



عجز الموازنة والدين العام والحجم الأمثل للدين العام – دراسة نظرية تقييمية للأدبيات المعاصرة

أ.د. محمد أحمد الأفندي

أستاذ الاقتصاد – جامعة صنعاء

عنوان المراسلة: alafndi2009@gmail.com

الملخص:

تناولت الدراسة تحليلاً تقييمياً للأدبيات الاقتصادية المعاصرة، فيما يتعلق بعجز الموازنة العامة وعلاقتها بتطور مستوى الدين العام ومن ثم تحديد المستوى الأمثل لحجم عجز الموازنة، كما تناولت الآثار الاقتصادية والاجتماعية لعجز الموازنة العامة، وقد أظهرت الدراسة أن اتجاه وحجم تلك الآثار يعتمد على أساليب تمويل عجز الموازنة، وينجم عن ذلك أن تقييم اتجاه السياسة المالية ومدى استدامتها سيختلف باختلاف طريقة تمويل عجز الموازنة، وقد ناقشت الدراسة أبعاد هذا التقييم وفقاً لأساليب تمويل عجز الموازنة سواء أساليب التمويل المحلي أو التمويل الخارجي، كما ركزت الدراسة على تحديد المستوى الأمثل لعجز الموازنة في ضوء علاقته بالحالة اليمينية، حيث أظهر التحليل أن مستوى العجز الأمثل للموازنة المرتبط بالدين العام يتجاوز ذلك الحد الأمثل بكثير. مما يكشف حجم عوار الاختلالات المالية التي تحتاج إلى إصلاح مالي واسع ولكن في إطار رؤية كلية للإصلاح الاقتصادي والاجتماعي والسياسي، وفي كل الأحوال، فإن الدراسة تؤكد على المحافظة على حجم أمثل لعجز الموازنة مشروطاً بعدم تجاوز نسبة نمو الدين العام الكلي ونسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

الكلمات المفتاحية: عجز الموازنة الأمثل، الدين العام الأمثل، أساليب تمويل عجز الموازنة، التمويل النقدي للموازنة، قيد الموازنة الحكومية.

Budget Deficit and Public Debt-Optimal Level of Both Deficit and Public Debt: A Theoretical Evaluative Study of Contemporary Literature

Abstract:

This study aimed to examine the evaluative analysis of the modern economic literature reviews that are related to the budget deficit and public debt. The emphasis was on how to define consistent optimal level of budget deficit that is related to optimal level of public debt. Furthermore, the study focused on the evaluation of social and economic impact of budget deficit. The results of the study showed that the direction and level of the impact depend mainly on the methods of financing budget deficit. As a result, the assessment of fiscal policy direction, and its sustainability will vary depending on the method of financing the deficit. The study discussed the dimensions of this evaluation based on methods of financing the budget deficit, either local or international financing methods. The study also focused on defining the optimal level of the budget deficit in light of its relation with the Yemeni case. The analysis showed that the optimal level of the budget deficit related to the public debt over exceeds the optimal limit, which reveals the extent of gap of fiscal imbalances in Yemen that need a broad fiscal reform but within the comprehensive vision of the economic, social and political reform. In all cases, the study strongly recommends to preserve the optimal level of budget deficit with equal growth rate of both aggregate public debt and gross national product.

Keywords: Optimal budget deficit, Optimal public debt, Methods of budget financing, Cash budget financing, Government budget constraint.



أولاً المقدمة:

مشكلة الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم عرض تحليلي لمشكلة عجز الموازنة العامة والدين العام وصولاً إلى تحديد الحجم الأمثل لعجز الموازنة.

ومن ثم فإن مشكلة الدراسة يمكن تحديدها في الإجابة على التساؤلات الآتية:

1. ما مضمون قيد الموازنة الحكومية في ضوء التعاريف المتعددة لعجز الموازنة؟
2. ما طبيعة الصلة بين الدين العام، وعجز الموازنة وكيف يتم تحديد كل من الحجم الأمثل للدين العام وعجز الموازنة مع الإشارة إلى الحالة اليمينية؟

منهجية الدراسة:

تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي والمنهج الكمي من خلال الاسلوب الرياضي والبياني في مناقشة المتغيرات الرئيسية المرتبطة بعجز الموازنة والدين العام.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في تحليل مآلات ونتائج عجز الموازنة على الدين العام والمتغيرات الاقتصادية الحقيقية حيث يقصد بعجز الموازنة في هذه الدراسة الفرق بين إجمالي النفقات العامة (الحكومية) وإجمالي الإيرادات العامة، وهو يمثل أحد المتغيرات الاقتصادية والمالية المهمة. فعجز الموازنة يحدد اتجاه وحجم النشاط الحكومي في الاقتصاد الكلي، كما أنه أحد محددات الطلب الكلي، فالعجز يبين ما إذا كان الطلب الكلي في حالة توسع أم في حالة انكماش. وعندما يتزايد عجز الموازنة، فإن ذلك يعني اتجاهات توسعية للسياسة المالية، أما إذا انخفض العجز، فإن ذلك يدل على الاتجاه الانكماشى للسياسة المالية. بيد أن هذا ليس دائماً صحيحاً، فقد يحدث العجز بسبب حالة الركود الاقتصادي الذي يعاني منه الاقتصاد، حيث ينكمش عندها الدخل ومن ثم الإيرادات الضريبية، بينما تزيد النفقات الاجتماعية والتحويلية، وفي الاقتصادات الريعية، فإن العجز يحدث بسبب

الانخفاض المفاجئ أو غير المتوقع في الإيرادات الريعية (مثل إيرادات النفط). ومن جهة أخرى، فإن عجز الموازنة له صلة وثيقة بالاستقرار الاقتصادي، والنمو الاقتصادي، فحجم العجز وطريقة تمويله له آثار على معدل التضخم واستقرار قيمة العملة الوطنية. وسعر الفائدة، ويرتبط العجز كذلك بتطور حجم الدين العام المحلي والخارجي وما ينجم عن ذلك من عبء تتحمله الأجيال القادمة (Al-Afandi, 1990).

وللعجز آثار كبيرة على حوافز الادخار والاستثمار والاستهلاك وتراكم رأس المال ومن ثم على الموازين الخارجية للدول كميزان الحساب الجاري وكذلك على سعر الصرف، وتلك آثار مازالت محل جدل بين الاقتصاديين من مختلف المشارب الفكرية والاجتماعية.

أهداف الدراسة:

تتطوي هذه الدراسة على تحليل تقييمي للآثار الاقتصادية والاجتماعية لعجز الموازنة التي تعكس بدورها مستوى الجدل القائم حتى الآن حول عدد من القضايا والمشكلات المرتبطة بالعجز ومن أهمها:

- مشكلة مفهوم وقياس العجز.
- قيد الميزانية العامة.
- التمويل التضخمي.
- عبء الدين العام والعجز عبر الأجيال (التكافؤ الريكاردي).
- عجز الموازنة وتراكم رأس المال والآخر الاقتصادي للعجز.
- مدى استدامة الدين العام والثقة بالسياسات المالية والآثار الاقتصادية لأساليب تمويل عجز الموازنة.

خطة الدراسة:

ستمضي قضايا وطبيعة الدراسة على النحو الآتي:
أولاً: المقدمة.



ثانياً: مفهوم عجز الموازنة ومشكلات القياس.

ثالثاً: قيد الموازنة الحكومية.

رابعاً: مشكلات تمويل عجز الموازنة والدين العام.

خامساً: الآثار الاقتصادية لتمويل عجز الموازنة بالدين العام.

سادساً: عبء المديونية والحجم الأمثل لعجز الموازنة.

سابعاً: الخاتمة.

ثانياً: مفهوم عجز الموازنة و مشكلات القياس:

لا يوجد اتفاق حاسم بين الاقتصاديين على مقياس أو مفهوم واحد لعجز الموازنة، فكل مقياس له هدف معين في تسليط الضوء على طبيعة واتجاه العجز، ولذلك يمكن النظر إلى مقاييس عجز الموازنة من زوايا مختلفة أو تصنيفها وفقاً لمعايير معينة منها: إضافة إلى أن مقاييس عجز الموازنة تستخدم كأداة لتقييم كفاءة وفاعلية السياسة المالية وتحديد مدى اختلال هذه السياسة وكيفية تصحيحها، ومن هذه المعايير ما يلي (الأفندي، 2012):

(i) معيار الشمول: وفقاً لهذا المعيار، هناك مفهوم العجز التقليدي والعجز الشامل:

❖ العجز التقليدي: هو الفرق بين إجمالي النفقات وإجمالي الإيرادات العامة

باستثناء تغيرات حجم المديونية: $D = G - T$

حيث $D =$ حجم العجز، $T =$ الإيرادات العامة (الضرائب بشكل رئيسي).

يعتري هذا المقياس بعض النقائص والعيوب أهمها:

يغدو مضللاً في أوقات التضخم حيث يصعب تقدير حجم العجز الذي يمول بالاقتراض، كما لا يفصح بدقة عن تغيرات قيمة العملة في الأصول والخصوم الحكومية، ويمكننا تقدير العجز التقليدي بإضافة صافي الإقراض (صافي المديونية) إلى الإنفاق وفي هذه الحالة، فإن:

العجز التقليدي = إجمالي الإيرادات والمنح = إجمالي الإنفاق وصافي الإقراض.

وعموماً، فإن مفهوم العجز المالي التقليدي يلخص بصورة شاملة الوضع المالي

الكلي للحكومة.

إن هذا المفهوم للعجز لا يفرق بوضوح الأثر على الوضع الاقتصادي الناجم عن تمويل العجز بطرق مختلفة، فمستوى العجز نفسه قد يظهر آثاراً اقتصادية كبيرة شديدة الاختلاف حسب أسلوب التمويل.

فتمويل البنك المركزي للعجز يكون له آثار اقتصادية مختلفة تماماً عن التمويل غير المصرفي أو التمويل الأجنبي كما أن التغيير في مستوى العجز له آثار اقتصادية مختلفة وفقاً لما إذا كان هذا التغيير بسبب تغير الضرائب أو التغيرات المساوية لها في الإنفاق، فتغير العجز بسبب زيادة الإنفاق الجاري بمقدار معين يكون له أثر أكبر على الطلب الكلي والنتائج مقارنة بتغير مماثل في العجز بسببه انخفاض مماثل في الضرائب.

يحدد العجز أو الفائض بالنسبة للجهات الإدارية الحكومية المركزية فقط ولا يتضمن موازنات المؤسسات الاقتصادية العامة أو السلطة المحلية.

• العجز الشامل: وهو يتضمن عجز الأجهزة الحكومية المركزية + السلطة المحلية + مؤسسات القطاع العام. أي أن الإيرادات العامة = إيرادات الحكومة المركزية + القطاع العام + السلطة المحلية.

والنفقات العامة = نفقات الحكومة المركزية + نفقات القطاع العام + نفقات السلطة المحلية، ومن ثم فإن العجز الشامل هو الفرق بين إجمالي النفقات العامة مطروحا منها الإيرادات العامة كما تحدد ذلك سابقا، ويتكون العجز الشامل من جزئيين هما: العجز الجاري والعجز الرأسمالي.

ويلاحظ أن هذا المفهوم يتجاوز بعض نقائص مفهوم العجز التقليدي، لكنه يظل يعاني من عدم الدقة لاسيما في أوقات التضخم، فالتكلفة الحقيقية لفوائد الدين العام لا تظهر كاملة، بينما يرتبط أصل الدين بمعدل التضخم مما يزيد من تكلفة الاقتراض لتمويل العجز.



(ب) معيار أثر الفوائد والتضخم على العجز:

مفهوم العجز الأساسي (عجز اللافوائد) الذي يساوي الفرق بين إجمالي النفقات وإجمالي الإيرادات مع استبعاد فوائد الدين الخارجي، لأنها مرتبطة بعجوزات الفترة الماضية ولا تمثل الأنشطة المالية للفترة الجارية. أي أن العجز الأساسي يبين الوضع المالي للحكومة بمعزل عن الأوضاع المالية السابقة. ومن ثم فإن هذا المقياس يظهر العجز بأقل من حجمه الفعلي ويركز على تقييم اتجاه التغيير في الدين العام ومدى القدرة على استيعاب وتحمل العجز، وبصورة عامة، فإن مفهوم العجز الأساسي لا يعبر بدقة عن فاعلية السياسات المالية لأنه يستبعد فوائد الدين الخارجي التي تمثل مشكلة كبيرة في الدول النامية.

العجز التشغيلي (Operational Deficit):

هو مقياس للعجز في أوقات التضخم لأنه يهتم باستخلاص أثر التضخم على مدفوعات سعر الفائدة الاسمي (النقدي) على الدين الحكومي، وقد استعمل بولاك (Polak) مصطلح (مصحح نقدي) للدلالة على قياس أثر التضخم على مدفوعات الفائدة. إن المصحح النقدي للعجز يساوي معدل التضخم مضروباً في القيمة الاسمية للدين أو:

$$\alpha = D \left(\frac{\pi}{1 + \pi} \right) \quad (\text{زكي، 1990})$$

حيث α = نسبة كمية النقود من الناتج المحلي الإجمالي، وهي التي تعوض الدائنين بغية الحفاظ على القيمة الحقيقية للدين العام المحلي. العجز الإجمالي ويساوي العجز الأساسي (عجز اللافوائد) زائداً العجز الثانوي.

ويقصد بالعجز الثانوي مدفوعات الفوائد على الدين المحلي والخارجي للفترة السابقة، ويلاحظ أن العجز التقليدي يتضمن العجز الأساسي والعجز الثانوي.

(ج) معيار العلاقة بالادخار:

العجز الجاري الذي يساوي الفرق بين النفقات الجارية والإيرادات الجارية ويطلق عليه العجز الجزئي، ولهذا المقياس أهمية خاصة كونه يبين الجهود الحكومية في تحقيق ادخار عام (حكومي) موجب يستخدم في تمويل مشاريع التنمية أو الإنفاق الاستثماري العام.

فإذا كان هناك فائض جارٍ، فهذا يعني وجود ادخار حكومي موجب، أما إذا كان هناك عجز جارٍ فهذا يحث الحكومة على ترشيد الإنفاق الجاري وزيادة الإيرادات الجارية لتحقيق ادخار عام موجب.

(د) معيار العلاقة بالاختلالات الاقتصادية:

العجز الهيكلي (Structural Deficit): هو مقياس للعجز في فترات الاختلالات الاقتصادية أو العجز المحتمل استمراره ما لم تتخذ سياسات اقتصادية لإزالته أو تصحيح الاختلالات المسببة للعجز، ومن أمثلة الاختلالات الاقتصادية اعتماد الإيرادات الحكومية على مصدر أساسي كإيرادات النفط أو اختلالات الأسعار أو اختلالات القدرة الإنتاجية للاقتصاد الكلي.

ويعد العجز اللاربعي أبرز مثال للعجز الهيكلي، وهذا المقياس يستخدم في الاقتصادات الربعية التي تعتمد على مصدر ريعي في الإيرادات العامة مثل إيرادات النفط في اليمن. حيث يمثل نحو 60 – 70% من إجمالي الإيرادات العامة للدولة، وفي هذه الحالة يمكن قياس العجز اللاربعي الذي يساوي الفرق بين النفقات العامة والإيرادات العامة غير النفطية.

ويُظهر هذا العجز حجم الجهود المطلوبة لتنويع مصادر الدخل والإيرادات العامة التي تتسم بالاستمرارية، بدلا عن الاعتماد على المصادر الإيرادية المؤقتة أو المتقلبة أسعارها عالميا كإيرادات النفط (الحاوري، 1998).

عجز دورة الأعمال السياسية (Political Business Cycle Deficit) (الأفندي، 2012).



يعكس هذا المقياس مستوى تأثير الإنفاق السياسي على عجز الموازنة ولاسيما الإنفاق السياسي في فترات الانتخابات العامة أو الإنفاق الطارئ على الحروب، وفي هذه الحالة فإن عجز الدورة السياسية يساوي الفرق بين إجمالي النفقات العامة المعدلة بالإنفاق السياسي والإيرادات العامة الإجمالية.

ويتسم هذا المقياس ببعض الملامح منها أنه يكشف حجم الفساد المالي بسبب الإنفاق السياسي ولاسيما في الدول النامية والأقل نمواً، كما يتضمن إنفاق خارج الموازنة كالاتمادات الإضافية، لاسيما تلك التي تم إنفاقها قبل أن توافق عليها السلطة التشريعية في فترة متأخرة عن الدورة المالية.

وكذلك تشمل الحسابات خارج الموازنة كالصناديق الخاصة التي يتم الصرف منها وفقاً لاعتبارات سياسية وبعض ممارسات الفساد، وكذلك أيضاً الإنفاق على مشاريع خارج إطار البرنامج الاستثماري لاعتبارات سياسية.

ثالثاً: قيد الموازنة الحكومية:

تبين المعادلة (1) قيد الموازنة الحكومية: (Agénor & Montiel, 1999)

$$G - T + iB_{t-1} + iEB_{t-1}^* = \Delta M + \Delta B + E\Delta B_g^* \dots\dots\dots(1)$$

حيث: $G =$ الإنفاق الحكومي الجاري والرأسمالي

$T =$ الإيرادات الإجمالية وتمثل الضرائب المصدر الأساسي والرئيسي

للإيرادات

دعنا نحدد: $D = G - T$ العجز الأساسي أو عجز اللافوائد.

وكذلك: $iB + iEB_{t-1} =$ العجز الثانوي ويساوي مدفوعات الفائدة على

المديونية في الفترة السابقة (t-1).

يلاحظ أن الطرف الأيسر من المعادلة (1) يمثل العجز الإجمالي الذي يساوي

العجز الأساسي (D) مضافاً إليه العجز الثانوي (مدفوعات الدين لفترة ماضية).

أما الطرف الأيمن من القيد، فإنه يمثل مصادر تمويل العجز الإجمالي وهي:

تمويل بإصدار النقود (الاقتراض من البنك المركزي) من خلال التغيير في

المعروض النقدي (ΔM).

أو الاقتراض المحلي من الجمهور من خلال إصدار السندات أو أذون الخزانة ويعبر عن ذلك بالتغير في السندات الحكومية (ΔB).

الاقتراض الخارجي أو التمويل الخارجي من خلال اقتناء الممولين الأجانب للسندات الحكومية ويعبر عنها بالتغير في رصيد هذه السندات مقومة بالعملة الوطنية ($E\Delta B_{t-1}^*$) حيث E = سعر صرف العملة الوطنية.

يلاحظ أن عجز الموازنة لا يتضمن أي نفقات أو اعتمادات خارج الموازنة (اعتمادات إضافية)، ومن ثم فإنه يمثل مقياساً للعجز التقليدي ولا يعكس عجز الدورة السياسية، لأنه لا يتضمن الإنفاق السياسي.

ومن جهة أخرى، فإن معادلة قيد الميزانية السابقة، تُظهر أن العجز حساس لتقلبات الأسعار وبالتالي التضخم من خلال تأثير التضخم على سعر الفائدة الاسمي، وإذا ما تم حساب العجز السابق بدون إدخال أثر التضخم فإن ذلك سيعطي مقياساً للعجز أقل من حجمه الحقيقي، وفي تلك الحالة، فإن تغيرات العجز التقليدي بدون أثر التضخم لا تقدم مقياساً كافياً للجهود المالية وللقرارات المالية، وفي هذه الحالة يكون مناسباً حساب العجز الحقيقي؛ أي حساب العجز التشغيلي الذي يقوم على استخلاص مكون أثر التضخم على مدفوعات سعر الفائدة الاسمي، مما يستلزم إدخال التضخم في المعالجة وحساب المصحح النقدي، وهذا يتطلب إعادة صياغة قيد الموازنة الحكومية (1) لتتضمن أثر الأسعار وذلك على النحو الآتي:

وإذا أهملنا مكون الاقتراض الخارجي للتبسيط أي أن $E\Delta B_g = 0$

فغندئذ يمكن صياغة معادلة قيد الموازنة الحكومية الحقيقي في الصورة الآتية:

$$\frac{D}{P} + \frac{iB_{-1}}{p} = \frac{\Delta M}{p} + \frac{\Delta B}{p} \dots\dots\dots(2) \text{ (Agénor \& Montiel, 1999)}$$

حيث p = المستوى العام للأسعار



أو:

$$d + i \left(\frac{b_{-1}}{p} \right) b_{-1} = \frac{\Delta M}{p} + \left(\frac{b_{-1}}{p} \right) \frac{\Delta B}{b_{-1}} \dots \dots \dots (3)$$

لاحظ ان الحد الثاني من الطرف الأيمن لمعادلة (3) يكمن كتابته على النحو الآتي:

$$\frac{p_{-1}}{p} \frac{\Delta B}{p_{-1}} = \Delta b + \pi \left(\frac{p_{-1}}{P} \right) b_{-1} \dots \dots \dots (4)$$

وبوضع (4) في (3) نحصل على معادلة قيد الموازنة الحكومية الآتية:

$$d + (i - \pi) \left(\frac{p_{-1}}{P} \right) b_{-1} = \frac{\Delta M}{P} + \Delta b \dots \dots \dots (5)$$

وحيث إن:

$$\frac{b_{-1}}{P} = \frac{1}{1 - \pi} \dots \dots \dots (6)$$

حيث π = معدل التضخم. وبوضع (6) في (5) نجد أن:

$$d + \left(\frac{i - \pi}{1 + \pi} \right) b_{-1} = \frac{\Delta M}{P} + \Delta b \dots \dots \dots (7)$$

وتمثل المعادلة (7) معادلة قيد الموازنة الحكومية.

ويلاحظ أن العجز التقليدي تم تعديله بالمقدار $\left(\frac{\pi}{1 + \pi} \right) b_{-1}$ من أجل الحصول على العجز الحقيقي التشغيلي. أي أن العجز الحقيقي يزيد بهذا المقدار الذي يساوي حجم التعويض للدائنين مقابل انخفاض القيمة الحقيقية للدين بسبب التضخم.

وفي هذه الحالة فإن المعادلة (7) يمكن كتابتها على النحو الآتي:

$$d + \left(r + \frac{\pi}{1 + \pi} \right) b_{-1} = \frac{\Delta M}{P} + \Delta b \dots \dots \dots (8)$$

حيث يمثل الطرف الأيسر من (8) العجز الإجمالي الحقيقي = العجز الأساسي

الحقيقي (d) زائدا العجز الثانوي الحقيقي $b_{-1} \left(r + \frac{1}{1+\pi} \right)$ ، حيث $\Gamma = \text{سعر}$ الفائدة الحقيقي. وأن: $\frac{i}{1+\pi} = r + \frac{\pi}{1+\pi}$

ويلاحظ أن الوصول إلى معادلة قيد الموازنة الحكومية في (8) لم يكن ممكنا بدون المعادلة (4). وقد توصلنا إليها وفقا للخطوات الآتية:
بما أن:

$$\frac{P_{-1}}{P} \frac{\Delta B}{p_{-1}} = \frac{P_{-1}(B - B_{-1})}{P_{-1}P} \dots\dots\dots(9)$$

وبتحليل الطرف الأيمن من (9):

$$\frac{P_{-1}}{P} B - \frac{P_{-1}B_{-1}}{Pb_{-1}} \dots\dots\dots(10)$$

$$b - \left(\frac{P_{-1}}{P} \right) b_{-1} \dots\dots\dots(11)$$

وبإضافة وطرح المقدار (b_{-1}) إلى المعادلة (11) نجد أن:

$$(b - b_{-1}) + b_{-1} - \left(\frac{P_{-1}}{P} \right) b_{-1} \dots\dots\dots(12)$$

$$\Delta b + \left(1 - \frac{P_{-1}}{P} \right) b_{-1} \dots\dots\dots(13)$$

$$\Delta b + \left[\frac{P - P_{-1}}{P} \right] b_{-1} \dots\dots\dots(14)$$

ويضرب المقدار $\frac{P_{-1}}{P_{-1}}$ داخل القوس نجد أن:

$$\Delta b + \left[\frac{P - p_{-1}}{p_{-1}} \frac{P_{-1}}{P} \right] b_{-1} \dots\dots\dots(15)$$

$$\Delta b + \pi \left(\frac{P_{-1}}{P} \right) b_{-1} \dots\dots\dots(16)$$

وبالعودة إلى المعادلة (9) نجد أن:



$$\frac{P_{-1}}{P} \frac{\Delta B}{P_{-1}} = \Delta b + \pi \left(\frac{P_{-1}}{P} \right) b_{-1} \dots\dots\dots(17)$$

لاحظ أن معادلة (17) هي نفسها معادلة (4).

رابعاً: مشكلات تمويل عجز الموازنة والدين العام:

(1) التمويل النقدي للعجز (Seignior Age):

رأينا أن الطرف الأيمن من معادلة قيد الموازنة الحكومية (معادلة 1) تمثل أساليب وطرق تمويل العجز ومنها التمويل التضخمي أو التمويل بالإصدار النقدي الذي يعد صكاً للنقود ليس إلا، ويُعرّف التمويل النقدي للعجز بأنه قدرة الحكومة على الحصول على إيرادات باستعمال حقها السيادي في صك النقود عالية الأثر (Seignior Age) أي طباعة النقود لفترة زمنية مستمرة (الأفندي، 2014).

حيث تحصل الحكومة على رسم سك العملة (Seignior Age)، لأن النقد يخولها زيادة في قدرتها الشرائية وهذا ينقسم إلى عنصرين:

- رسم مجرد لسك العملة (Pur Seignior Age) إذا كان تمويل العجز عن طريق إصدار نقود غير تضخمية عندئذ تتلقى الحكومة رسم سك عملة مجرد.
 - ضريبة التضخم يحصل عند التمويل النقدي التضخمي (الحكومة تحصل على ضريبة تخصمه = معدل التضخم (المعدل الضريبي) مضروباً في إجمالي الأرصدة النقدية الحقيقية التي يحوزها الجمهور).
- في حالة غياب التضخم ← ضريبة التضخم = 0 وعندئذ ينبغي رسم سك العملة.

وتلجأ الحكومات إلى هذا النمط من التمويل في حالات عدم إمكانية زيادة الضرائب أو صعوبة الاقتراض بالسندات الحكومية، فإن الإصدار النقدي لتمويل العجز (ΔM) يعد أحد مكونات الدين العام بالإضافة إلى الاقتراض بإصدار السندات (ΔB).

وتمثل طريقة التمويل النقدي أداة سهلة بيد السلطات في الدول النامية أو الأقل نمواً، حيث لا يتوفر لها أسواق مالية متطورة لتداول السندات، كما أن هذه الطريقة لا تسبب المزاخمة للقطاع الخاص ومن ثم فإن الطلب الكلي يزيد بدرجة أكبر مما يعمله التمويل بإصدار السندات.

بيد أن تحليل آثار التمويل التضخمي يتطلب الاهتمام بالتغيرات الحقيقية في كمية النقود وليس التغيرات الاسمية، أي من خلال $\left(\frac{\Delta M}{P}\right)$ ، وهذا يعني أن التمويل النقدي للعجز له آثار تضخمية مما يفاقم من مشكلة عجز الموازنة، ويمكننا تتبع الآثار التضخمية للتمويل النقدي من خلال أثر فيشر (-Fisher Effect)، حيث ينحو سعر الفائدة النقدي (الاسمي) إلى أعلى عند زيادة معدل التضخم المتوقع، ويمكن صياغة أثر فيشر في المعادلة الآتية:

$$i = r^e + \pi^e \dots\dots\dots(18)$$

توضح المعادلة (18) أن سعر الفائدة النقدي (i) يرتفع عند ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي المتوقع (r^e) وكذلك عند ارتفاع معدل التضخم المتوقع (π^e)، وبافتراض ثبات سعر الفائدة الحقيقي فإن سعر الفائدة النقدي يزيد بنفس نسبة زيادة معدل التضخم المتوقع.

وطبقاً لأثر فيشر فإن البلدان التي تعاني من معدلات مرتفعة للتضخم تنحو أسعار الفائدة النقدية نحو الارتفاع أيضاً، مما يسبب زيادة عبء مدفوعات الفائدة (iB_{-1}).

وأياً كان شأن الآثار السلبية للتمويل النقدي للعجز، فإن الحكومات عادة تستمتع بأسلوب التمويل النقدي في فترات معينة، حيث تتمكن الحكومات من السيطرة على موارد حقيقية من خلال خلق النقود، أي طبع أوراق البنكنوت وإنفاقها، فزيادة المعروض من كمية النقود يسبب ارتفاع المستوى العام للأسعار، مما يسبب انخفاض القيمة الحقيقية للنقود المتداولة في حوزة الأفراد والبنوك. ويمثل



حجم التخفيض في القيمة الحقيقية للنقود بسبب التضخم بمثابة موارد جديدة تحصل عليها الحكومات – أي عبارة عن ضريبة مستترة يقع عبؤها على كل من يملك نقودا.

بيد أن حجم هذه الموارد يعتمد على مستوى الطلب على النقود وعلاقته بالعرض النقدي. فالتمويل النقدي يكون محدودا عندما يكون معدل نمو خلق النقود أقل من معدل نمو الطلب على النقود.

أما إذا تجاوز معدل نمو خلق النقود معدل نمو الطلب على النقود، فإن معدل التضخم يتصاعد، ومن ثم تتوفر للحكومات إمكانيات أكثر في التمويل النقدي. أي أنه في هذه الحالة إذا كان زيادة عرض النقود أكبر من زيادة الطلب على النقود، فإن ذلك يؤدي إلى فائض في الأرصدة النقدية لدى الجمهور الذي يسعى إلى التخلص منه من خلال زيادة الطلب على الأصول الحقيقية، أي شراء السلع والأراضي والأصول المالية الأخرى مما يسبب تصاعد أسعار هذه السلع ومن ثم تصاعد التضخم بصورة مباشرة.

ولتوضيح آلية التمويل النقدي للعجز، دعونا نعيد صياغة الحد الأول من الطرف الأيمن من معادلة قيد الميزانية، المعادلة (7) على النحو الآتي:

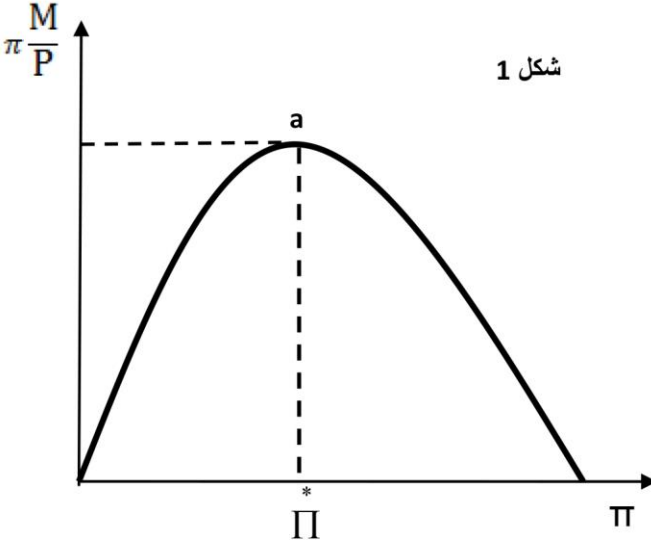
$$\frac{M\Delta M}{MP} = \frac{\Delta M}{M} \frac{M}{P} = \hat{M} \frac{M}{P} \quad \text{نجد أن: } \frac{M}{M} \text{ في } \frac{\Delta M}{P}$$
$$\text{حيث } \hat{M} = \frac{\Delta M}{M} = \text{معدل نمو العرض النقود.}$$

وعند الاستقرار، فإن معدل نمو عرض النقود يتعادل مع معدل التضخم، أي أن $\hat{M} = \pi$ وعندئذ يغدو قيد الحد الأول في معادلة قيد الموازنة الحكومية هو:

$$\pi \frac{M}{p} \dots\dots\dots (19) \text{ (Tanzi, 1978)}$$

ويمثل المقدار في المعادلة (19) حجم الإيرادات التي تحصل عليها الحكومات من الإصدار النقدي في ظل التضخم، بينما يرى الأفراد الذين يتعين عليهم إضافة المزيد من النقود إلى

أرصدتهم للحفاظ على القيمة الحقيقية للأرصدة $\left(\frac{M}{P}\right)$ بأن ذلك بمثابة ضريبة إضافية، وقد أطلق على هذا النوع من الضرائب بضريبة التضخم (Inflation Tax). أي أنه بالنسبة للأفراد فإن هذه الإيرادات تساوي



شكل 1

حجم تدهور القيمة الحقيقية لأرصدتهم النقدية ويوضع هذا المقدار في معادلة قيد الموازنة الحكومية (7) نجد أن:

$$d + \left(\frac{i - \pi}{1 + \pi}\right)b_{-1} = \pi \frac{M}{P} + \Delta b \dots\dots\dots(20)$$

وإذا نقلنا المقدار $\left(\pi \frac{M}{P}\right)$ إلى الطرف الأيسر من المعادلة (20)، فإننا نحصل على صافي العجز الذي يتم تمويله بالافتراض (Δb) ، وقد أطلقنا عليه صافي العجز لأننا خفضنا العجز بمقدار الضرائب التضخمية الناجمة عن التمويل النقدي، أي أن معادلة (20) تغدو:

$$d + \left(\frac{i - \pi}{1 + \pi}\right)b_{-1} - \pi \frac{M}{P} = \Delta b$$



وطبقاً لكيّنز فإن استحواذ الحكومات على موارد إضافية عبر ضريبة التضخم يغدو خياراً مغرباً، مقارنة بالخيارات الأخرى مثل زيادة الضرائب أو الموارد الأخرى، فوجود صراعات سياسية أو منافسات انتخابية بين الأحزاب أو تعدد مراكز القوى ذات المصالح المتضاربة يجعل الحكومات تفضل هذا الخيار المغربي لأنه أقل كلفة من الناحية السياسية.

ومهما يكن الأمر فإن هذه الحكومات ليست مطلقة اليدين في الاعتماد على التمويل النقدي للعجز، فهناك سقف محدد لا يمكن للحكومات الاستحواذ على موارد إضافية بواسطة ضريبة التضخم.

ويقدم منحى لافر تحديداً للسقف الذي يمكن للحكومات أن تقف عنده (Laffer Curve For Seignior Age) كما هو في الشكل (1).

فالمحور الأفقي يقيس معدل التضخم، بينما يقيس المحور الرأسي إيرادات ضريبة التضخم $(\pi \frac{M}{P})$.

والجدير بالذكر أنه يمكن استخدام منحى Laffer أيضاً لإثبات أن خيار رفع الضرائب لا يؤدي بالضرورة إلى زيادة الحصيلة الضريبية، حيث إن رفع سعر الضريبة يولد استجابات سلبية من الممولين، حيث يبحثون عن فرص للتهرب الضريبي الأمر الذي يفضي في نهاية المطاف إلى انخفاض الحصيلة الضريبية ذاتها. وعودة إلى شكل (1) الذي يبين أن موارد ضريبة التضخم تكون صفراً عندما يكون معدل التضخم صفراً، ومع تزايد إيرادات هذه الضريبة حتى تصل إلى القيمة الأعلى عند (a) و (Π).

ومع استمرار تصاعد التضخم تنخفض القيمة الحقيقية للأرصدة $(\frac{M}{P})$ إلى أدنى مستوى له، مسبباً تراجع إيرادات ضريبة التضخم.

وعلى أية حال فإن هناك معدلاً للتضخم هو (Π) الذي يحقق أقصى إيرادات

من التمويل النقدي. فإذا تجاوز معدل التضخم الفعلي هذا المستوى (Π^*) ، فإن الإيرادات تتراجع.

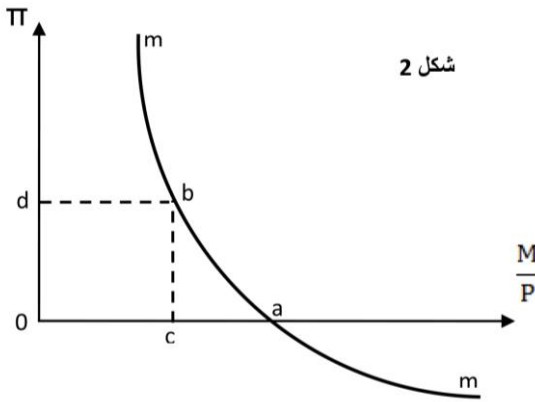
وقد أظهرت البراهين العملية أن إيرادات ضريبة التضخم تكون مرتفعة في البلدان ذات المعدلات المرتفعة للتضخم.

ففي بوليفيا على سبيل المثال، بلغت الإيرادات نحو 7% من الدخل القومي عام 1985، وتتفق هذه النتائج مع رؤية كينز الذي رأى أن ضريبة التضخم تشكل إغراء كبيرا لا يقاوم بالنسبة لكثير من الحكومات (زكي، 1992).

ومن جانب آخر، قدم الاقتصادي فيتو تانزي توضيحا للعلاقة بين التضخم والطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وحجم الموارد التي تحصل عليها الحكومة بواسطة الضريبة التضخمية كما في الشكل (2) (Tanzi, 1978).

حيث يقيس المحور الأفقي الطلب على الأرصدة الحقيقية من الناتج المحلي (y) ويقيس المحور الرأسي معدل التضخم، بينما يمثل المنحنى (mm) الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية $(\frac{M}{P})$.

عند $0a = \left(\frac{M}{P}\right) \leftarrow 0$ وعندئذ لا توجد موارد تحصل عليها الحكومة، لأنها لم تقم بخلق نقود إضافية، وعندما تلجأ الحكومة إلى خلق نقود إضافية



شكل 2

لتمويل العجز، يرتفع معدل التضخم مسببا انخفاض الطلب على الأرصدة الحقيقية.

وعندئذ فإن سقف الموارد الأعلى الذي يمكن للحكومة أن تحصل عليه يقع عندما تبلغ مرونة الطلب



على الأرصدة النقدية الواحد الصحيح (النقطة b في شكل 2). وعندما تكون حجم الموارد مساوية المربع (obcd).

(2) التمويل بإصدار السندات (ΔB):

يعد تمويل عجز الموازنة بالاقتراض من الجمهور من خلال إصدار السندات الحكومية وبيعها للأفراد يعد ذلك تمويلا غير تضخمي، فظاهرة المزاخمة للقطاع الخاص الناجمة عن بيع السندات الحكومية للأفراد يحول جزءاً من الدخل المتاح لإنفاق الأفراد إلى الحكومة، وعندئذ ينخفض الإنفاق الاستهلاكي للأفراد بما في ذلك الإنفاق الاستثماري مسببا انخفاض الطلب الكلي للأفراد ويقدر يعادل حجم شراء الأفراد للسندات (الأفندي، 1994).

ولكن انخفاض الطلب الكلي للأفراد يقابله زيادة الإنفاق الحكومي الممول بالاقتراض من بيع السندات الحكومية مما يحول دون ارتفاع التضخم. وتعتمد الدول المتقدمة بدرجة كبيرة على هذا النمط من التمويل للعجز حيث تتوفر لها أسواق مالية متطورة، ويكون سعر الفائدة على السندات موجبا نظرا لانخفاض معدلات التضخم.

بيد أن الاعتماد المفرط على هذا المصدر يراكم الدين العام، مسببا زيادة مدفوعات الفائدة على الدين، فيتزايد العجز الثانوي ومن ثم العجز الإجمالي. وقد يصل الأمر إلى حدوث مشكلة عدم استمرارية الدين العام واهتزاز كبير في الثقة باستمرار السياسات المالية المنفذة.

إلا أن زيادة الدخل وما يتبعه من زيادة حصيلة الضرائب تُحدث آثار معاكسة. حيث ينخفض العجز الأساسي ومن ثم إجمالي العجز، وبالتالي يتحول العجز إلى فائض في الموازنة، يستخدم في تخفيض الدين العام، بيد أن هذه النتائج قد لا تتحقق في الأجل الطويل، فقد جادل كل من الاقتصادي توماس سارجنت ونيل والاس بأن التمويل بإصدار السندات قد يغدو تضخميما بدرجة أكبر من التمويل النقدي في الأجل الطويل، فتراكم العجز بسبب تراكم الدين العام إلى درجة لا

تكفي عندها الضرائب أو الاقتراض في تخفيض العجز. يلجئ الحكومات في نهاية المطاف إلى التمويل النقدي التضخمي.

ومن جانب آخر، فإن تمويل عجز الموازنة بإصدار السندات في الدول الأقل نمواً له شأن آخر، فاللجوء إلى الاقتراض من الأفراد يظل محدوداً للأسباب الآتية:

- تخلف أو غياب الأسواق المالية المتطورة.
- سلبية سعر الفائدة نظراً لأن معدلات التضخم تكون مرتفعة في الدول النامية.
- تدني مستوى الدخل الفردية أو لا تتوفر للأفراد فوائض مالية كافية أو سيولة لشراء السندات، ولذلك تلجأ الحكومات في هذه الدول إلى إصدار أذون الخزانة وتلزم البنك المركزي بشرائها، وبدوره فإن البنك المركزي يصدر نقوداً بكمية مساوية لقيمة أذون الخزانة أو السندات، مما يسبب زيادة عرض النقود.

$$\frac{\Delta M}{P} = \frac{\Delta B}{P} \text{ هو: (2) المعادلة رقم (2) هو:}$$

لكن هذه النتيجة قد لا تقع بالضرورة إذا توفر للمجتمع فوائض مالية لدى الأفراد أو البنوك، تُستخدم في شراء السندات أو الأذون الحكومية.

خامساً: الآثار الاقتصادية لتمويل عجز الموازنة بالدين العام:

(1) التكافؤ الريكاردوي: العجز وعبء الدين العام عبر الأجيال:

قدم الاقتصادي ريكاردو فكرة التكافؤ الريكاردوي، ثم قام بتطويرها الاقتصادي الأمريكي بارو وأصبحت تعرف بتكافؤ بارو ريكاردو.

تفسر هذه الفكرة طبيعة الصلة القائمة بين قرارات السياسة المالية المتعلقة بالضرائب والإنفاق الحكومي، وعجز الموازنة والدين العام.

وتتطوي هذه الفكرة على فرضية التكافؤ بين خفض الضريبة في الوقت الحالي وزيادتها في المستقبل، فحين تعتمد الحكومة اليوم على تخفيض الضريبة محدثاً بذلك عجزاً في الموازنة العامة يمول بواسطة الدين الحكومي (إصدار



السندات) فإنه يتعين عليها مستقبلا زيادة الضريبة كي تسدد الدين وفوائده المتراكمة.

وبصورة محددة فإن فكرة التعادل الريكاردى تقوم على مقولة أن تخفيض الضريبة اليوم يعادلها زيادة الضريبة مستقبلا، وأن تمويل العجز بالدين يعادل تمويلها بواسطة الضرائب (الأفندي، 2012).

ولكن ما الآثار الاقتصادية لهذه الرؤية على الطلب الكلي والإنفاق الاستهلاكي للأفراد على وجه الخصوص؟

تعتمد الرؤية الريكاردية المطورة على فرضية التصرفات العقلانية للأفراد وقدرتهم على استشرف المستقبل، حيث يغدو الاستهلاك معتمدا على الدخل الدائم وليس الدخل الحالي، فالزيادة الطارئة في دخل الأفراد الناجمة عن تخفيض الضريبة اليوم لن تحفزهم على زيادة إنفاقهم الاستهلاكي الحالي، فالأفراد يتصرفون بطريقة رشيدة وعقلانية، ومن ثم فإنهم مدركون:

- أن الدين العام اليوم يعني زيادة الضريبة مستقبلا لسداد الدين الحكومي وفوائده.
 - أن تخفيض الضريبة اليوم وتمويله بالدين العام لا يخفض الدين العام وإنما يعيد جدولته.
 - وبالتالي، فإن الدخل الدائم لم يتغير، وتبعاً لذلك لا يتغير الإنفاق الاستهلاكي، ولذلك يدخر الأفراد الزيادة الناجمة في الدخل بسبب تخفيض الضريبة كي يتمكنون من دفع الضرائب المتوقعة مستقبلا.
 - يظل الادخار القومي ثابتاً دون تغير، لأن زيادة الادخار الخاص يعوض تناقص الادخار العام الناجم عن تخفيض الضريبة في الوقت الحالي.
- وبناء على ذلك فلا توجد أية آثار اقتصادية أخرى كما يدعي الكينيون، لكن ثمة سبيل واحد لوجود تأثير على الإنفاق الاستهلاكي للأفراد، وهو أن يدرك الأفراد أن تخفيض الضريبة اليوم لا يعني بالضرورة زيادتها مستقبلاً وإنما

يعني فقط تخفيض الإنفاق الحكومي مستقبلاً. وفي هذه الحالة يستخدم الأفراد الزيادة الطارئة في الدخل في زيادة إنفاقهم الاستهلاكي، ولكن ليس بسبب تخفيض الضريبة اليوم، وإنما بسبب التخفيض المتوقع في الإنفاق الحكومي، وحتى إذا لم تتغير الضريبة اليوم فإن انخفاض الإنفاق الحكومي مستقبلاً يعني تخفيض الضريبة مستقبلاً، لذلك يزيد الإنفاق الاستهلاكي للأفراد في الوقت الحالي.

ومع ذلك فإنه من المهم الإشارة إلى الانتقادات لفرضية التعادل الريكاردني، ومن ذلك أن الناس لا يعيشون إلى الأبد، وبالتالي لا يهتمهم ولا يكثرثون بالضرائب التي يمكن أن تدفع بعد موتهم، كما تتسم الضرائب في المستقبل بأنها غير مؤكدة، وهذه الضرائب ليست مبلغاً مقطوعاً، وإنما تعتمد على الدخل وعلى الثروة المنفقة وغيرها من العوامل، كما أن نتيجة التكافؤ الريكاردني تتوقف على فرضية تحقيق التشغيل الكامل، وهذا ليس إلا حالة من حالات كثيرة.

ولشرح العلاقة بين عجز الموازنة الممول بالدين العام والضرائب المستقبلية وفقاً لفكرة التكافؤ الريكاردني فإننا سنستعين بنموذج فيشر السابق ذكره على النحو الآتي:

○ دعنا نحدد عجز الموازنة في الفترة الأولى كما يلي:

$$D = G_1 - T_1 = \frac{\Delta B}{P} \dots\dots\dots(21)$$

يلاحظ أن عجز الفترة يمول بواسطة الاقتراض (إصدار السندات) مع افتراض غياب التمويل النقدي $\left(\frac{\Delta M}{P} = 0\right)$.

○ أما في المستقبل (الفترة الثانية) فإن الحكومة تقوم بزيادة الضرائب (T_2) للأغراض الآتية:

– تسديد الدين العام المتراكم من الفترة الأولى مضافاً إليه الفوائد المستحقة عن تلك الفترة.

- تمويل الإنفاق الحكومي للفترة الثانية (G_2).
أو:

$$T_2 = (1+r)D + G_2 \dots\dots\dots(22)$$

وبإدخال (21) في (22) نجد أن:

$$T_2 = (1+r)(G_1 - T_1) + G_2 = (1+r)G_1 - (1+r)T_1 + G_2 \dots\dots\dots(23)$$

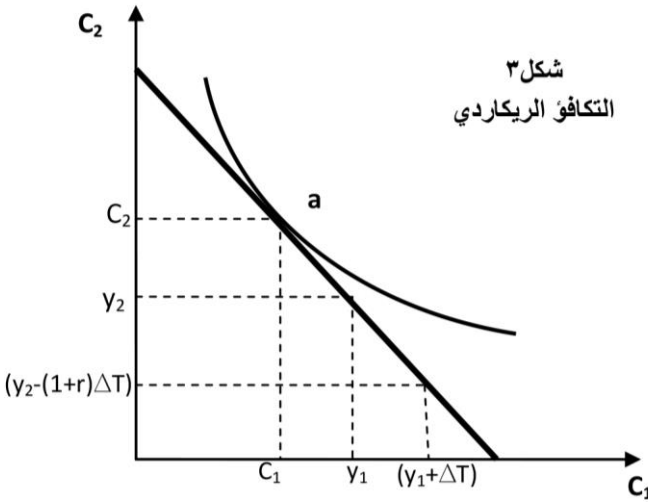
أو:

$$(1+r)T_1 + T_2 = (1+r)G_1 + G_2 \dots\dots\dots(24)$$

وبقسمة طرفي (24) على $(r+1)$ نحصل على قيد الموازنة العامة في

الفترتين الآتي:

$$\dots\dots\dots(25)$$



$$(عبد المحمود، 2001) \quad T_1 + \frac{T_2}{(1+r)} = G_1 + \frac{G_2}{(1+r)}$$

ويُظهر القيد (25) أن القيمة الحالية للإنفاق الحكومي (الطرف الأيمن) يعادل القيمة الحالية للضرائب (الطرف الأيسر).

○ يلاحظ الآن أنه في الفترة الأولى يحدث ما يأتي:

$T_1 \downarrow$ مع بقاء $G_1 = \overline{G_1}$ (ثبات الإنفاق الحكومي) $\Leftrightarrow D \uparrow$ أي أن العجز يزيد في الفترة الأولى.

○ أما في الفترة الثانية يحدث ما يأتي:

إما $(G_2) \downarrow$ أو $(T_2) \uparrow$ أو كليهما $(\downarrow G_2, \uparrow T_2)$ وهذا ضروري للقضاء على العجز أو تقليصه.

وبيين نموذج فيشر للاستهلاك عدم تأثير استهلاك الأفراد بتخفيض الضريبة في الفترة الأولى بافتراض عدم تغير الإنفاق الحكومي (شكل 3).

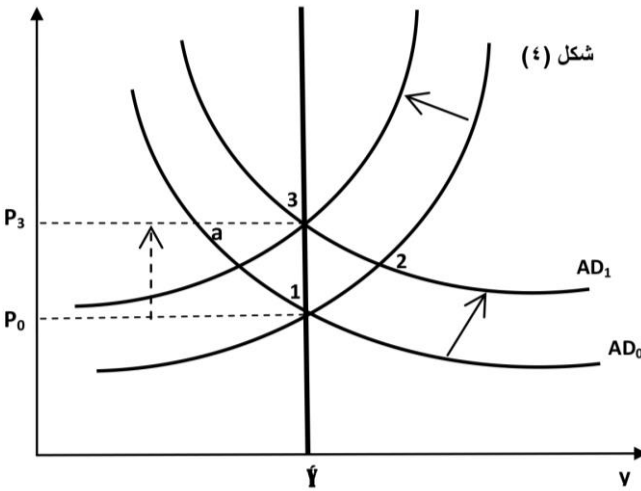
وبيين الشكل (3) أن تخفيض الضريبة في الفترة الأولى يزيد دخل هذه الفترة الأولى، وفي ظل ثبات الإنفاق الحكومي فإن قيد الموازنة يتطلب زيادة الضريبة في الفترة المستقبلية لسداد الدين العام وفوائده المستحقة (سداد العجز)، وبينما يزيد الدخل في الفترة الأولى $(y_1 + \Delta T)$ ، وينخفض دخل الفترة الثانية $y_2 - (1+r)\Delta T$ فإن الدخل الدائم لا يتغير ومن ثم لا يتأثر الاستهلاك، أي أن تخفيض الضرائب اليوم لا يؤثر على الاستهلاك، وهذه هي النتيجة التي تحقق التكافؤ الريكاردي.

(2) الرؤية الكينزية: عجز الموازنة وتراكم رأس المال:

وفقاً للرؤية الكينزية فإن الدين العام يؤثر على الاستهلاك ويقلص الادخار ويزاحم رأس المال، ومن الواضح أن محاججة الكينزيين تنكئ على صوابية فرضيتهم بتأثير الدخل المطلق (المتاح) على الاستهلاك، إضافة إلى أن الكينزيين يفترضون البصيرة القاصرة للأفراد (Myopia)، فالأفراد لا يبهون بما يحدث لعجز الموازنة، وبالتالي فإن تخفيض الضريبة (الذي تم تمويله بالاقتراض) يعني بالنسبة لهم زيادة في الدخل الحالي ومن ثم حدوث زيادة الاستهلاك وانخفاض في الادخار.

وعلى أية حال فإن تخفيض الضريبة وإن كان يسبب عجزاً في الموازنة فإن الدخل المتاح يزيد وكذلك استهلاك الأفراد، فيزيد الطلب الكلي. وعندئذ ينتقل منحى الطلب إلى جهة اليمين (شكل 4)، حيث يرتفع الدخل، وتخفض البطالة في ظل جمود الأسعار في الأجل القصير.

لكن الأسعار تميل نحو الارتفاع عبر الزمن مسببة تراجع العرض الكلي وانتقال منحى العرض الكلي يساراً نتيجة زيادة تكاليف الإنتاج (شكل 4). وعندئذ يتراجع الدخل إلى وضعة الطبيعي (\bar{Y}) في ظل مستوى مرتفع للأسعار (P_3). وينتقل أثر الدين العام في الأجل الطويل إلى الادخار، حيث ينخفض الادخار مسبباً ارتفاع سعر الفائدة فيزاحم ذلك القطاع الخاص وينخفض الاستثمار، وإن انخفاض الاستثمار يسبب انخفاض الوضع الراسخ للربح المرغوب من رأس المال،



وهذا يسبب تراجع الناتج، ومن ثم تراجع الوضع الذهبي لمستوى الاستهلاك الفردي، وكذلك المستوى المعيشي للأفراد في الأجل الطويل.

ولا تتوقف التفاعلات عند هذا الحد، فعندما يكون

الاقتصاد منفتحاً على العالم الخارجي، فإن انخفاض الادخار يسبب عجزاً في الميزان التجاري مما يسبب تراكم الدين الخارجي على البلد، على الرغم من تدفق رأس المال الأجنبي إلى الداخل.

إضافة إلى ذلك تتصاعد قيمة العملة الوطنية بسبب السعر المرتفع لسعر الفائدة المحلي مسببةً تدهوراً في صافي الصادرات، ليشكل ذلك مزيداً من الضغوط على مديونية البلد الخارجية وكذلك الناتج ومستوى التوظيف.

التمويل بإصدار الصكوك الإسلامية:

يقصد بالصكوك الإسلامية أو صكوك المقارضة وفقاً لتعريف مجمع الفقه الإسلامي بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة (المقارضة) على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها وتمثل حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة للمالكين وما يتحول إليها بنسبة ملكيته مساهم فيه. وبصورة محددة فإن هذه الصكوك تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص (الأفندي، 2009).

وهذه الصكوك تكون قابلة للتداول وفقاً لأحكام الشريعة كما أنها تشكل بديلاً عن التعامل بالسندات وأذون الخزانة، فهي تقوم على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر وليس على أساس الفوائد الربوية. كما أنها تشكل أداة رسمة في تمويل الإنفاق الاستثماري العام وكذلك الخاص، ومن ثم فهي أداة تمويل مقبولة في تمويل العجز الرأسمالي في الموازنة العامة للدولة، ولا يقتصر استخدامها على الجانب المالي وإنما هي تشكل أداة نقدية للبنك المركزي، كما أنها تفتح المجال لإشراك الأفراد في تملك المشروعات الاستثمارية التي يتم تمويلها بأموال حملة الصكوك وتتطلب عملية إصدار الصكوك انخراط عدة أطراف فيها وهم:

- الحكومة من خلال وزارة المالية وهي التي تقوم بتنفيذ المشروعات الاستثمارية وشراء الأصول الرأسمالية.
- البنك المركزي الذي يمثل الوكيل لإصدار الصكوك نيابة عن الحكومة.
- حملة الصكوك وهم الذين يشترون هذه الصكوك من السوق الأولية أو



الثانوية.

- المقاولون والموردون الذين ينفذون العمليات الاستثمارية أو توفير السلع والخدمات.
- الإطار المؤسسي الذي يقوم بإدارة الأصول التي تعكس قيمتها الصكوك وذلك نيابة عن حملة الصكوك.

وهناك تشكيلة متنوعة من الصكوك الإسلامية مثل: صكوك المربحة والمشاركة بأنواعها، وصكوك الاستصناع وصكوك السلم والإجارة بأنواعها. إن استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل العجز الرأسمالي في الموازنة العامة للدولة يتطلب أولاً تحديد أولويات المشروعات التنموية في الموازنة مثل: مشروعات استثمارية وتنموية في مجال الطاقة والصحة والتعليم والقطاع الصناعي الحكومي وغيرها من القطاعات الرئيسية.

وأن الإطار المؤسسي لتمويل الموازنة بإصدار الصكوك يتطلب إنشاء شركة مؤسسة خدمات مالية عامة ومستقلة تتولى القيام بأعمال الخدمات المالية ذات العلاقة بإدارة وإصدار الصكوك وما يرتبط بذلك من إدارة الأنصبة والحصص المملوكة للأفراد والمؤسسات العامة، وكذلك تحديد الصيغ المناسبة لإصدار الصكوك وفقاً لأحكام الشريعة، وهذا الإطار المؤسسي سيكون نائباً عن حملة الصكوك ووكيلاً بينهم وبين الحكومة.

من جانب آخر، تشهد عملية التمويل بإصدار الصكوك الإسلامية نمواً وانتشاراً متسارعاً في العالم، فهي تنمو سنوياً نحو 35%، ومن المتوقع أن تبلغ قيمة الصكوك المصدرة بحلول 2015، نحو ثلاثة ترليون دولار، وهناك العديد من الدول التي تطبق الصكوك الإسلامية مثل: ماليزيا وتركيا ودول مجلس التعاون والباكستان والسودان وبريطانيا واليابان وألمانيا وغيرها.

إن إصدار الصكوك الإسلامية من قبل وزارة المالية يمكنها من الحصول على السيولة اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية والتنموية العامة، حيث

يمكنها من استثمار فائض السيولة عند الأفراد الذين لا يرغبون بالتعامل بالسندات القائمة على أساس الفوائد الربوية (فرحان، 2010).

سادساً: عبء المديونية والحجم الأمثل لعجز الموازنة: (1) عبء المديونية:

يقاس عبء المديونية من خلال عدد من المؤشرات يطلق عليها مؤشرات الاستدامة المالية، حيث تستخدم هذه المؤشرات بصورة أساسية لقياس عبء المديونية العامة على الدولة مما يمكن من معرفة مدى قدرة الدولة على تحمل عبء الدين، إضافة إلى أنها تمكن من تحديد مستوى ملاءة الدولة وبالتالي تحليل مستوى المخاطر المرتبطة بالملاءة والسيولة، ومن أهم هذه المؤشرات:

(1) مؤشر القدرة على الاقتراض: ويقاس بنسبة الدين العام الكلي (TD) إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (بالأسعار الجارية) (PY) أو:

$$\alpha_1 = \frac{TD}{PY} \dots\dots\dots(26)$$

حيث α_1 هي نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي.
أو:

$$\alpha_1 = \frac{dd + fd}{PY} \dots\dots\dots(27)$$

حيث: dd = الدين العام الداخلي (المحلي)
Fd = الدين العام الخارجي.

ومن ثم، فإن (α_1) هي مجموع نسبة الدين العام الداخلي $\left(\frac{dd}{PY}\right)$ إلى الناتج المحلي ونسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي $\left(\frac{fd}{PY}\right)$

(2) مؤشر القدرة على تمويل سداد الدين ويقاس بنسبة الدين العام الكلي إلى إجمالي الإيرادات العامة للدولة (TR).



أو:

$$\alpha_2 = \frac{TD}{TR} \dots\dots\dots(28)$$

3) مؤشر الثقة بسداد الدين الخارجي ويقاس بنسبة الدين الخارجي إلى إجمالي قيمة الصادرات (X).

أو:

$$\alpha_3 = \frac{fd}{x} \dots\dots\dots(29)$$

يلاحظ أن ارتفاع النسب α_1 ، α_2 ، α_3 ، يدل على زيادة عبء المديونية وتجاوز هامش الأمان، وفي هذه الحالة يتطلب الأمر مناقشة مستوى الحجم الأمثل لعجز الموازنة الذي يرتبط بمسألة استقرار (أو ثبات) نسبة الدين العام الكلي إلى الناتج المحلي الإجمالي α_1 .
الحجم الأمثل للعجز:

يتحدد الحجم الأمثل للعجز عند ذلك المستوى الذي يحقق ثباتاً في مستوى $\left(\frac{TD}{PY}\right)$ ، وهذا يتطلب تحقيق معدل نمو صفري في النسبة (α_1) .

أو أن:

$$\hat{\alpha}_1 = \hat{TD} - (\hat{p} + \hat{y}) \dots\dots\dots(30)$$

وقد حصلنا على (30) بتحويل معادلة (26) إلى صيغة لوغاريتمية ومفاضلتها كلياً عبر الزمن.

حيث $(\hat{\quad})$ تمثل معدل النمو في المتغيرات المحددة آنفاً.

وتفيد (30) أن معدل نمو نسبة الدين العام الكلي $(\hat{\alpha}_1)$ ما هو إلا الفرق بين معدل

نمو الدين العام الكلي (\hat{TD}) ومعدل نمو الناتج المحلي الاسمي $(\hat{p} + \hat{y})$.

ومن ثم فإن $\hat{\alpha}_1 = 0$ صفر تعني أن:

$$\hat{TD} = (\hat{p} + \hat{y}) \dots\dots\dots(31)$$

أي أن معدل نمو الدين العام ينبغي ألا يتجاوز معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الاسمي، وللحصول على المستوى الأمثل للعجز يتعين ضرب المعادلة (31) بحجم الرصيد القائم للدين العام الكلي (TD) (Robert, 2011).
أو:

$$TD(\hat{TD}) = (\hat{p} + \hat{y})TD \dots\dots\dots(32)$$

تفيد معادلة (32) أن مؤشر عبء الدين العام الكلي $\left(\infty_1 = \frac{TD}{py}\right)$ يظل ثابتاً إذا ظل عجز الموازنة مساوياً للرصيد القائم للدين العام (TD) مضروباً في معدل نمو الناتج المحلي الاسمي، وذلك هو المستوى الأمثل للعجز الذي يحقق ثبات (∞_1) ، ويلاحظ أن هذا الثبات يتحقق بالرغم من أن حجم الدين العام قد يكون كبيراً، إن ارتفاع حجم الدين العام رغم ثبات النسبة (∞_1) يعني أنه ينبغي الأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين معدل نمو الناتج المحلي الاسمي ومعدل نمو نسبة الدين العام إلى الناتج (∞_1) والتأكد من أن $0 = \hat{\infty}_1$ من أجل تحديد المستوى الأمثل لعجز الموازنة.

مثال: يظهر التقرير السنوي للبنك المركزي اليمني لعام 2009 البيانات الآتية:

$$\text{إذا كانت } \infty_1 = 30.5\%$$

$$TD = 1891 \text{ مليار ريال ومنه (812) مليار تمثل الدين العام الداخلي}$$

$$\text{الناتج المحلي الاسمي (6203) = (py) مليار ريال.}$$

$$\hat{p} = 15.4\% \text{ (مخفض الناتج المحلي).}$$

$$\hat{y} = 4.5\%$$

وبالتالي يكون العجز الأمثل للموازنة هو:



$$TD(\hat{TD}) = (\hat{p} + \hat{y})TD$$

أو: 376.3 مليار = 1891 (15.4+4.5) = 1891 (%19.9)

أي أن مستوى العجز الأمثل الذي يحقق ثبات (α_1) هو 376.3 مليار ريال، وهو لا يمثل إلا نحو 46.3% من الرصيد القائم للدين العام الداخلي (812 مليار) أو نحو 20% من الدين العام الكلي، وبعبارة أخرى فإن الدين العام الداخلي والدين العام الكلي يتجاوز المستوى الأمثل للعجز الأمثل بنحو 215.8% و 502.5% على التوالي، مما يدل على وجود اختلالات عميقة في وضع الاستدامة المالية في اليمن، لذلك فإنه من أجل المحافظة على مستوى عجز أمثل ينبغي ألا يتجاوز نسبة نمو الدين العام الكلي نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

(2) الحجم الأمثل لعجز الموازنة لعام 2015:

إن عام 2015 هو من أسوأ الأعوام بالنسبة لوضع المالية العامة في اليمن، فالتقارير الصادرة عن وزارة التخطيط والتعاون الدولي المستندة إلى الإحصائيات المالية الربعية الصادرة عن وزارة المالية (العدد 62) تظهر ما يأتي:

- بلغ إجمالي الدين العام (المحلي والخارجي) نحو (5564) مليار ريال بمعدل نمو بلغ نحو 17.3% ونسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بلغت نحو (94.4%) وهي نسبة مرتفعة تفوق بكثير الحدود الآمنة لنسبة الدين العام (60%).
- كذلك بلغ المعدل السالب لانخفاض الناتج المحلي الإجمالي نحو (34.6%) لعام 2015 وأن معدل التضخم يفوق (30%).
- ضمناً يمكن تقدير حجم الناتج المحلي الإجمالي لعام 2014، 2015، من نسبة الدين العام (α) إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث $(\alpha = TD/py)$ ، وحيث إن (α) لعام 2014 بلغت (65%)، فإنه يمكن الحصول على تقدير لحجم الناتج المحلي الإجمالي لعام 2014، 2015، & وهو نحو (7288) مليار ريال، و (5894) مليار ريال على التوالي. أي أن معدل انخفاض الناتج المحلي الاسمي (py) هو نحو (19.2%) وهو انخفاض بالسالب.

• ومن تلك البيانات، يمكن تقدير مستوى العجز الأمثل الذي يجعل (∞) ثابتة (معدل نموها) = صفر، شريطة أن يكون عجز الموازنة مساوياً للرصيد القائم للدين العام (TD) مضروباً في معدل نمو الناتج المحلي الاسمي كما رأينا سابقاً.

• وحيث إن $\hat{TD} = \hat{p} + \hat{y}$ ، حيث \hat{p} = معدل التضخم، \hat{y} = معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي.

$$\text{أو: } \hat{y} + 30\% = 17.3\% \text{ أو: } \hat{y} = -13\%$$

أي أن معدل النمو للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كان سالباً عند (-13%).

• ومن معادل (32) يمكننا تقدير الحجم الأمثل لعجز الموازنة لعام 2015.

$$\text{أو: } TD(\hat{TD}) = (\hat{p} + \hat{y})TD$$

$$\text{أو: } 5564(17.3\%) = (30\% - 13\%)5564$$

$$963 = 963$$

أي أن المستوى الأمثل لعجز الموازنة لعام 2015 مبلغ (963) مليار ريال (وهو 908 مليار في البيانات الرسمية)، وهذا الرقم يتعد كثيراً عن مستوى الرصيد القائم للدين العام الكلي ولا يمثل إلا نحو (17.3%) من الدين العام، وبمعنى آخر فإن الدين العام الإجمالي يتجاوز المستوى الأمثل للعجز لعام 2015 بنحو خمسة أضعاف أو (577%) وهذا ما جعل نسبة الدين العام إلى الناتج مرتفعة كثيراً وبشكل يعكس مستوى انهيار المالية العامة في 2015.

وبطبيعة الحال فإن التحكم في حجم عجز الموازنة، وبالتالي التحكم في حجم المديونية ومستوى استدامتها يتطلب التحكم في العوامل المؤثرة على نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي كما تبين المعادلة الآتية:

$$\Delta\left(\frac{TD}{y}\right) = \frac{G-T}{Y} + (r-g)\frac{TD}{y}$$



وبالتالي، فإن ارتفاع سعر الفائدة (r) أو العجز الحالي ($G-T$) أو كان هناك مستوى مرتفع للدين في الفترة الحالية (TD/y) فإن ذلك يسبب ارتفاع نسبة الدين إلى الناتج (TD/y).

كذلك فإن انخفاض معدل نمو الناتج الحقيقي (g) يسبب ارتفاع (TD/y). وإذا افترضنا أن $100\% = (TD/y)$ وأن $r = 15\%$ ، $g = 5\%$ ، فإن الحفاظ على ثبات نسبة الدين يتطلب أن يكون $(T-G = 10\%)$.

سابعاً: الخاتمة:

إن أساليب تمويل عجز الموازنة لها آثار ونتائج اقتصادية كلية مختلفة على الاقتصاد الكلي، لذلك يختلف تقييم اتجاه السياسة المالية ومدى استدامتها باختلاف طريقة تمويل عجز الموازنة، ويمكن تلخيص هذه النتائج على النحو الآتي:

(أ) أساليب التمويل المحلي:

1. الاقتراض من البنك المركزي: إذا مَوَّلَ العجز بالاقتراض المباشر من البنك المركزي عن طريق بيع السندات للمركزي الذي بدوره يقوم بخلق نقود (أو إصدار نقود) لتمويل شراء السندات، فإن الأثر التضخمي في هذه الحالة يعتمد على العلاقة بين التغير في عرض النقود والتغير في الطلب عليها (الأحول، 2005).

فعندما تزيد أصول البنك المركزي بسبب حيازته للسندات الحكومية، وتزيد كذلك الودائع الحكومية لدى المركزي، فعندئذ لا يحدث تغير في صافي المستحقات على الحكومة، ومع قيام الحكومة باستخدام الأموال المقترضة في عملية الإنفاق على شكل مدفوعات للأفراد والقطاع الخاص وموظفي الدولة، فإن ودائعها تنخفض مقابل زيادة ودائع القطاع الخاص في المصارف

مسببة زيادة في ودائع المصارف لدى المركزي وبالتالي يزيد صافي ائتمان البنك الممنوح للحكومة، فتزيد بذلك القاعدة النقدية ومن ثم يزيد عرض النقود تحت تأثير مضاعف النقود.

فإذا قابلت هذه الزيادة في عرض النقود زيادة في الطلب على النقود بسبب الحاجة إلى مزيد المعاملات (طلب على النقود لأغراض المعاملات يزيد) أو بسبب انخفاض سعر الفائدة الذي يعكس انخفاض جاذبية الأصول الأخرى، فإن هذا النوع من التمويل لا يسبب التضخم أو ليس له أثر تضخمي، لكن الأثر التضخمي يقع عندما يفوق عرض النقود الطلب عليه، مسبباً فائض عرض نقدي يشعل التضخم. يحدث التضخم في هذه الحالة لأن الجمهور يتخلص من الرصيد النقدي الفائض بشراء الأصول الحقيقية (السلع والأراضي وغيرها) أو شراء الأصول المالية الأخرى (السندات والصكوك) وعندئذ ترتفع أسعار الأصول الحقيقية مسببة تصاعد التضخم، كما أن زيادة الطلب على الأصول المالية يرفع أسعارها ويخفض أسعار الفائدة التي تؤدي إلى زيادة الاستثمار الخاص والطلب الكلي، ومن ثم زيادة التضخم في النهاية.

2. الاقتراض من البنوك المحلية: يعتمد الأثر الاقتصادي لهذا التمويل على طريقة استجابة البنوك المحلية في توفير الأصول المقترضة للحكومة:

فإذا اعتمدت البنوك المحلية على المركزي في إمدادها باحتياجات إضافية تمكّنها من توفير الطلب الإضافي على الائتمان من قبل الحكومة فإن الأثر التضخمي يحدث لأن هذه الطريقة تشبه التمويل مباشرة من البنك المركزي. أما إذا قامت البنوك بتوفير الائتمان للحكومة من خلال تخفيض ائتمانها للقطاع الخاص فإن هذا يسبب مزاحمة الاستثمار الخاص بسبب ارتفاع سعر الفائدة ومن ثم يتأثر سلباً النمو الاقتصادي.

وأياً كان الأمر فإن الكلفة الاقتصادية لتمويل العجز بالسندات هي وقوع حالة المزاحمة للقطاع الخاص والتأثير سلباً على النمو الاقتصادي، حيث



تستحوذ الحكومة على موارد الاستثمار مما يقلل من حجم الاستثمارات الخاصة من جهة ويزيد حجم النشاط الحكومي في الاقتصاد من جهة أخرى. بيد أن إثبات هذه الحالة يعتمد على نتائج الدراسات التطبيقية، ويمكننا إجراء دراسة قياسية لاختيار مدى وجود مزاحمة من خلال النموذج الآتي:

$$\left(\frac{Ip}{y}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{G}{y} + \alpha_3 \pi + \mu t$$

إن وجود ظاهرة المزاحمة يعتمد على مدى معنوية واتجاه العلاقة التي تحدها المعلمة (α_1) فإذا كانت α_1 أقل من الصفر، فإن هذا يعني وجود علاقة عكسية بين حجم الاستثمار الخاص كنسبة من الناتج $\left(\frac{Ip}{y}\right)$ والإنفاق العام كنسبة من الناتج $\left(\frac{G}{y}\right)$.

وإذا كانت هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية فإنها تؤكد أن زيادة الإنفاق العام كنسبة يؤدي إلى انخفاض حصة القطاع الخاص من الاستثمار كنسبة من الناتج أي أن هناك حالة مزاحمة للقطاع الخاص.

3. إن فكرة الحجم الأمثل لعجز الموازنة: الذي يمول عبر إصدار السندات فكرة مرنة قد تختلف باختلاف طبيعة مصادر التمويل، وبالتالي فإن الحجم الأمثل لعجز الموازنة الممول عبر إصدار السندات قد يختلف إذا كان التمويل للعجز عبر أدوات التمويل الإسلامي (الصكوك) لاسيما وأنه يمول نفقات رأسمالية ومشاريع استثمارية، بمعنى أن عبء تمويل عجز الموازنة عبر الصكوك قد يكون أقل (المشاركة في الأرباح والخسائر).

4. التمويل الخارجي للعجز: إذا اختارت الحكومة تمويل عجز الموازنة بإصدار سندات وبيعها للأجانب أو لغير المقيمين، فإن هذا قد يسبب ارتفاع سعر صرف قيمة العملة الوطنية وهذا قد يؤثر سلباً على تنافسية الصادرات الوطنية، كما قد يسبب ذلك أثراً توسعياً في الإنفاق المحلي الذي قد يشعل

التضخم.

أما في الأجل الطويل فإنه قد يؤدي إلى التأثير سلبياً على ميزان المدفوعات نتيجة تحويل مدفوعات فوائد وأقساط الدين الخارجي. وعليه، فإن تصاعد التضخم يحدث بسبب ارتفاع الأسعار المحلية المدفوع بارتفاع سعر الصرف والأثر التوسعي للطلب الكلي.

5. ينبغي التفريق عند تحليل عجز الموازنة وتمويله عبر الاقتراض بالسندات بين الاقتصاد الكلي المغلق والاقتصاد المفتوح الذي يتعامل مع الأسواق الدولية. فمن المتوقع أنه في اقتصاد مفتوح، سيكون تأثير الاقتراض من السوق الدولية سالباً على ميزان المدفوعات، ومحدود الأثر أو غير حاسم بالنسبة لسعر الفائدة.

خلاصة واستنتاج:

تناولت الدراسة تحليل تقيمي للأدبيات الاقتصادية المعاصرة، فيما يتعلق بعجز الموازنة العامة وعلاقتها بتطور مستوى الدين العام ومن ثم تحديد المستوى الأمثل لحجم عجز الموازنة.

كما تناولت الآثار الاقتصادية والاجتماعية لعجز الموازنة العامة، وقد أظهرت الدراسة أن اتجاه وحجم تلك الآثار يعتمد على أساليب تمويل عجز الموازنة، وينجم عن ذلك أن تقييم اتجاه السياسة المالية ومدى استدامتها سيختلف باختلاف طريقة تمويل عجز الموازنة.

وقد ناقشت الدراسة أبعاد هذا التقييم وفقاً لأساليب تمويل عجز الموازنة سواء أساليب التمويل المحلي أو التمويل الخارجي.

كما ركزت الدراسة على تحديد المستوى الأمثل لعجز الموازنة في ضوء علاقته بالحالة اليمينية، حيث أظهر التحليل أن مستوى العجز الأمثل للموازنة المرتبط بالدين العام يتجاوز ذلك الحد الأمثل بكثير، مما يكشف حجم عوار الاختلالات المالية التي تحتاج إلى إصلاح مالي واسع ولكن في إطار رؤية كلية



لإصلاح الاقتصادي والاجتماعي والسياسي.

وفي كل الأحوال، فإن الدراسة تؤكد على المحافظة على حجم أمثل لعجز الموازنة مشروطاً بعدم تجاوز نسبة نمو الدين العام الكلي ونسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

المراجع:

المراجع العربية:

- الأحول، عاتق سالم (2005)، *السياسة المالية: فاعليتها وآثارها النقدية في الاقتصاد اليمني* رسالة دكتوراة، الجامعة المستنصرية، بغداد.
- الأفندي، محمد (1994 – 1997) *محاضرات في المالية العامة*، مذكرات غير منشورة قسم الاقتصاد، جامعة صنعاء.
- الأفندي، محمد (2009)، *مقترح بإنشاء آلية: صندوق الاستثمار المركزي لاستثمار فائض احتياطي الدولة من النقد الأجنبي*، مجلة شؤون العصر العدد (32) المركز اليمني للدراسات الاستراتيجية.
- الأفندي، محمد (2014)، *النقود والبنوك والاقتصاد النقدي*، الطبعة الرابعة، الفصل الأول، صنعاء: مركز الأمين للنشر والتوزيع.
- الأفندي، محمد (2012)، *النظرية الاقتصادية الكلية – السياسة والممارسة*، صنعاء: مركز الأمين للنشر والتوزيع.
- الحواري، محمد (1998)، *عجز الموازنة العامة*، رسالة دكتوراة، جامعة القاهرة.
- زكي، رمزي (1992)، *الصراع الفكري والاجتماعي حول عجز الموازنة*، الطبعة الأولى، القاهرة: سيناء للنشر.
- عبد المحمود، عبد الرحمن (2001)، *النظرية الاقتصادية المتوسطة*، الرياض: دار العبيكان للنشر.
- فرحان، محمد (2010)، *تقييم أذون الخزانة وبدائلها*، في كتاب المؤتمر الاقتصادي (اليمن – الاقتصاد – المستقبل، (محمد الأفندي، محرر)، صنعاء: المركز اليمني للدراسات الاستراتيجية.



المراجع الأجنبية:

- Agénor, P., & Montiel, P. (1999). *Macroeconomics development*. (2nd ed.), New Jerse: Princeton University Press.
- Al-Afandi, M. (1990). *Economic stabilization polices*, PH.D dissertation, University of Clorado, USA.
- Robert, J. G. (2012). *Macroeconomics*. (12th ed.), USA: Pearson series in economics.
- Tanzi V. (1978). Inflation, Real Tax Revenue and the Case for Inflationary Finance. *IMF staff papers*, (25) 3, 417-451.

