأجل فإن التغير في القاعدة النقدية ($H\Delta$) لا بد أن يساوي صفراً، وهكذا ففي الأجل القصيرة أي زيادة في الإنفاق الحكومي تمول عن طريق إصدار النقود والتي تكون حافزاً للاقتصاد القومي أكبر مما تفعله زيادة مساوية في الإنفاق الحكومي تمول عن طريق الإيرادات الضريبية أو إصدار الدين، وفي المدة الطويلة يصبح العكس صحيحاً، وعندئذ يجب على السلطات المالية أن تستخدم الأجل أو الطويلة دليلاً أولي لسياستها، على أن الوضع الاقتصادي يتغير في الأجل الطويلة وإن السياسات يجب أن تتحول لمواجهة الظروف الجديدة، وبذلك فإن نتائج المدة القصيرة تقدم دليلاً أفضل لصانعي السياسة⁽¹⁾.

السياسات النقدية والمالية وسوق السندات

السياسة النقدية وسوق السندات

The Monetary Policy and Bonds Market

تعد أسعار الفائدة من أكثر المتغيرات الاقتصادية مراقبة، ويتم مراقبة تحركاتها يومياً ويعلن عنها بوسائل الأعلام المختلفة، إذ تؤثر تلك الأسعار وبشكل مباشر في حياة الأفراد يومياً من خلال تأثيرها في قراراتهم من حيث الاستهلاك أو الادخار، وشراء العقارات أو شراء السندات أو تحويل الأموال إلى حساب التوفير، فضلاً عن ذلك فإنها تؤثر في القرارات الاقتصادية لمنشأة الأعمال من حيث استخدام الأموال وشراء المعدات والأجهزة الحديثة (استخدام التكنولوجيا) أو توفير أموالها بالبنوك، وغالباً ما يحكم على السياسة النقدية بأنها توسعية أو انكماشية من خلال التغيرات في سعر الفائدة، فانخفاض سعر الفائدة مثلاً فإن هذا يبدو دليلاً على إن السلطة النقدية تتبع سياسة توسعية، وبالمثل فإن أية زيادة في سعر الفائدة تكون دليلاً على إن السلطة النقدية تتبع سياسة انكماشية قد تكون أسعار الفائدة مؤشراً ضعيفاً لاتجاه السياسة النقدية سواء أكانت توسعية أو انكماشية، فإذا كانت تتغير لأسباب أخرى غير الأسباب النقدية فإن سعر الفائدة قد ينخفض حتى لو قامت السلطة النقدية باتباع سياسة انكماشية وبالعكس قد يرتفع سعر الفائدة حتى لو قامت السلطة النقدية باتباع سياسة توسعية، فعلى سبيل المثال قررت منشأة الأعمال أن تستثمر أقل أو تقرر القطاع العائلي الاستهلاك أقل، كذلك إذا ما زاد الإنفاق الحكومي⁽¹⁾.

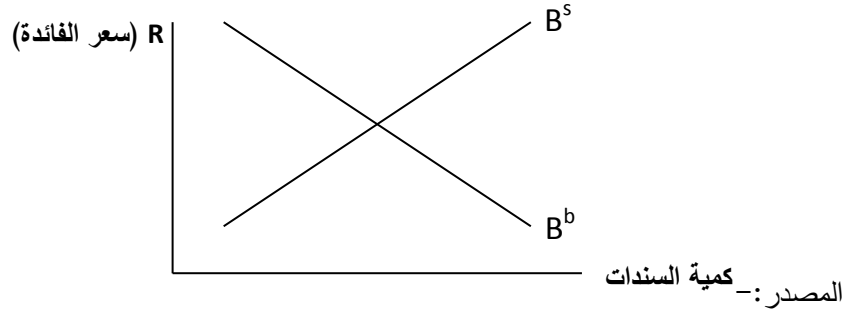
وفي ضوء ما تقدم فإن التغيير في سعر الفائدة يتماشى عكسياً مع التغيير في عرض النقود، فكلما زادت الكمية المعروضة من النقود انخفض سعر الفائدة وبالعكس، ويتحدد سعر الفائدة الحقيقي بواسطة العوامل الحقيقية في الأجل الطويل، بينما يتحدد المعدل الاسمي للفائدة بواسطة كل من اجراءات السياسة النقدية والعوامل الهيكلية والبيئية التي تؤثر في توقعات التضخم ومواكبة ضبط المعدلات الاسمية في السوق من لدن السلطات الحكومية، وبذلك تكون لإجراءات السياسة النقدية تأثير واضح في المعدلات الحقيقية للفائدة، وبالتالي في أداء القطاع الحقيقية في الأجل القصير⁽²⁾.

وفي الصدد نفسه نلاحظ أن التقلبات في أسعار الفائدة تكون من الأسباب الرئيسية لتفسير التقلبات التي تحصل في أسعار السندات، إذ يرتبط سعر السند في سوق الأوراق المالية بعلاقة عكسية مع تغيرات سعر الفائدة الجاري أو السوقي، فكلما انخفض سعر الفائدة على السندات كلما ازدادت الكمية المعروضة لها، والسبب في ذلك أنه عند انخفاض سعر الفائدة فإن

تكلفة الاقتراض للجهة التي أصدرت السندات قليلة، وبالتالي فإن رغبة المنشأة للاقتراض عن طريق إصدار السندات سوف ترتفع، أي أن الكمية المعروضة للسندات سوف تزداد، ويمكن ملاحظة العكس عندما يرغب الأفراد أو المنشأة بشراء هذه السندات خصوصاً عندما يكون سعر الفائدة لهذه السندات مرتفعاً⁽³⁾، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الشكل البياني الآتي:

شكل (9)

العلاقة بين سعر الفائدة والكمية المعروضة والمطلوبة للسندات



د. غالب عوض الرفاعي ود. عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2002، 155.

وتؤثر السياسة النقدية في الاقتصاد من خلال سعر الفائدة والاستثمار، فتزايد عرض النقود سيجعل سعر الفائدة يتناقص ويزداد الاستثمار معاً ثم يتزايد الدخل، ولا يتوقف التغيير في عرض النقد من خلال سعر الفائدة على الاستثمار والدخل فقط، وإنما يؤثر في الاستهلاك شأنه في ذلك شأن الاستثمار، إذ يتناسب الاستهلاك عكسياً مع سعر الفائدة، ومثلما افترض الكلاسيكيون بأن الزيادات في العرض الاسمي للنقود (عرضها بقيمتها الحقيقية) يؤدي إلى أسعار أدنى للفائدة واستهلاك أكبر، وبما أن الاستهلاك أحد مكونات الطلب الكلي، فإن الأخير يزداد ويزداد معه المستوى التوازني للدخل، وإذا ما تزايد كل من الاستثمار فإن الدخل سوف يزداد بمقدار أكبر مما لو تزايد الاستثمار فقط، ومحصلة ذلك أن السياسة النقدية تكون أكثر فعالية⁽¹⁾.

وتؤثر السياسة النقدية أيضاً في الدخل من خلالها تأثيرها في الثروة الخاصة بصيد المجتمع من رأس المال وعرض النقود والدين الحكومي، ويدخل ضمن دين الحكومة أذون الخزانة والسندات المتوسطة والطويلة الأجل، بوصفها جزء من صافي الثروة الخاصة، في حين أن الدين الخاص بسندات الشركات يستبعد من ذلك على الرغم من أن الدين الخاص يمثل أصولاً (Assets) لحملته، وبما أن الاستهلاك يرتبط بعلاقة مباشرة مع صافي الثروة الخاصة، فإن

زيادة العرض الاسمي للنقود مع ثبات مستوى الأسعار سيجعل عرض النقود بقيمته الحقيقية يزداد، والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة وزيادة الاستهلاك مثلما سبقت الإشارة إليه، وحيث أن الاستهلاك أحد مكونات صافي الثروة الخاصة، فإن كلاً من الاستهلاك والثروة يزدادان ومع تلك الزيادات يزداد كل من الطلب الكلي والدخل التوازني، بالإضافة الى ذلك فقد تزداد الثروة والاستهلاك بغض النظر عن التغيرات في سعر الفائدة⁽²⁾.

(ومن خلال ما تقدم يمكن أن نستنتج بأن هناك علاقة بين العجز الحكومي والسياسة النقدية، فإذا ما زاد الإنفاق الحكومي على الضرائب والإيرادات الأخرى، فإن الحكومة تواجه العجز في الموازنة مما يتطلب التمويل وغالباً ما يمول هذا العجز من خلال الاقتراض من الأفراد أو البنوك التجارية أو البنك المركزي وعن طريق قيامها بإصدار السندات الحكومية، وبالتالي اعتماد الحكومة هذه الطريقة للتمويل لا بد أن يتغير معها عرض النقود، فإذا مولت الحكومة (عبر الأسواق المالية) هذا العجز عن طريق بيع السندات إلى الأفراد أو البنوك التجارية فلن يكون هناك تغيير في صافي عرض النقود، فأن عملية بيع السندات تؤدي إلى أن يكون هناك انخفاض في عرض النقود ولكن عندما تتفق الحكومة إيراداتها فإن عرض النقود سوف يزداد إلى أن يصل إلى مستواه الأول ولن يكون هناك تغير في صافي عرض النقود، ولكن الأمر يختلف إذا ما مولت الحكومة هذا العجز عن طريق بيع سنداتنا للبنك المركزي، إذ ستكون هناك زيادة في عرض النقود، فإذا اشترى البنك المركزي تلك السندات وفي الوقت نفسه أنفقت الحكومة عائداتها. فإن عرض النقود سوف يزداد بمقدار يعادل تغير القاعدة النقدية أي يساوي حجم مبيعات السندات نفسه مضروباً في مضاعف النقود)⁽³⁾ ، وتجدر الإشارة هنا إلى أن تمويل العجز الحكومي من خلال البنك المركزي أمر غير مرغوب فيه في بعض الأحيان لأن ذلك يؤدي إلى زيادة معدل نمو عرض النقود وارتفاع معدل التضخم وخصوصاً في البلدان النامية.

السياسة المالية وسوق السندات

The Fiscal Policy And Bonds Market

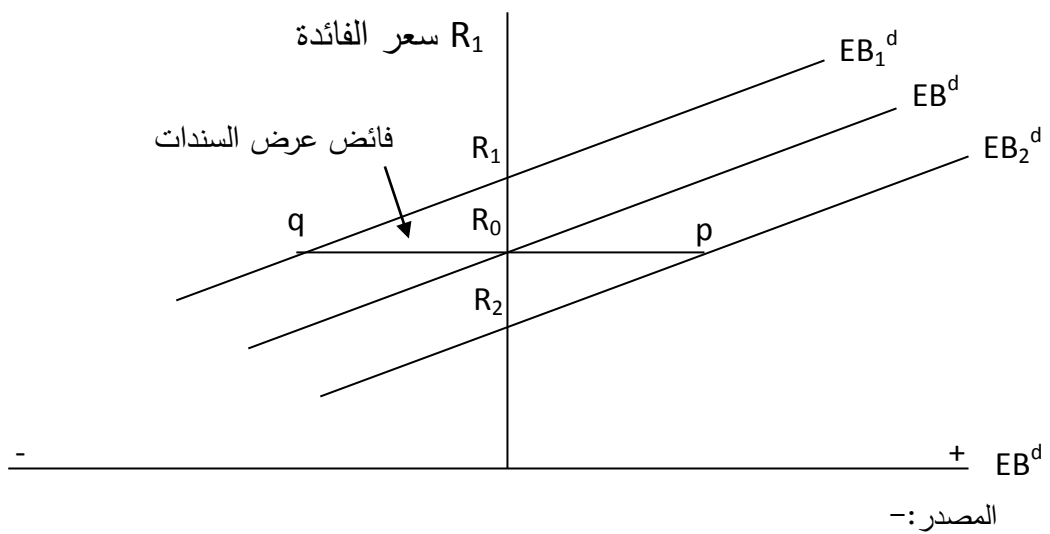
تنشأ العلاقة ما بين السياسة المالية الحكومية وأسعار الفائدة من خلال السوق المالية، إذ تستطيع الحكومة من خلال التأثير في سعر الفائدة في السوق أن توجه الاقتصاد على وفق السياسة المرسومة لها، فإذا ما كان الاقتصاد يعاني من الركود أو الكساد تستطيع الحكومة أن تستخدم أدوات السياسة المالية للضغط على أسعار الفائدة وتنشيط الأنفاق الاستثماري أو الإنفاق على السلع الاستهلاكية من خلال توفير القروض الحكومية وبأسعار منخفضة، وقد تحدث

الحكومة على اختلاف مستوياتها عجزاً في وقت ما أو تحقق فائضاً في موازنتها في أوقات أخرى، ويبدو أن العجز أو الفائض في الموازنة الحكومية دليل على أن السياسة المالية توسعية أو انكماشية، إذ يشير العجز إلى سياسة مالية توسعية في حين يشير الفائض إلى سياسة مالية انكماشية، وبالتالي فإن العلاقة ما بين السياسة المالية وأسعار الفائدة والسندات يتم من خلال النشاطات الحكومية على عرض السندات ومن ثم على سعر الفائدة عن طريق قيام وزارة المالية بإصدار السندات الحكومية بمختلف أنواعها لتمويل العجز الحكومي أو التأثير في الفائض.

إن دراسة السياسة المالية لا تكون كاملة دون أن تأخذ في الحسبان الدين الحكومي، إذ ينشأ الدين الحكومي بسبب العجز الذي تخلقه الحكومة في ميزانيتها، وبالتالي فإنها عندما ترغب في الإنفاق أكثر مما تحصل عليه من الضرائب لمعالجة بعض الحالات الاقتصادية فإنها لا بد أن تقترض ويكون لها ذلك عن طريق بيع السندات الحكومية للأفراد أو المؤسسات والهيئات المالية الخاصة أو الجهاز المصرفي (البنوك التجارية والبنك المركزي) مثلما سبقت الإشارة إلى ذلك، وعليه فإن مقدار الدين العام عادة ما يقاس بمقدار تلك السندات التي من خلالها تستطيع الحكومة أن تضغط على سعر الفائدة ومن ثم على النشاط الاقتصادي، طالما أن هناك علاقة عكسية تنشأ ما بين سعر السند وسعر الفائدة ناجمة عن سياسة حكومة مالية⁽¹⁾، ويمكن التعرف على تلك العلاقة من خلال الشكل (10):

شكل (10)

آثار تمويل العجز الحكومي على أسعار الفائدة



- باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد (وجهة نظر النقوديين) ترجمة د. عبد الله منصور ود. عبد الفتاح عبد الرحمن، جامعة الملك سعود، الرياض، 1987، 425.

ويشير الشكل (10) إلى العلاقة ما بين السياسة المالية من جهة وأسعار الفائدة والسندات من جهة أخرى، والتي تعتمد على خصائص تمويل العجز الحكومي، ولكي تقوم الحكومة بممارسة نشاطها التمويلي من موازنة متوازنة، نجد في هذه الحالة أن منحى فائض الطلب على السندات والذي يرمز له (EB^d) يقطع محور سعر الفائدة عند سعر توازني هو (R_0) فماذا يحصل لو قامت الحكومة بالتوسع بالإئناق وإحداث عجز في الموازنة، فإذا ما قامت الحكومة بتمويل العجز في موازنتها ببيع سندات إلى القطاع غير المصرفي، فإن الخزنة لا بد وأن تقوم بإصدار المزيد من السندات الحكومية لبيعها في سوق الأوراق المالية، وهذه السندات الجديدة سوف تزيد من العرض القائم للسندات التي أصدرها القطاع الخاص، ومن ثم ينشأ فائض في العرض الكلي للسندات يساوي المسافة (qR_0) ، أي أن الإجراء الحكومي المتمثل بسياسة مالية توسعية (الإئناق يفوق الإيرادات) الذي اتخذته الخزنة العامة بالاقتراض من الأفراد قد نقل منحى فائض الطلب على السندات إلى الأعلى وإلى اليسار، وفي ظل هذه التغيرات فإنه لا يمكن إزالة فائض عرض السندات إلا إذا ارتفع سعر الفائدة التوازني إلى الأعلى (R_1) والذي يتحقق فيه التعادل ما بين الطلب مع العرض الكلي للسندات التي أصدرتها الخزنة العامة والقطاعات الاقتصادية الأخرى، في حين قيام البنك المركزي بتمويل العجز في الموازنة، سوف يؤدي إلى انخفاض مبدئي (وليس ارتفاعاً) في سعر الفائدة، فالبنك المركزي لا يقوم عادةً بتمويل هذا العجز بصورة مباشرة، وإنما يقوم بتمويله من خلال عمليات السوق المفتوحة، إذ يدخل مشترياً للسندات الحكومية التي يمتلكها القطاع الخاص في الوقت نفسه الذي تقوم فيه الخزنة العامة بإصدار سندات للسوق المفتوحة، وعلى ذلك فإن السندات الجديدة تجد طلباً معادلاً جديداً في السوق يساوي مقدار الإصدار النقدي الجديد الذي يقوم به البنك المركزي لتمويل هذا العجز، ولكن في الوقت ذاته فإن تجار الأصول المالية وغيرهم ممن قاموا ببيع ما كان لديهم من سندات حكومية للبنك المركزي قد ازدادت ودائعهم لدى الجهاز المصرفي، مما يسبب زيادة الاحتياطيات النقدية لدى هذه المصارف، وبالتالي فإن القاعدة النقدية تتوفر لكل من المصارف والقطاعات غير المصرفية مما يسهم في زيادة الطلب الكلي على السندات ونتيجة لذلك فإن فائض المطلب الكلي على السندات لا بد وإن يرتفع متمثلاً بالمسافة (R_{op}) ، وفي ظل الظروف الجديدة فإنه لا يمكن إزالة هذا الفائض إلا إذا انخفض سعر الفائدة التوازني إلى (R_2) ، وعلى هذا الأساس فإن الأثر الأولي لتمويل العجز الحكومي من خلال الاقتراض من البنك المركزي بدلاً من القطاعات غير المصرفية يتمثل في خفض سعر الفائدة وليس رفعها، ولكن مشتريات البنك للسندات

الحكومية تعني زيادة في عرض النقود^(*) فإنه لا مناص من إن هناك أثراً آخرى لقرار البنك لتقليل العجز الحكومي⁽¹⁾.

وعلى العكس من عجز الموازنة الحكومية يعمل فائض هذه الموازنة على خفض معدلات الفائدة فعندما تقوم وزارة المالية أو الخزانة باستخدام النقود التي حصلت عليها من الأفراد بكثرة لسداد الدين العام، فإنها تضيف طلبها على السندات الحكومية إلى طلب القطاعات الاقتصادية الأخرى، وتؤدي الزيادة في طلب السندات إلى رفع أسعارها مبدئياً ثم خفض أسعار الفائدة (وبالآلية نفسها التي سبق الكلام عليها)، وتبين من خلال مناقشتنا إن السياسة المالية لها أهمية مالية بحتة في إحداث تغييرات في الموازنة تؤدي إلى زيادة أو خفض حيازات القطاع الخاص من السندات الحكومية، ولهذا السبب فإن عجز الموازنة العامة يدفع بأسعار الفائدة إلى الأعلى أو يشد الفائض إلى الأسفل، في حين إن السياسات المالية التي تتفد من خلال إحداث تغييرات في القاعدة النقدية ستكون لها آثار أشد تعقيداً.

د. عباس كاظم جاسم الدعيمي ، أثير السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2006) أطروحة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة الكوفة وهي جزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية