

# **أثر التغيرات فى سعر الفائدة على عجز الموازنة العامة**

## **مدخل تحليلى**

**د/ إبراهيم مسعد حسن الأطروش**

أستاذ مساعد بقسم الإقتصاد والمالية العامة  
كلية التجارة – جامعة طنطا

[Ibrahim.elatroush@commerce.tanta.edu.eg](mailto:Ibrahim.elatroush@commerce.tanta.edu.eg)

## أثر التغيرات فى سعر الفائدة على عجز الموازنة العامة (مدخل مقارن)

### مستخلص

تهدف الورقة البحثية إلى دراسة تحليلية للعلاقة بين أثر التغيرات فى سعر الفائدة على عجز الموازنة العامة حيث تم البدء بتغطية الإطار المفاهيمى وفقا لمبدأ المكافئة لريكاردو ووفقا للسياسة الكينزية. بعد ذلك تم عرض العديد من الدراسات التطبيقية والتي شملت دراسات تخص الإقتصاديات المتقدمة كالولايات المتحدة وكندا والإتحاد الأوروبى واليابان وأيضا الدول الناشئة سواء الدراسات التى شملت بعض الدول الآسيوية ودراسات بعض دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا MENA والدراسة التى شملت الأردن والدراسة عن مصر وأيضا الدراسة التى شملت الإقتصاديات المتقدمة والناشئة . وإستخدمت تلك الدراسات المتنوعة مختلف الأساليب القياسية لنوعيات مختلفة من البيانات وفقا لكل دراسة سواء كانت بيانات سلسلة زمنية أو بيانات مجمعة.

وإستخدمت تلك الدراسات أساليب قياسية مختلفة تم سردها وبالرغم من إختلاف الأساليب القياسية المستخدمة لكل دراسة إلا أنه كان هناك شبه إجماع بوجود علاقة سببية بين عجز الموازنة وأسعار الفائدة سواء كانت فى الإتجاهين أى أن زيادة عجز الموازنة يؤثر فى أسعار الفائدة أو أن التغيرات فى أسعار الفائدة تؤثر على عجز الموازنة وكانت الدراسات تدرس أثر الرفع مما يدعم فرضية كينز. وحيث أن رفع الفائدة على أذون الخزنة رفع بلا شك عجز الموازنة والدين العام ومن ثم تم التوصل إلى أن خفض سعر الفائدة له فوائد كثيرة فبالنسبة للحكومة فإن الفوائد ستكون أكبر نظرا لكون الحكومة أكبر مقترض من البنوك من أجل تغطية العجز القائم فى الموازنة العامة للدولة، وبالتالي فإن مستوى سعر الفائدة الذى يحدده البنك المركزى يؤثر على تكلفة الاقتراض الذى تقوم به الحكومة، وكلما تراجع سعر الفائدة بالبنك المركزى كلما تراجعت تكلفة الفائدة التى تتحملها الحكومة مقابل طرح أذون الخزنة لتمويل العجز.

الكلمات الإفتتاحية: مبدأ المكافئة لريكاردو - السياسات الإقتصادية الكينزية - سعر الفائدة - عجز الموازنة العامة

## **The Impact of Interest rate on Budget Deficit Analytical Approach**

### **Abstract**

The aim of this paper is to analyze the impact of interest rates on budget deficit. Firstly, the conceptual framework has been introduced owing to Ricardian equivalence principle and the Keynesian economics policies. Afterwards, a variety of empirical studies covers developed countries such as U.S.A., Canada, E.U., and Japan. Other studies for emerging countries are also covered in which they include some Asian nations, MENA countries, study covers Jordan, and a study for Egypt. Moreover, a comprehensive study covers developed along with developing countries is included.

All these studies employed different econometrics techniques via different data sets such as time series and panel data. All these techniques are explained in detail. Despite using different techniques in different studies, the majority of them detect a causality relationship between the interest rate and the budget deficit whether in two direction or in one sided which support the Keynesian postulate. The results support that any decline in interest rate will surely a positive impact on a reduction in both public debt and budget deficit. Since the government is the big debtor from banking system thus the decline in interest rates will affect the cost of borrowing.

**Keywords;** Ricardian equivalence principle, Keynesian economics policies, Interest rate, Budget , deficit

## أثر التغيرات فى سعر الفائدة على عجز الموازنة العامة (مدخل مقارن)

### مقدمة

إن للسياسة المالية دور مهم وحيوى فى تحقيق التوازن والإستقرار والنمو الإقتصادى فالسياسة المالية تؤثر فى مستويات التوظيف والإدخار والإنتاج والإستهلاك والمستوى العام للأسعار ووظيفة السلطات المالية فى أى دولة هو تحديد أهداف السياسة المالية فى شقيها الإقتصادى والإجتماعى عن طريق أدواتها المتمثلة فى الإيرادات والمصروفات. كما أن السياسة النقدية لها أيضا دورا رئيسيا فى تحقيق الإستقرار والتوازن والنمو الإقتصادى من خلال أدواتها الرئيسية المتمثلة فى أسعار الفائدة وأسعار الصرف. وفى الأدبيات الحديثة يتم توصيف كلتا السياستين - المالية والنقدية - بالتوأم نظرا للإرتباط الوثيق بين كلتا السياستين وتأثير كلا منهما فى الآخر كما أن تحقيق التضافر والتناسق بين كلتا السياستين سيؤدى إلى تحقيق توازن وإستقرار وكفاءة أداء الإقتصاد الكلى وضبط إيقاع النشاط الإقتصادى. ومن ثم فإن عدم التناغم بين السياستين يؤدى إلى إعاقة أداء النشاط الإقتصادى وظهور مشاكل عدم التوازن المالى كعجز الموازنة وعبء الدين العام . كما أن فشل السياسة النقدية فى تحقيق النمو والإستقرار الإقتصادى نتيجة التضخم وعدم إستقرار أسعار الصرف يؤدى أيضا إلى خلل فى النشاط الإقتصادى والتأثير على معدلات النمو والتنمية الإقتصادية.

إن التنسيق بين السياستين المالية والنقدية يعد من أكثر الموضوعات المثيرة للنقاش ، ونظرا لأن العلاقة بين التغيرات فى أسعار الفائدة كأحد أدوات السياسة النقدية المؤثرة فى النشاط الإقتصادى وعجز الموازنة العامة وهى نتاج للسياسة المالية المتبعة فإن هناك حاجة ملحة لتحقيق التناغم والتناسق بين السياسات المالية والنقدية لتحقيق الأهداف الإقتصادية.

لقد حظى موضوع عجز الموازنة وسعر الفائدة بجل الإهتمام فى الأدبيات الإقتصادية وبدأت الدراسات الإقتصادية والأوراق البحثية تظهر بصورة مكثفة منذ حقبة الثمانينيات وبدأ الإهتمام يظهر بالأخص فى الولايات المتحدة وبالأخص فى فترة رئاسة ريجان لتحقق الموازنة الفيدرالية عجزا غير مسبوق وكذلك الدراسات المتعلقة بالإقتصاديات المتقدمة ثم بدأت العديد من الدراسات تغطى بقية دول العالم سواء فى آسيا وأفريقيا و دول أمريكا اللاتينية وبالأخص كلا من البرازيل والأرجنتين لوصول عجز الموازنة والدين العام لمعدلات غير مسبوقه وبالقطع لم تكن مصر بمنأى عن ذلك. ومن ثم سيتم إستعراض العلاقة بين سعر الفائدة كأحد أهم أدوات السياسة النقدية وعجز الموازنة الناشئ من خلل فى السياسة المالية نتيجة لزيادة الإنفاق الحكومى على الإيرادات الحكومية.

## ٢- الاتجاهات النظرية

يحكم علاقة التغيرات في سعر الفائدة وعجز الموازنة في الأدبيات الإقتصادية إما فرضية المكافئة لريكاردو Ricardian equivalence أو السياسات الإقتصادية الكينزية Keynesian economic policies فيما يتعلق بالسياسات المالية والإقتصادية الفعالة وما إذا كانت التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر في عجز الموازنة والعكس؟ وبالقطع تستطيع الإتجاهات التطبيقية الإجابة على ذلك إلا انه ينبغي علينا الأخذ في الحسبان أن الإختلافات بين الدول المتقدمة والنامية سواء من حيث السياسات المالية والنقدية المطبقة ومرحل وأنماط التنمية والظروف السياسية والإجتماعية وأيضا فإن أثر الدورات الإقتصادية والأثر الزمنى وأخيرا حجم العجز في الموازنة يمكن أن يؤثر في اتجاه العلاقة بين سعر الفائدة والعجز.

ففرضية المكافئة لريكاردو تقوم بصفة مبدئية على أن زيادة الإنفاق الحكومى أو التمويل بالعجز لن يؤثر على أنماط الإستهلاك ولا الطلب الكلى ومن ثم على أسعار الفائدة. فالحكومة تستطيع تمويل نفقاتها عن طريق العديد من الوسائل والأليات كخلق أموال جديدة أو فرض ضرائب أو إصدار أسهم وسندات. وحيث أن الأسهم والسندات هي قروض واجبة السداد عند إستحقاقها فإن ذلك يستلزم إما فرض ضرائب جديدة أو زيادة معدلات الضرائب القائمة ويكون الخيار في تلك الحالة هو إما ضرائب الآن أو ضرائب فيما بعد "Tax Now or Tax Later". وبفرض قيام الحكومة بتمويل الإنفاق الإضافى من خلال التمويل بالعجز عن طريق أدوات الدين الحكومية كالأسهم والسندات وسدادها بواسطة ضرائب لاحقة ووفقا لتلك الفرضية فإن دافعى الضرائب سيتوقعون دفع ضرائب أعلى في المستقبل ونتيجة لذلك سيقومون بالإدخار بدلا من الإنفاق ومن ثم فإن الدخل المتاح للإنفاق الناشئ من الخفض الأولى للضريبة أى قبل الزيادة المتوقعة فى الضريبة سيجعل كلا من الطلب والإنتاج دون تغيير. وقام Robert J. Barro 1974 بتقديم بعض الأسس النظرية وإدخال بعض الإفتراضات للتحقق من فرضية ريكاردو. فافتراض Barro ١- أن العائلات ستصرف كما لو أنها ستعيش بلا حدود ، نظرا لمبدأ توارث وتعاقب الأجيال، ٢- أن أسواق رأس المال كاملة بحيث يستطيع الجميع الإقراض والإقتراض بمعدل ثابت أى ثبات أسعار الفائدة ٣- أن مسار الإنفاق الحكومى مسار ثابت. فإذا كان التأثير الصافى الحدى للسندات الحكومية يقترب من الصفر، فإن الآثار المالية الناشئة من زيادة الإنفاق الحكومى المحدد لن يكون لها أثر لا على الطلب الكلى ولا الأسعار ولا التكوين الرأسمالى أى تحقيق فرضية المكافئة لريكاردو. وقام Barro ١٩٧٩ بتعريف فرضية المكافئة لريكاردو بأن تمويل مبلغ محدد من الإنفاق الحكومى من الدين (اسهم وأذون خزانة) والسداد من الضرائب اللاحقة لن يؤثر بالدرجة الأولى على سعر الفائدة الحقيقى ولا الإستثمار الخاص.

إن إفتراضات فرضية المكافئة تم الطعن في صحتها بشكل كبير، إفتراض سوق رأس المال الكامل غالبا ماتعرض للنقد بسبب أن قيود السيولة تبطل فرضية الدخل المستمر طوال الحياة كما أن طبيعة أسواق رأس المال الدولية ستعقد من الصورة، وإفتراض تحقيق تلك الإفتراضات فإن سلوك الأفراد لن يتسق مع فرضية ريكاردو. وقام Martin Feldstein 1976 بالتشكيك في تجاهل Barro لأثار كلا من النمو السكاني والنمو الإقتصادي وأشار إلى أن نشأة الدين العام وعجز الموازنة ستقلل من المدخرات في الإقتصاد وستؤثر على معدلات النمو. وفي نفس السياق قام James M. Buchanan بنقد نموذج Barro. وفي استجابته لإنتقادات كلا من Feldstein & Buchanan أدرك Barro أن عدم اليقين ربما يلعب دورا في التأثير على سلوك الأفراد بالنسبة للتمويل الحكومي ، ومع ذلك فإنه قال أنه ليس من الواضح أن هذا التعقيد سوف ينطوى على أخطاء منهجية في إتجاه كون قضية الدين العام ترفع من الطلب الكلى. إن الجدل الدائر حول السياسات المالية وتقلبات الدورات الإقتصادية وفقا لفرضية ريكاردو تشير إلى أن الحكومات ليست في حاجة لبذل أى جهود إضافية لمواجهة التقلبات الدورية إذا كان مسار الإنفاق الحكومي ثابت وإذا كانت توقعات الأفراد رشيدة. ففي حالة تحقق تلك الأهداف - ثبات الإنفاق والتوقعات الرشيدة- فإن خفض الضرائب الحالى يعنى ضغط لاحق لزيادة الضرائب بحيث يتوجب على الحكومة تغطية فجوة الموارد في الموازنة الناشئة من الخفض الأولى للضريبة. ومن ثم فإن التوقعات الرشيدة للأفراد ستؤدى إلى قيام الأفراد بإدخار المبالغ التى تم توفيرها من خفض الضريبة ولن يرتفع الإستهلاك، لذا فإن التقلبات الدورية للسياسة المالية يمكن أن تكون فعالة إذا لم يتحقق أى شرط من الشروط الضرورية لفرضية المكافئة لريكاردو.

### السياسات الإقتصادية الكينزية Keynesian economic policies

قام كينز في سبيل القضاء على ظاهرة الكساد العالمى بالمناداة بتحفيز الطلب الفعال بإستخدام السياسات المالية والنقدية التوسعية متمثلة في أدواتها من سعر الفائدة وزيادة الإستثمار والإنفاق الحكومي. فرأى كينز أن إستخدام مزيج من السياستين ممثلا في خفض سعر الفائدة وزيادة الإستثمار الحكومي في البنية الأساسية سيؤدى إلى تحفيز الطلب والحد من الركود. فخفض سعر الفائدة سيجعل عوائد الإستثمار مربحة وسيتم تمويل نسبة كبيرة من طلب المستهلكين على السلع والخدمات بواسطة القروض لشراء مستلزماتهم الإستهلاكية. إن اللجوء للسياسة النقدية التوسعية عن طريق قيام البنك المركزى بخفض سعر الفائدة سيؤدى لتحفيز النشاط الإقتصادى وزيادة معدلات النمو، كما أن السياسة المالية التوسعية التى تقوم بزيادة الإنفاق الحكومي أو خفض معدلات الضرائب أو إستخدام أى مزيج منهما سيؤدى نفس الغرض. إن إستخدام كلتا السياستين

معا (مالية توسعية - نقدية توسعية) سيؤديان إلى زيادة الطلب الفعال وخفض معدلات البطالة فإذا كان الإنفاق الحكومي المطلوب يزيد على الإيرادات المتحصلة فإنه يمكن للحكومة تمويل العجز بواسطة الإقتراض من أسواق المال عن طريق إصدار سندات حكومية. إن السياسة الكينزية ليست قائمة فقط على مبدأ التمويل بالعجز حيث أنها توصى بتكييف السياسات المالية وفقا للظروف الدورية. وكمثال لسياسة مواجهة التقلبات الدورية يتوجب على الحكومة القيام برفع الضرائب لتهدئة الاقتصاد ولتجنب التضخم عندما يكون هناك نمو ووفير في جانب الطلب وايضا الإنخراط في الإنفاق على مشاريع البنية التحتية لزيادة التوظيف وتثبيت الأجور خلال فترات الركود الإقتصادي.

قد تتناقض الدعوة الكينزية للتمويل بالعجز من خلال إنتهاج السياسات المالية والنقدية التوسعية مع التحليل الإقتصادي الكلاسيكي والنيو كلاسيكي للسياسة المالية. فالكلاسيك والنيوكلاسيك يرون أن سياسات التحفيز المالي سوف تؤدي إلى آثار جانبية منها ظاهرة أثر المزاحمة للإستثمار الخاص فهم يرون أن سياسات التحفيز المالي سوف تؤدي ربما إلى زيادة الطلب على العمالة ورفع الأجور مما سيؤثرعلى الربحية . وأيضا سيؤدي عجز الموازنة إلى زيادة مخزون السندات الحكومية مما سيخفض سعرها وسيشجع على رفع سعر الفائدة والتي ستؤدي إلى جعل أسعار الفائدة مرتفعة من وجهة نظر القطاع الخاص مما سيعيق الإستثمارات الخاصة. لذا فإن الجهود المبذولة من وجهة نظرهم لتحفيز الإقتصاد ستكون فقط للدفاع عن الذات.

بينما كان رد فعل الكينزيون على ذلك بأن السياسة المالية التوسعية ستكون ملائمة فقط عندما تكون معدلات البطالة مرتفعة وفي تلك الحالة فإن أثر المزاحمة سيكون ضئيل. كما أن الإستثمار الخاص من الممكن ألا يتأثر بأثر المزاحمة حيث أن سياسات التحفيز المالي ستزيد من الطلب على منتجات القطاع الخاص ورفع معدلات التدفق المالي والربحية للقطاع الخاص. كما أن أثر المضاعف سيجعل كلا من الحكومة والقطاع الخاص مكملين لبعضهما البعض وليسوا بدائل لبعضهما البعض، كما أن حدوث التحفيز سيؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي مما سيزيد من معدلات الإدخار وبالتالي زيادة تمويل الإستثمارات للقطاع الخاص وأخيرا فإن النفقات الحكومية لابد أن تكون رشيدة.

إن قيام الحكومة بالإستثمار في السلع العامة والتي لن يقوم القطاع الخاص بالإستثمار بها نظرا لقلة أودم ربحيتها ستشجع القطاع الخاص على النمو. لذا فإن الإنفاق الحكومي على التعليم والصحة والبحث العلمي والبنية الأساسية سوف يساعد على تحقيق النمو المستدام في الأجل الطويل. ولكي تكون النظرية الكينزية فعالة فلا بد من وجود تباطؤ واضح في سوق العمل ووجود معدلات بطالة قبل أن يتم تبني السياسات المالية التوسعية.

إن جميع الدراسات التطبيقية بصفة عامة والتي سترد في الجانب التطبيقي والمعنية بدراسة العلاقة بين عجز الموازنة والتغير في سعر الفائدة ستؤول في النهاية إلى إما تبني فرضية المكافئة لريكاردو أى عدم وجود علاقة بين عجز الموازنة وسعر الفائدة أو تبني وجهة النظر الكينزية بوجود علاقة بين عجز الموازنة العامة وأسعار الفائدة سواء الحقيقية أو الاسمية. وقد تم التركيز بصفة رئيسية على الدراسات المعنية بالعلاقة بين التغيرات في أسعار الفائدة وعجز الموازنة.

### 3 - الاتجاهات التطبيقية:

لقد قامت غالبية الدراسات التطبيقية بمقارنة أثر سعر الفائدة وعجز الموازنة وفقا لفرضية المكافئة لريكاردو أو السياسيات الإقتصادية الكينزية. وتم تصنيف الدراسات التي تقيس العلاقة بين أسعار الفائدة وعجز الموازنة العامة إلى فئات متعددة لتشمل كافة الإقتصاديات سواء المتقدمة والناشئة والنامية لتفادى الاختلافات الجوهرية بين الظروف الإقتصادية لتلك الدول. وقد تقسيم تلك الدراسات إلى الفئات التالية:

أ- دراسات تشمل الولايات المتحدة كدولة ذات أكبر دين في العالم وأكبر عجز موازنة بالإضافة لدراسة متعلقة بكندا.

ب- دراسات تشمل الدول الأوروبية ج - دراسة مشتركة تشمل الولايات المتحدة وأوربا

د- دراسة تشمل الإقتصاديات المتقدمة والناشئة هـ - دراسات تشمل بعض الدول الآسيوية

و- وأخيرا دراسات تشمل بعض دول الشرق الأوسط والدول العربية ومصر

أ- دراسات تشمل الولايات المتحدة الأمريكية كدولة ذات أكبر دين في العالم وأكبر عجز موازنة

ودراسة متعلقة بكندا

ففي دراستهم بعنوان Budgeting the Future قام كلا من Weller, Estep, and Hendricks 2019 بالتاكيد على ضرورة قيام الحكومة والهيئات التشريعية باتخاذ الإجراءات والوسائل الكفيلة للحد من تفاقم عجز الموازنة وارتفاع الدين لمستويات غير مسبوقه من خلال أدوات السياسة المالية -سياسات الإنفاق والضرائب المتبعة - وكذلك السياسات النقدية من خلال اداة سعر الفائدة. ان مراجعة الادلة والنظريات الاقتصادية بخصوص عجز الموازنة والدين والنمو تساعد صانع السياسات في التخطيط والتنبؤ للمستقبل. ان الأدلة المستوحاة من عجز الموازنة فى الولايات المتحدة تشير إلى ان سياسات الإنفاق والضرائب المتبعة تحدد نتائج العجز والدين فى الأجل الطويل كما ان تصميم سياسات وبالأخص سياسات خفض الضرائب فى جانب العرض تزيد من عجز الموازنة والدين بدون اى فوائد تعود على المجتمع.

في المقابل كانت نتيجة تلك السياسات الخطيرة تسريع زيادة الدين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (GDP) Gross Domestic Product والتي قد تؤدي إلى التأثير على النمو الإقتصادي و حدوث تباطؤ إقتصادي. في المقابل فإن الإنفاق على التعليم والبنية الأساسية والتوسع في نظام الضمان الإجتماعي له آثار طويلة المدى على النمو في الأجل الطويل وهذا يعني ان الكونجرس والهيئات الحكومية يمكنها الإختيار بين تبني سياسات تعزز الرفاهية الإقتصادية أو سياسات تزيد من المخاطر الإقتصادية إلا أن الحقائق تؤكد ان الولايات المتحدة مازالت بعيدة عن تعزيز الرفاهية الاقتصادية. إن استخدام السياسات المالية بطريقة كفؤة وفعالة يمكن أن تساعد في زيادة النمو الإقتصادي وزيادة العدالة والمساواة والمساعدة في تحقيق الإستقرار حتى خلال فترات التقلبات. لذا يمكن للكونجرس والحكومة انشاء مسار يقوى من الطبقة المتوسطة التي ستشهد إنتقال للأعلى بدلا من المسار الحالي الذي يشجع الطبقة الغنية علي حساب فئات المجتمع الأخرى .  
وفي أطروحتها للدكتوراه تحت عنوان:

#### Essays on Fiscal Deficit, Debt and Monetary Policy: A Nonlinear Approach

قامت Haydory Ahmed, 2017 بدراسة العلاقة بين النمو في عجز الموازنة ونمو عرض النقود على سعر الفائدة الحقيقي والذي هو جزء لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية الكلية المعاصرة. وكان من الضروري فهم كيفية استجابة الاقتصاد لزيادات عجز الموازنة وزيادة عرض النقود خلال فترات الركود والرواج ففي حالة وجود أثر للدورة الاقتصادية فإن تلك المتغيرات تستجيب بطريقة تفاضلية. فتم استخدام نموذج (VAR) Vector Autoregression ووردود الدافع غير الخطية (Nonlinear impulse responses) باستخدام بيانات ربع سنوية عن الولايات المتحدة للفترة من ١٩٥٩ الى ٢٠١٥ وتم استخدام نموذج VAR ودوال ردود الاستجابة غير الخطية لقياس السلوك الحركي للتضخم، وسعر الفائدة في الأجل القصير، وسعر الفائدة الحقيقي. وفي التحليل تم تخصيص نموذج VAR خطى مقابل نموذج VAR غير خطى. وتم تقدير Threshold VAR.

وأظهرت النتائج للبيانات المستخدمة للولايات المتحدة ان كلا من التضخم وسعر الفائدة في الأجل القصير يعملان بطريقة غير متناسقة مع زيادات نمو عرض النقود وزيادات عجز الموازنة. وعندما تم دمج المسار المستقبلي للتضخم وسعر الفائدة في الأجل القصير لتحليل سلوك سعر الفائدة الحقيقي لوحظ وجود عدم تناسق ومكافحة للتقلبات الدورية. ووجد أن أثر السيولة أو تفضيل السيولة هو المسيطر في فترات الركود. وفي حالة وجود نمو في المعروض النقدي فإن

أثر التضخم المتوقع وتأثير الدخل سيكون هو المسيطر على تأثير السيولة في النهاية. أى أن الزيادة في نمو الموازنة يميل إلى أن يكون إنكماشى في حالة الإنكماش وينخفض سعر الفائدة في الأجل القصير.

أى أن النتائج خلصت إلى أن النمو في عرض النقود وعجز الموازنة لها تأثير غير متناسق على معدل التضخم وسعر الفائدة في الأجل القصير وسعر الفائدة في الأجل الطويل مجتمعين. وأن النمو في عرض النقود والنمو في عجز الموازنة يميل إلى جعل سعر الفائدة الحقيقي سالب في الوضع السيء (فترات الانكماش). أما في الحالة الجيدة (فترات التوسع) فإن النمو في عرض النقود يميل إلى زيادة سعر الفائدة الحقيقي بينما النمو في عجز الموازنة يميل إلى خفض سعر الفائدة الحقيقي للتوقعات المستقبلية.

كما يتضمن المسار الزمني لسعر الفائدة الحقيقي أن اثر الثروة يكون اكثر تحكما في أوقات الرواج كما ان مسار سعر الفائدة الحقيقي المنظور يكون غير متناسق. كما أن فجوة الناتج وجدت استجابة غير متناسقة للتضخم وسعر الفائدة في الأجل القصير. وكانت أسعار الفائدة الحقيقية مسايرة للاتجاهات الدورية Procyclical. لذا فان الاستنتاجات المتناقضة تجاه آثار عجز الموازنة وعرض النقود على سعر الفائدة يعزو أيضا إلى أثر التقلبات الإقتصادية.

وفى أطروحته للماجستير بعنوان:

Estimating the Causal Relationship among the Short-Term Interest Rate, the Inflation Rate , and the Budget Deficit Based on Three-Variable VAR Models with MWALD Test for Causality in the Case of Canada

قام Xing, ٢٠١٦ بإختبار احتمالية وجود علاقة سببية بين معدل سعر الفائدة في الأجل القصير ومعدل التضخم ، وعجز الموازنة وكانت البيانات في شكل لوغارتمي. وقامت الورقة البحثية بتلخيص وجهات النظر النظرية والعملية حول تلك العلاقات ، كما قامت باختبار علاقات السببية بين معدل سعر الفائدة في الأجل القصير ومعدل التضخم وعجز الموازنة باستخدام نموذج VAR ونموذج MWALD لاختبار السببية مع متغيرين مرتبطين لبيانات سلسلة زمنية لمدة ٢٣ سنة من ١٩٨١ : ٢٠١٤ من بيانات منظمة التعاون الأقتصادي والتنمية (OECD) المتعلقة بكندا. وتوصلت الدراسة للنتائج التالية :-

١- وجدت الدراسة علاقة سببية بين المتغيرات غير ثابتة مما يعنى أنه لا توجد علاقات سببية مباشرة بين معدل سعر الفائدة في الأجل القصير ومعدل التضخم وعجز الموازنة في الإقتصاد الكندى خلال فترة الدراسة. مما يعنى أن عجز الموازنة تؤثر فيه أسباب أخرى غير معدل سعر الفائدة في الأجل القصير ومعدل التضخم لذا يتوجب على صانعى السياسة النقدية خفض معدلات

التضخم وخفض الفائدة والتركيز على المشاكل الرئيسية التي تؤثر على الإنتاج بدلاً من التركيز في عجز الموازنة فقط. ربما تكون نتائج الدراسة التي قام بها الباحث منطقية حيث أن أثار التغييرات في سعر الفائدة على عجز الموازنة في الأجل القصير غير واضح وجلي وهو ما إتفقت عليه أغلب الدراسات وهو ما كان يتوجب معه دراسة نفس الأثر في الأجل الطويل.

وفى دراسته بعنوان

On the Nominal Interest Rate Yield Response to Net Government Borrowing in the U.S.: GLM Estimates, 1972-2012

قام Cebula ٢٠١٥ بالتوصل لدليل على اثر صافي الاقتراض الحكومي للولايات المتحدة الأمريكية (عجز الموازنة) على عائد معدل الفائدة الاسمي للسندات الحكومية ذات أجل عشر سنوات. وأشتمل النموذج على معدل العائد الحقيقي على سعر الفائدة الحقيقي قصير الاجل ومعدل العائد الحقيقي على سعر الفائدة الحقيقي طويل الاجل، القاعدة النقدية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، التضخم المتوقع، نسبة النمو في الناتج المحلي الإجمالي، صافي التدفقات الرأسمالية، بالإضافة لمتغيرات اخرى. وقد استخدمت الورقة البحثية بيانات سنوية عن الولايات المتحدة للفترة من ١٩٧٢ الي ٢٠١٢ باستخدام نموذج (Generalized Linear Model) GLM وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين عجز الموازنة ومعدل العائد الاسمي على سعر الفائدة لسندات الخزنة ذات أجل عشر سنوات وكانت العلاقة معنوية طوال فترة الدراسة وخلصت النتائج إلى أنه كلما زاد عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وكلما زاد معدل العائد علي سعر الفائدة الإسمي لسندات الخزنة أجل عشر سنوات وبصيغة أكثر تحديدا فإن كل زيادة في عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ١ % تؤدي إلى زيادة معدل العائد على سعر الفائدة الإسمي من ٢٣,٨ الي ٢٥ نقطة أساس لذا فان سياسات الحكومة الفيدرالية التي تزيد من عجز الموازنة لا يمكن رؤيتها على حدة أو بصفة منفصلة حيث أن هذا العجز سوف يؤثر سلبا على تمويل المشروعات للقطاع العائلي والقطاع الخاص ومن ثم فإن الإستثمار الحقيقي في المشروعات الجديدة، الانفاق الإستهلاكي، معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي سوف يتأثر. لذا يتوجب على صانعي السياسات مراجعة قراراتهم حتى لا يتم اللجوء لنموذج غير مرغوب من تمويل العجز الحكومي يؤثر على كافة النواحي الإقتصادية الأخرى.

وقياسا علي هذا السياق فان قرار خفض سعر الفائدة يؤدي الى المساهمة في خفض عجز الموازنة والدين الحكومي في مصر ويعد حافزا للقطاع العائلي والقطاع الخاص للقيام باستثمارات جديدة كنتيجة لإنخفاض اسعار الفائدة.

وفى دراسته بعنوان

An Empirical Investigation into the Impact of U.S. Federal Government Budget Deficits on the Real Interest Rate Yield on Intermediate-term Treasury Debt Issues, ١٩٧٢-٢٠١٢

قام Cebula ٢٠١٤ بدراسة أثر وجود عجز كبير في الموازنة الفيدرالية للولايات المتحدة وبالخاص في السنوات الاخيرة وزيادة القلق بخصوص تاثيراتها المحتملة على اسعار الفائدة الحقيقية وكذلك على النمو الاقتصادي والتكوين الرأسمالي. فقامت الدراسة بتقديم دليل على أن أثر عجز الموازنة على معدل العائد على سعر الفائدة الحقيقي لأذون الخزانة متوسطة الاجل (٣ سنوات -٧ سنوات) وتلك الأنواع من أذون الخزانة متوسطة الأجل كانت تلقي القليل من الاهتمام في الأدبيات الاقتصادية والمالية في السنوات الاخيرة حيث كان التركيز ينصب بنسبة كبيرة على الأذون والسندات طويلة الأجل يليها قصيرة الأجل وهو ما تتميز به الورقة البحثية.

تم صياغة الدراسة لنموذج القروض المتاحة والتي تشمل العوائد السابقة واللاحقة لمعدل الفائدة ، القاعدة النقدية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، التغير في الناتج المحلي الحقيقي للفرد، صافي تدفقات التمويل الرأسمالي كنسبة من الناتج بالإضافة إلى عجز الموازنة كنسبة من الناتج. فقامت الدراسة بإستخدام بيانات عن المتغيرات السابقة للفترة من ١٩٧٢ الى ٢٠١٢ وهي الفترة التي تم فيها حدوث تسهيلات كمية من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي. وكان النموذج المستخدم في الدراسة هو طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS والتي أظهرت نتائجها أن عجز الموازنة الفيدرالي كنسبة من الناتج له اثر ايجابي ومعنوي احصائيا على معدلات العائد على سعر الفائدة الحقيقي السابقة واللاحقة لأذون الخزانة أجل ٣ سنوات و ٧ سنوات حتى بعد السماح للتسهيلات الكمية لبنك الاحتياطي الفيدرالي للتأثير على العوامل الاخرى. كما قامت الورقة البحثية أيضا بدراسة الفترة من ١٩٨٢ الى ٢٠١٢ بصفة منفصلة وتم استخدام إختبار قوة العلاقة بين المتغيرات لدراسة تلك الفترة.

وأظهرت الدراسة ان كل زيادة في حجم عجز الموازنة بنسبة ١ % كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي تؤدي الي زيادة معدلات العائد على سعر الفائدة الحقيقي من ٧ الى ١٠ نقاط اساس لأذون الخزانة اجل ٣ سنوات ومن ٩ الى ١١ نقطة اساس لأذون الخزانة أجل ٧ سنوات وهو ما يؤكد مقولة Alan Krueger's (2003) من أن عجز الموازنة الفيدرالية يسبب الإرتفاع في أسعار الفائدة. إن اثر المزاحمة للإستثمار الخاص ربما يكون التهديد الحقيقي للإقتصاد على الأقل في الأجل الطويل ومن ثم فإن عجز الموازنة الكبير والذي يتم إستخدامه في تمويل التحويلات الحكومية سيؤدي إلى إستمرار المعاناه وهذا ما توافقنا عليه آراء كل من Carlson (and Spencer, 1975; Abram and Schmitz, 1978; Cebula, 1985; Krueger, 2003)

تلك النتائج تتضمن ايضا أنه من الأخرى على صانعي السياسة إتخاذ خطوات مسؤولة للحد من الزيادات الضخمة فى عجز الموازنة لكى يتمكن الاقتصاد من جذب إستثمارات جديدة وأيضا من أجل الاستمرار فى تحقيق النمو الاقتصادى المستدام. كما أن الزيادة الضخمة فى عجز الموازنة مع السياسات النقدية التيسيرية التى تم إتخاذها من قبل بنك الإحتياطى الفيدرالى ربما تؤدى إلى فقد الثقة فى الدولار كعملة محلية وعملة دولية رئيسية يعتمد عليها الاقتصاد العالمى.

وفى أطروحته للدكتوراه بعنوان *The Relationship of Federal Budget Deficits/Debt and Interest Rates* قام Holloway, 2010 بدراسة أثر أسعار الفائدة المرتفعة والتي لها اثار قصيرة وطويلة الأجل على الإقتصاد من حيث خفض معدلات التراكم الراسمالى. ومشكلة الرسالة الرئيسية هى هل زيادة عجز الموازنة والدين العام يضعان ضغوط على أسعار الفائدة؟ تقدم النظرية الإقتصادية آراء متضاربة فوفقا للمنظور التقليدى *Conventional View* فإن زيادة عجز الموازنة والدين تضع ضغوط تصاعدية على أسعار الفائدة على النقيض فإن مفهوم المساواة أو المكافئة لريكاردو *Ricardian Equivalence View* يرى أنها لا تؤثر. قام الجانب العلمى من الدراسة بتقييم العلاقة باستخدام نماذج الإنحدار سواء طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين *2SLS* وطريقة *VAR* وطريقة *Instrumental Variables* والمقاييس البديلة لسعر الفائدة وعجز الموازنة للدين العام ولفترات زمنية مختلفة. وتم استخدام بيانات سلسلة زمنية من مصادر حكومية لبنك الإحتياطى الفيدرالى لسلسلة زمنية من عام ١٩٥٥ الى عام ٢٠١٠ للولايات المتحدة الأمريكية وكانت نتائج الدراسة مختلطة ولكن قدمت دليل على وجود علاقة معنوية بين عجز الموازنة والدين من جهة وسعر الفائدة من جهة اخرى. وكان سعر الفائدة الحقيقى فى الأجل الطويل حساس للتغيرات فى عجز الموازنة والدين العام كما أن العلاقة بين سعر الفائدة وعجز الموازنة لا تميل أن تكون ثابتة طوال الوقت ولكن فى فترات التباطؤ الإقتصادى توجد علاقة معنوية. ففى ظل المعدلات الحالية العالية من عجز الموازنة والدين فان هناك حاجة ملحة لعكس مسار عجز الموازنة والدين العام لزيادة التراكم الراسمالى وتحقيق النمو المستدام.

وفى دراسته المتعلقة بقياس أثار سعر الفائدة على عجز الموازنة الفيدرالية والدين الحكومى قام ٢٠٠٩ **Laubach** بتقدير اثار عجز الموازنة والدين الحكومى على عوائد الميزانية ورأى أن ذلك شىء معقد حيث يتطلب عزل اثار السياسة المالية عن أية مؤثرات اخرى. وللتحكم فى اثار الدورات الاقتصادية واجراءات السياسة النقدية المتعلقة بها على الدين والعجز واسعار الفائدة فان الورقة البحثية ستدرس العلاقة بين اسعار الفائدة والعجز المستقبلى للموازنة والدين العام من قبل مكتب الموازنة بالكونجرس من خلال بيانات سنوية ونصف سنوية لمدة ٣٠ عام للفترة من ١٩٧٦ إلى ٢٠٠٦ ووجدت الدراسة أن الأثار المتوقعة لعجز الموازنة والدين على سعر الفائدة

معنوى احصائيا وملائم اقتصاديا حيث ان كل زيادة بنسبة ١% فى عجز الموازنة المنظورة كنسبة من الناتج المحلى الاجمالي ستؤدى الي رفع سعر الفائدة بمقدار ٢٥ نقطة أساس كما أن زيادة الدين بنسبة ١% كنسبة من الناتج المحلى الاجمالي ستؤدى الى زيادة سعر الفائدة من ٣ الى ٤ نقاط أساس ووفقاً لتلك الافتراضات فإن تقدير المعلمات تظهر اتساق مع التوقعات للنموذج النيوكلاسيكى للنمو. أى أن الدراسة تقترح ان المعدلات المستقبلية للتغيرات فى أسعار الفائدة لخمس سنوات أو أكثر ستزيد من ٢٠ : ٣٠ نقطة أساس نتيجة الزيادة فى العجز المنظور كنسبة من الناتج المحلى بنسبة ١ % ومن ٣ : ٤ نقاط إذا زاد الدين للناتج المحلى الاجمالي بنسبة ١% . وفى دراسته بعنوان:

#### Budget Deficits and Real Interest Rates: Updated Empirical Evidence on Causality

قام Cebula, 2003 عملياً بإختبار علاقة السببية بين عجز الموازنة الفيدرالية فى الولايات المتحدة وعائد سعر الفائدة الحقيقي على سندات البلديات طويلة الأجل فى الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من الربع الثانى ١٩٧٣ الى الربع الرابع ١٩٩٦ وتم استخدام نموذج تصحيح الخطأ وأظهرت النتائج العملية وبالتحليل أن عجز الموازنة الفيدرالى يؤدى إلى رفع معدل العائد على سعر فائدة السندات طويلة الأجل . وبالتركيز على علاقة السببية للإجابة على السؤال التالى هل العجز يسبب التغيرات فى سعر الفائدة أم العكس؟ تم استخدام نموذج تصحيح الخطأ للتحقق من علاقة السببية من عجز الموازنة وعائد معدل الفائدة على سندات البلديات طويلة الأجل ولتجنب مشكلة سوء التخصيص تم استخدام عجز الموازنة الأولى كمقياس لعجز الموازنة وتم اضافة متغير معدل ضريبة الدخل الفيدرالى وتدقق رأس المال الدولى الصافى . إن استخدام عجز الموازنة الأولى يسمح بتقييم ما إذا كان هناك اسباب اقتصادية وراء التغيرات فى سعر الفائدة على عجز الموازنة.

إن النموذج الذى تم تقديره قدم الدعم لوجود علاقة ثنائية بين تغيرات العائد على سعر الفائدة طويلة الأجل على اسهم البلديات وعجز الموازنة أى أن كل منهما سبب ونتيجة للأخر للفترة من ١٩٧٣ الربع الثانى وحتى الربع الرابع لعام ١٩٩٦. كما كان من الواضح أن العناصر التى تزيد من عجز الموازنة الفيدرالية الأساسى تعمل على زيادة تكلفة الإقتراض للولاية والحكومة المحلية من خلال التنافسية على القروض المتاحة . كما أن معدل أسعار الفائدة الحقيقية تتأثر بعجز الموازنة الأولى والنمو طويل الأجل كما أن الإنتاجية فى القطاع الخاص ربما تتأثر بالسلب . لذا فإن سياسات الحكومة الفيدرالية التى ترفع من عجز الموازنة الأولى لا يمكن أن تنشأ من فراغ

حيث أنها ربما يكون لها تأثير عميق على عوائد اسعار الفائدة والتمويل الحكومي للولايات والمحليات وأيضاً على انتاجية القطاع الخاص والنمو الإقتصادي.

يتضح من الثلاث ورقات البحثية التي قام بها Cebula, 2003, 2014, 2014 لدراسة العلاقة بين أسعار الفائدة سواء المتوسطة أو طويلة الأجل وسواء سعر الفائدة الإسمى أو الحقيقي أو معدل العائد على سعر الفائدة وباستخدام أساليب قياسية متعددة ولفترات زمنية مختلفة إلا أن النتائج كانت جميعها متفقة على وجود علاقة سببية في الإتجاهين بين سعر الفائدة وعجز الموازنة.

وهذا يقودنا إلى الإستنتاج بأن السياسة التي قام بها البنك المركزي المصري بخفض سعر الفائدة بنسبة ١,٥ % أو ١٥٠ نقطة أساس في أغسطس ٢٠١٩ ثم القيام بخفض أخر لسعر الفائدة بنسبة ١% أو ١٠٠ نقطة في سبتمبر ٢٠١٩ كاون له أثار إيجابية على عجز الموازنة والدين نتيجة لإنخفاض تكلفة الإستدانة عبر أدوات الدين المحلي وأنعكس ايجابيا على التوسع في الأنشطة الإستثمارية بالقطاع الخاص مما سينعكس على النشاط الإقتصادي بصفة عامة كما أن إنخفاض تكلفة التمويل أو الإقراض تظل أحد أهم عوامل تشجيع وجذب الإستثمار مما يؤدي إلى خلق فرص عمل جديدة وبالتالي خفض معدلات البطالة ونمو الناتج المحلي.

#### ب - الدراسات التي تشمل الدول الأوروبية

في دراسته بعنوان

Determinants of Real Long-Term Interest Rates in Europe: "Is it A Fiscal Phenomena"؟

قامت العديد من الدراسات بدراسة العلاقة بين عجز الموازنة ومعدلات الدين وسعر الفائدة الحقيقي طويل الأجل . إن هذا البحث يعد امتدادا للأدبيات الإقتصادية في هذا المجال. قام Fatih Kaya, 2013 في بحثه باستخدام بيانات مجمعة Panel Data لعدد ٣١ دولة من دول أوروبا للفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠١٢ . وكانت المتغيرات كما يلي ; سعر الفائدة الحقيقي طويل الأجل كمتغير تابع داخلي، والمتغيرات المستقلة التالية; الدين الحكومي الإجمالي متغير خارجي ، التضخم، سعر الفائدة قصيرالأجل متغير خارجي، ربحية الإستثمار متغير خارجي، ميزان الحساب الجاري متغير خارجي ، مؤشر الشفافية متغير خارجي، سعر الفائدة الدولي متغير خارجي مستقل، عضوية الإتحاد كمتغير وهمي Dummy Variable وأخيرا فجوة الناتج كمتغير خارجي ويشير مؤشر فجوة الناتج للفرق بين الناتج المحلي الإجمالي الفعلي Actual GDP والناتج المحلي الإجمالي الممكن تحقيقه Potential GDP. وتم إستخدام العديد من

## الأساليب القياسية مثل Fixed Effects, Random Effects, 2SLS, and Instrumental Variables

إن الأزمة المالية العالمية التي ضربت كل الإقتصاديات المتقدمة أثرت بالقطع علي الوضع المالي والموازنة لمعظم اعضاء الاتحاد الأوروبي وتبعه تدهور واضح في توازن الموازنة العامة للحكومات وزيادة موازية في الدين الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي واصبح العجز في الموازنة لدول الإتحاد حوالي ٨٥ ٪ من الناتج المحلي الأجمالي في المتوسط بينما كان العجز ٥٩ ٪ قبل الأزمة المالية العالمية. إن العلاقة بين معدل رصيد الدين ومعدل أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل كانت علاقة عكسية في البداية وأصبحت موجبة وأصبح الميل لها موجب أيضاً. وكلما إستمرت نسبة أو معدل رصيد الدين في الزيادة فإن العائد الحقيقي من المتوقع أن يزيد أيضاً ومن أجل معرفة شدة الوضع تم تقدير أثر خطى إيجابي لخمس نقاط أساس لمتوسط البيانات المتاحة وتطبيقها على الزيادة في نسبة رصيد الدين لدول الإتحاد الأوروبي من عام ٢٠٠٧ حتى عام ٢٠١٢ فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة معدلات الفائدة الحقيقية بنسبة ١,٢٥ ٪ مثل هذه الزيادة ربما تؤثر على الإستدامة ومعدلات النمو.

ففي بعض دول الاتحاد كاليونان وأسبانيا والبرتغال وإيطاليا أصبح الوضع المالي لتلك الحكومات وعجز الموازنة والدين العام خطير مما يضع إستقرار السياسة المالية لتلك الدول على المحك . لذا تم تقديم حزم مساعدات مالية لتلك الدول من قبل صندوق النقد الدولي والإتحاد الأوروبي وبالرغم من أن تلك المساعدات خفضت من الأخطار اللحظية فإن التعافي سيعتمد على خفض التكاليف وهيكله الديون الحكومية وبالقطع فإن رفع معدلات الفائدة سيعصب الوضع على تلك الحكومات. بالإضافة إلى أن التعافي من معدلات النمو المتباطئة والعودة إلى مسار التنمية المستدامة سيعتمد على مناخ بيئة الاستثمار الذي هو دالة في معدل سعر الفائدة الحقيقي أى أن رفع سعر الفائدة سيؤثر سلباً أيضاً على الاستثمار.

ان وضع كل تلك العناصر في الحساب يعني أن الضبط والتعديل المالي ضروري لأوروبا ليس فقط لخطورة وضع الدين ولكن أيضاً لأن خفض سعر الفائدة ضروري جدا لتهيئة وخلق مناخ استثمار جيد وتحقيق النمو المستدام. إن تناسق وتناغم السياسات المالية ضروري وحيوي لمستقبل الإتحاد الأوروبي كما أن السياسات المالية غير المسؤولة لبعض دول الاتحاد تجعل من الصعب تحقيق إستقرار في اليورو كما أنه من الواضح ان مراحل تعافي السياسات المالية تسير بخطى بطيئة مما سيكون له تكاليف سياسية . إن السعي في الوصول لسياسات مالية تحوطية في تلك الظروف الحالية كتجرع دواء مر. لذا يفضل تحقيق إنجازات متوسطة في المؤشرات المالية تؤدي إلى تحقيق تحسن في هيكل تكاليف الإقتراض وتحقيق ربحية للمشروعات الإستثمارية

الجديدة أى أن خفض أسعار الفائدة سيؤدى إلى خفض الدين الحكومى وعجز الموازنة وزيادة معدلات الإستثمار وتحقيق نمو إقتصادي. وفى دراسته بعنوان

#### Government Spending, Interest Rates, Prices, and Budget Deficits in the United Kingdom, 1701-1918

قام Barro, 2005 فى هذه الورقة بإختبار أثر الإنفاق الحكومى على التغيرات فى سعر الفائدة وعرض النقود ومستويات الأسعار وعجز الموازنة. تم إستخدام بيانات بريطانية تم تجميعها من 1702 إلى 1918 وتوصلت النتائج إن الزيادات المؤقتة فى المشتريات الحكومية لها أثر إيجابى على سعر الفائدة فى الأجل الطويل كما أنها لها أثر إيجابى على معدل نمو عرض النقود خلال الفترة من 1797 - 1821 و من 1914-1918. كما أن التفاعل الرئيسى بين الإنفاق الحكومى المؤقت والتضخم حدث خلال فترات التوقف أو الإيقاف عن العمل كما أن التغيرات فى حجم الإنفاق العسكرى ساهمت أيضا بشكل كبير فى زيادة عجز الموازنة خلال فترة الدراسة وهذا الإرتباط يفسر زيادة نسبة الدين العام كنسبة من الناتج القومى الإجمالى. وفى خلال فترة الدراسة والمقدرة بما يربو على مائتى عام وجد الباحث أيضا مثالين من عجز الموازنة الغير مرتبطين بفترة الحرب: الأول مرتبط بالمدفوعات التعويضية لمالكي العبيد من 1835 إلى 1836 والمثال الآخر كان سياسى ومنبثق من الجدل حول ضريبة الدخل فى الفترة بين 1909 الي 1910 وحيث أن التغير فى عجز الموازنة كان بسبب تأثيرات خارجية فإن أسعار الفائدة لم تظهر تغيرات خلال تلك الفترات (من 1835 إلى 1836 ومن 1909 إلى 1910) كما أوضحت الدراسة أن التغيرات المفاجئة فى زيادة الإنفاق الحكومى تساهم فى زيادة عجز الموازنة وهذا الإرتباط يفسر الزيادات الرئيسية فى الدين العام كنسبة من الناتج القومى الاجمالي كما تتخفض نسب العجز خلال فترات السلم.

وفى ورقته بعنوان: Short - and Long-Run Effects of Budget Deficits on Interest Rates

قام Vamvoukas, 2000 بإختبار العلاقة بين عجز الموازنة الفعلى وسعر الفائدة الأسمى فى الأجلين القصير الطويل وقامت الدراسة بإستخدام بيانات عن اليونان للفترة من 1947 إلى 1994 بإستخدام نموذج تحليل التكامل المشترك ونماذج تصحيح الخطأ وإختبارات التشخيص والتخصيص الأمثل للنموذج وتعتبر الدراسة من الدراسات القليلة التى تناولت اليونان وتم إستخدام العديد من المتغيرات الإقتصادية التى لها تأثير مباشر على عجز الموازنة وسعر الفائدة وتتأثر بهم أيضاً وأثبتت النتائج وجود تكامل بين المتغيرات بإستخدام تحليل التكامل وتم إستخدام

منهج تصحيح الخطأ لإختبار العلاقة السببية المناسبة والذي يفصل بين العلاقة السببية في الأجلين القصير والطويل لتجنب ظاهرة الإنحدار الزائف وباستخدام تقدير نموذج تصحيح الخطأ وجدت علاقة بين اسعار الفائدة في الأجلين القصير والطويل وعجز الموازنة وأظهر إختبار السببية وجود علاقة في الإتجاهين بين عجز الموازنة وسعر الفائدة للأجلين القصير والطويل وأظهرت النتائج دعمها للنموذج الكينزي ورفضها لفرضية المكافئة لريكاردو.

#### ج - دراسة مشتركة تشمل الولايات المتحدة وأوروبا

ففي دراسته:

#### A Cointegrating Approach to Budget Deficits and Long –Term Interest Rate

قام Barnes, 2008 باستخدام مدخل التكامل المشترك في الدراسة لتحديد ما إذا كان هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين عجز الموازنة ومعدلات أسعار الفائدة طويلة الأجل في الولايات المتحدة وتوسع دول اوروبية خلال الفترة من ١٩٧٠ إلى ٢٠٠١ وتم التحليل القياسى لكل دولة من الدول العشر على حدة. وأظهرت النتائج وجود عناصر تكاملية عديدة لكل دولة من الدول العشر المستخدمة في الدراسة والتي تبدو قابلة ومؤيدة لتأثير عجز الموازنة الإيجابي على أسعار الفائدة طويلة الأجل ومن ثم فإن قيام تلك الدول بخفض عجز الموازنة خلال التسعينات أدى الى خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل .

#### د- دراسة تشمل الإقتصاديات المتقدمة والناشئة

ففي دراستهما بعنوان: Budget Deficits and Interest Rates: A Fresh

Perspective قام كلا من Aisen and Hauner, 2013 في دراستهما بتقديم إضافة الى الادبيات الاقتصادية فيما يتعلق بعجز الموازنة وأسعار الفائدة من ثلاث نواحي. الأولى: قامت الدراسة بإختبار العلاقة لكل من الإقتصاديات المتقدمة الإقتصاديات الناشئة معا وتغطية عدد كبير من الأسواق الناشئة. ثانيا: إكتشاف التفاعلات لتفسير بعض التغيرات في الأدبيات. ثالثا:

إستخدام بيانات مجمعة Panel Data وتطبيق طريقة Generalized Method of Moments. وتم تجميع بيانات عن ٦٠ دولة للفترة من ١٩٧٠ الي ٢٠٠٦ ومعظم البيانات تتعلق بالاقتصاديات الناشئة وكان مصدر البيانات هو صندوق النقد الدولي. وأظهرت النتائج وجود مستوى ايجابي مرتفع ومعنوي لاثر عجز الموازنة على أسعار الفائدة ولكن هذا الأثر يعتمد على مؤشرات التفاعل ويكون معنوي فقط في ظل وجود أى شرط من الشروط التالية: إما أن يكون العجز مرتفع أو يتم تمويله محليا بنسبة كبيرة أو يكون متفاعل مع مستوى مرتفع من

الدين أو يكون الانفتاح المالى محدود أو تكون أسعار الفائدة محررة أو أن يكون الشمول المالى منخفض.

بالرغم من أن دراسة علاقة عجز الموازنة وأسعار الفائدة من أكثر الموضوعات التي تم دراستها فى الإقتصاد الكلى الا أنها تظل موضوع مثير للجدل من حيث تأثير عجز الموازنة على أسعار الفائدة وإذا كان الأمر كذلك فما هى الشروط؟ هناك مئات من الأوراق البحثية التي قامت بإختبار تلك العلاقة الهامة فى الإقتصاديات المتقدمة الا أنه ما زال هناك الكثير من الإختلافات فى نتائج تلك الدراسات فتوصل Bernheim (1989) الا أنه من السهل إقتباس عدد كبير من الدراسات التي تدعم أى موقف يمكن تصوره. فوفقا Gale and Orszag (2003) وعلى سبيل المثال من بين ٥٩ دراسة شملت الولايات المتحدة وجدت ٢٩ دراسة وجود أثر معنوي إيجابي لعجز الموازنة على أسعار الفائدة بينما فى الثلاثين دراسة الأخرى وجد أثر غير معنوي أو مزيج من المعنوية وعدم المعنوية .

كما ان كلا من Engen and Hubbard (2004) توصلا إلى أن زيادة عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي بنسبة ١ % يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة من ٣٠ إلى ٦٠ نقطة أساس وأن العجز المستقبلي المتوقع يؤثر بصيغة أكبر على تغيرات أسعار الفائدة عن معدلات العجز الحالية. وفى مقالة أخرى فان المفوضية الأوروبية فى ٢٠٠٤ توصلت الي ان زيادة عجز الموازنة بنسبة ١ % من GDP تؤدي الي رفع اسعار الفائدة من ١٥ الى ٨٠ نقطة اساس. وفى دراسة Faini's (2006) وجد امتداد لآثار عجز الموازنة بين الدول فى الإتحاد النقدي الأوروبي ووجد كلا من Hauner and Kumar (2011) فى دراستهم عن العلاقة بين عجز الموازنة وسعر الفائدة فى الأجل الطويل لمجموعة الدول السبع G7 أن عجز الموازنة له أثر معنوي ولكن بنسبة ضئيلة على سعر الفائدة فى الاجل الطويل ولكن تلك النتيجة تعتمد على المفهوم المالى المستخدم. بينما يري كلا من Caballero and Krishnamurthy (٢٠٠٤) أن اثر عجز الموازنة على الأسواق الناشئة أكثر محدودية ولكن اثار ظاهرة أثر المزاحمة اكثر قوة عنها فى الدول المتقدمة وهذا يعكس أن العمق المالى المحدود وعدم الإنفتاح المالى يؤدي إلى مستويات مرتفعة من الدين الحكومى وعجز الموازنة واللذان يكون لهما تأثير فوري على أسعار الفائدة. كما أن اثر المزاحمة يكون اثاره أكبر فى الاسواق الناشئة والدول النامية عنه فى الدول المتقدمة حيث أن السياسة المالية التوسعية تقاوم من جودة ممتلكات الدول قامت بعض الاوراق البحثية الأخرى بإختبار أثر عجز الموازنة لكل سوق من الاسواق الناشئة فقام Gochoco, 1991 بدراسة أثر عجز الموازنة وسعر الفائدة فى الفلبين وقام Schmidt-

Hebbel, 1993 بدراسة كولومبيا وقام كلا من (2002) Dua and Pandit بدراسة الهند وبعض الدراسات قامت بدراسة مجموعة من الدول الناشئة (Frankel et al., 2004; Neumeyer and Perri, 2005)

وتتميز الدراسة عن الدراسات السابقة لها:

١- لم تقم فقط بتغطية بيانات عن مجموعة مكونة ٦٠ دولة من الدول المتقدمة والاقتصاديات الناشئة وهذا لا يقدم نتائج عن الدول المتقدمة والناشئة فقط وإنما تمكن أيضا من عقد مقارنة بين الدول المتقدمة والاقتصاديات الناشئة

٢- قام الباحثين بإستغلال ميزة تعدد الدول لإختبار التفاعلات بين عجز الموازنة والخصائص الهيكلية للإقتصاد والتي قد تساعد في إلقاء الضوء على إختلاف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

٣- بالرغم من أن معظم الدراسات استخدمت اسلوب (VAR) أو أسلوب Instrumental variables، تم أيضا استخدام طريقة (GMM) Generalized Method of Moments والتي تكون أكثر كفاءة في التقدير.

وتوصلت للنتائج التالية:

١- هناك أثر معنوي إيجابي مرتفع لعجز الموازنة على أسعار الفائدة فكل زيادة في عجز الموازنة كنسبة من GDP بنسبة ١ % تؤدي إلى إرتفاع سعر الفائدة بمقدار ٢٦ نقطة أساس للدول التي شملتها الدراسة

٢- هذا الأثر يختلف بين دولة وأخرى وبين المجموعات (متقدمة - ناشئة) والفترة الزمنية أيضا ويكون الأثر كبيرا وأكثر قوة في الأسواق الناشئة، ويكون أيضا كبير وأكثر قوة في الفترات اللاحقة عنه في الفترات السابقة وذلك بالدول المتقدمة.

٣- أثر عجز الموازنة على اسعار الفائدة يعتمد على عناصر التفاعل ويكون معنوي فقط في حالة توفر أى شرط من الشروط التالية: ان يكون العجز مرتفع، يتم تمويله محليا بصفة كبيرة، معدل مرتفع للدين المحلي، الإنفتاح المالي منخفض، أسعار الفائدة محررة أو أن العمق المالي منخفض.

هـ - دراسات تشمل بعض الدول الآسيوية

ففي دراستهما بعنوان:

An empirical Investigation of the Twin Deficit Hypothesis: Panel Evidence from Selected Asian Economies

قام كلا من Shastri and Giri, 2017 بإختبار العجز التوأم لبيانات مجمعة لعدد ٨ اقتصاديات أسيوية فى جنوب وجنوب شرق آسيا لديهم تاريخ من العجز المزمّن فى كلا من الحسابات الجارية والموازنة العامة (الهند - باكستان - سيريلانكا - بنجلادش - نيبال - كمبوديا - لاو - فيتنام) لبيانات مجمعة Panel Data للفترة من عام ١٩٨٥ الى عام ٢٠١٤. قامت الدراسة بإختبار فرضية العجز التوأم (عجز الميزان الجارى وعجز الموازنة) لهيكل متعدد المتغيرات يشمل سعر الفائدة وسعر الصرف وتم إستخدام الجيل الأول والجيل الثانى من إختبارات التكامل المشترك المجمع Panel Cointegration Tests وتم الحصول على التقديرات طويلة الأجل من خلال الآثار المشتركة المرتبطة المجمع Common Corelated Effects Pooled (CCEP) والآثار المشتركة المرتبطة لمتوسط المجموعة Common Corelated Mean Group (CCMG) والتي تتحكم بوضوح فى العوامل غير المشاهدة وتعد تلك الإختبارات ميزة لتلك الورقة البحثية لإستخدام تلك التقنيات الجديدة التى لم تتواجد فى الأوراق البحثية السابقة لها.

وتم اجراء إختبار السببية بين المتغيرات بإستخدام إختبار Dumitrescu and Hurlin (2012) وهذا الإختبار له العديد من المزايا من بينها أنه يعطى خصائص جيدة للعينات الصغيرة فى المقطع عرضى التابع كما أن إختبارات الجيل الأول والثانى للتكامل المشترك المجمع يشير الى علاقة طويلة الاجل بين التوازن المالى وتوازن الميزان الجارى وسعر الفائدة وسعر الصرف كما أن تحليل السببية يشير إلى علاقة تغذية مرتدة بين الميزانين (الحساب الجارى والموازنة) وأن الإفتراض التقليدى وسعر الصرف للسببية الذى يسير من عجز الموازنة إلى سعر الفائدة ثم إلى عجز الميزان الجارى لن تتحملها النتائج وهذا يشير إلى أثر عجز الموازنة على عجز الميزان الجارى من المحتمل حدوثه خلال أثر الطلب المباشر أثناء التمويل الخارجى لعجز الموازنة. وتلك النتائج دعمتها النتائج التى تم التوصل إليها

Darrat (1988), Mukhtar, Zakaria and Ahmed (2007), Lau and Tang (2009) Sivarajansingham and Balamurali (2011), Pahlavni and Saleh(2009), Saysombath and Kyophilavong (2013

والذين قاموا بتوثيق علاقة سببية فى إتجاهين بين العجزين (عجز الميزان الجارى وعجز الموازنة) وسعر الفائدة وكانت العلاقة موجبة بين العجز وسعر الفائدة وأثارت النتائج الى علاقة إيجابية بين كلا العجزين مع الأخذ فى الحسبان ان تأثير عجز الموازنة علي عجز الحساب الجارى له تأثير اقوى على سبيل المثال فان تحسن (تدهور) الموازنة العامة كنسبة من ال

GDP

بنسبة ١ % تؤدي إلى تحسن (تدهور) ميزان الحساب الجارى بنسبة 0٣١ على الجانب الآخر فان تحسن (تدهور) ميزان الحساب الجارى بنسبة ١ % يؤدي إلى تحسن (تدهور) في الموازنة العامة كنسبة من GDP بحوالي 0١٠ كما ان النتائج العملية للدراسة لها اثار هامة بالنسبة للسياسة فحيث ان العلاقة بين كلا العجزين موجبة ومشتركة فإن التحسن في ميزان الحساب الجارى يتطلب التقشف المالي.

من جهة اخرى فإن السياسة المالية لا تستطيع معالجة عجز الحساب الجارى بنفسها حيث أن عجز الموازنة ليس مؤثر خارجي بالكلية ولكنه سياسة يمكن التحكم بها. إن ضبط عجز الموازنة نفسه يتطلب ضبط عجز الحساب الجارى ومن أجل كسر تلك الدائرة المتفاقمة من العجزين فإن الحصافة المالية يجب أن تقترن باجراءات مكملة لتطويق وكبح عجز الحساب الجارى .  
وفي دراسته بعنوان:

#### Monetary and Fiscal Factors in Nominal Interest rate Variations in Sri Lanka Under a Deregulated Regime

هدف Maitra, 2017 في ورقته البحثية إلى إختبار دور عناصر السياسة المالية والنقدية على الاختلافات في معدل سعر الفائدة في سيريلانكا في ظل نظام تحرير سعر الفائدة. تم استخدام بيانات عن أسعار الفائدة الاسمية، ونمو عرض النقود، ومعدل نمو الدخل بتكلفة العوامل، والتغيرات في سعر الصرف الاسمي وعجز الموازنة خلال الفترة من ١٩٨٣ الي ٢٠١٥ ببيانات ربع سنوية وسنوية عن جميع المتغيرات. قامت الدراسة باستخدام نموذج VAR واختبار السببية واختبارات جذور الوحدة. وجدت الورقة ان كلا من العوامل المالية والنقدية لها تاثير معنوي على اختلافات أسعار الفائدة. كما ان معدل نمو عرض النقود يدفع الي زيادة أسعار الفائدة مما يؤدي معادلة فيشر. بينما معدل نمو الناتج له اثر سلبي على سعر الفائدة (يؤدي الي خفض أسعار الفائدة). عجز الموازنة يؤدي الي زيادة سعر الفائدة وتأثير سعر الصرف كان غير معنوي. تم استخدام أيضا بيانات ربع سنوية عن فترة ما بعد الازمة المالية ٢٠٠٧-٢٠١٥ ووجد أثر إيجابي لنمو عرض النقود  $M_2$  ومعدل نمو الناتج على سعر الفائدة كما أن انخفاض سعر الصرف يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة.

#### Budget Deficit and Interest Rate: Evidence ٢٠٠٥ from Malaysia 1965-

هدف Rus et, al. 2016 في دراستهم إلى تحليل أثر عجز الموازنة على معدل الفائدة في ماليزيا خلال أربع عقود من ١٩٦٥ الي ٢٠٠٥. قامت الدراسة باستخدام إختبار جرانجر للسببية وإختبار تحليل التكامل المشترك . أظهرت النتائج الأولية للدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين

عجز الموازنة وسعر الفائدة في الأجل القصير ولكن باستخدام إختبارات التكامل ونموذج تصحيح الخطأ .

وجدت الدراسة أن هناك علاقة معنوية بين عجز الموازنة وسعر الفائدة في الأجل الطويل كما أن ماليزيا تتبنى منهج عجز الموازنة كما وجدت الدراسة أن عجز الموازنة الكبير ينشأ من معدلات الفائدة المرتفعة في الأجل الطويل حيث أن حاجة الحكومة في التمويل تتعارض مع حاجات القطاع الخاص للتمويل ( أثر المزاحمة ) وفي النهاية فإن معدلات الفائدة العالية ستعيق الاستثمار الفردي والتي ربما تؤدي إلى خفض معدلات النمو. إن اختيار سياسات الموازنة الحكومية الملائمة ضروري للتأكد من أن الدولة لن تتحمل المزيد من عبء الدين والتأكد أن العامة أيضاً لن يتحملوا زيادات الأسعار أو أي أعباء إضافية من الضرائب كما أن محاولة ماليزيا تحسين موقف عجز الموازنة باستخدام أدوات التمويل الإسلامية كالصكوك ممكن أن يساعد الحكومة في التغلب على العواقب الفورية من أثر ارتفاع سعر الفائدة ومن ثم مساعدة الحكومة في التغلب على عجز الموازنة. وقامت الدراسة بوضع إرشادات لإختيار إستراتيجيات للموازنة المحلية للتأكد من وجود بدائل كافية للحد من أعباء الدين والتضخم وإختيار نظم ضريبية مقبولة في ماليزيا.

وفي دراسته بعنوان : Impact of Fiscal Imbalance on Interest Rate in Sri Lanka

يعد سعر الفائدة من الأدوات الأساسية والمؤثرة بالنسبة للسياسة النقدية والتي تنقل إقتصاديات الدول أما في المسار الإيجابي أو السلبي. إن عدم التوازن المالي يضع قيود على سعر الفائدة في بعض الدول. عملياً قام Aslam, 2016 بإختيار أثر عدم التوازن المالي أو عجز الموازنة على سعر الفائدة في سيريلانكا باستخدام بيانات سلسلة زمنية للفترة من ١٩٥٩ إلى ٢٠١٤ . في هذه الدراسة تم استخدام عجز الموازنة كمتغير مستقل وسعر الفائدة متغير تابع بينما متغير عرض النقود والتضخم تم استخدامهم كمتغيرات تحكم وهي أيضاً متغيرات مستقلة وإختيار أثر عجز الموازنة على سعر الفائدة تم استخدام نموذج الإنحدار المتعدد وبناء على نتائج تحليل الإنحدار وجد أن عجز الموازنة يؤثر إيجابياً على سعر الفائدة. وفي دراستهم :

Fiscal Imbalances and Interest Rate Change in Pakistan: A Co-Integration Analysis

قام Zaeema et, al. 2015 وآخرون بالتحقق في العلاقة بين عجز الموازنة والدين العام والتضخم ومعدلات الفائدة العالمية والتغير في سعر الفائدة في باكستان باستخدام بيانات سلسلة

زمنية من ١٩٨١ الى ٢٠١١ واستخدمت الدراسة إختبار جنور الوحدة كما إستخدمت أسلوب التكامل المشترك لإختبار ثبات العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات. هناك العديد من المحددات التي تساهم في تقلبات اسعار الفائدة ولكن الدراسة الحالية ركزت في أهم أربع محددات للتغيرات في أسعار الفائدة وهي عجز الموازنة والدين الحكومي كنسبة من GDP، ومعدلات التضخم وأسعار الفائدة الدولية وأن الآثار طويلة الأجل لتلك المحددات تم تقييمها على تغيرات معدلات سعر الفائدة في باكستان بإستخدام أسلوب التكامل المشترك . وتوصلت الدراسة إلى أن المتغيرات لها تأثير ايجابي ومعنوى على معدل التغير في سعر الفائدة فيما عدا متغير اسعار الفائدة الدولية كانت غير معنوية وإفترض نموذج تصحيح الخطأ أنه لتحقيق التوازن تحتاج باكستان إلى فترة زمنية قدرها ثمانى سنوات وعلى متخذ القرار صياغة سياسات تهدف إلى خفض أسعار الفائدة والتحكم فى تقلباتها عبر الزمن كما يتوجب على الحكومة القيام بإجراء إصلاحات هيكلية للنظام الضريبي ووضع أنظمة لخفض النفقات الحكومية لخفض عجز الموازنة والتحكم بالتضخم ثنائى الارقام كما يتوجب على الحكومة الحد من إقتراضها من المؤسسات الدولية وادارة الدين الخارجى ادارة جيدة. وفى دراستيه بعنوانين:

Budget Deficits, Government Debt, and Interest Rates in Japan: An Analysis Based on Published Budgetary Forecasts. &

Budget Deficits, Government Debt, and Long -Term Interest Rates in Japan

قام Kameda, 2008, 2014 بدراسة العلاقة بين عجز الموازنة والدين الحكومي من جهة وسعر الفائدة من جهة أخرى تم تحليلها باستخدام بيانات عن اليابان خلال الفترة من ١٩٨١ إلى ٢٠٠٧ بتقدير شكل متناقص من معدلات الفائدة في الأجل الطويل. توصل الباحث إلى أن زيادة العجز المنظور كنسبة من GDP بنقطة مئوية يؤدي إلى رفع معدلات الفائدة الحقيقية ١٠ سنوات و٥ سنوات ٣٥ و ٤٢ نقطة أساس على التوالي. أيضاً يؤدي زيادة حجم الدين كنسبة من GDP بنقطة مئوية إلى زيادة معدلات الفائدة الحقيقية ١٠ سنوات ٤ نقاط أساس، ٥ سنوات ٥ نقاط أساس على التوالي. هذه النتيجة متسقة مع معظم الدراسات المستشهد بها كما فى Ball and Mankiw (1995) والذي يتضمن أن الزيادة فى حجم الدين كنسبة من GDP يؤدي إلى الزيادة فى معدلات الفائدة الحقيقية بنقاط أساس فردية. كما أظهرت النتائج المتعلقة بالإقتصاد الياباني أيضاً أن عجز الموازنة له أثار كبيرة عن الدين الحكومي.

و- دراسات تشمل بعض دول الشرق الأوسط والدول العربية ومصر

وفى دراستها عن مصر بعنوان: Inflation in Egypt: A Fiscal or Monetary Phenomenon?

تتميز السياسة المالية والنقدية بالإعتماد المتبادل أى ان كلتا السياسيتين تؤثر وتتأثر بالأخرى. ان مستويات عجز الموازنة والدين الحكومي تؤثر على مستويات الفائدة والأسعار ومن ثم فإن وضع السياسة المالية يؤثر على أهداف السياسة النقدية ويستطيع تقويض فاعلية السياسة النقدية في الحد من التضخم. فقامت Heba Hashem, 2017 بإستخدام بيانات ربع سنوية عن مصر للفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠١٥ وتم استخدام أسلوب VAR لدراسة أثر الصدمات المالية على السياسة المالية والمستوى العام للأسعار في مصر وتوصلت النتائج الى ان التضخم فى مصر ظاهرة مالية بصفة أساسية وليست ظاهرة نقدية حيث اظهرت النتائج أن أى صدمات إيجابية لعجز الموازنة يؤدي إلى زيادة معنوية في المستوى العام للأسعار فبالرغم من أن البنك المركزى يتفاعل مع إرتفاع الأسعار بزيادة معدل الخصم إلا أن تلك الأداة ليست فعالة كما أظهر تحليل التباين أن عجز الموازنة دائما ما يسبق معدل الخصم فى تفسير التغيرات فى الأسعار مما يعنى أن أدوات السياسة النقدية وحدها ليست كافية لإستهداف التضخم ويعنى ضمناً أن السياسة المالية وحدها لها فاعلية فى إستهداف التضخم. لذا يتوجب على صانعى القرار والحكومة القيام بالعديد من الإجراءات والإصلاحات المالية التى تهدف لخفض عجز الموازنة وخفض الدين العام للتحكم فى الأسعار.

وفى دراستهم:

Growth and Productivity; The Role of Budget Selected Countries  
Deficit in the MENA

تعتبر الكفاءة أحد العناصر الفعالة لزيادة النمو وفقاًلآراء العديد من الإقتصاديين وصانعى السياسة فى العديد من الدول. من ناحية أخرى بدأت تبرز وبكثافة مشكلة عجز الموازنة فيزوغ هذه الظاهرة حفزت العديد من الإقتصاديين إلى إعتبار القطاع الحكومى أحد عناصر عدم توازن الإقتصاد الكلى. على النقيض إعتبر الكينزيون أن القطاع الحكومى يعد عنصر توازن خصوصاً فى الدول النامية حيث أن الدول النامية لها طبيعة خاصة وتتعامل مع مشاكل معينة مثل إرتفاع عجز الموازنة والذي يتم تمويل نسبة كبيرة منه من خلال الإقتراض من البنك المركزى أو البنوك المحلية مما يزيد من ديون الحكومة لدى البنوك وزيادة معدلات التضخم والسيولة وتؤثر السيولة على الطلب الفعال وعلى الواردات نتيجة لعدم مرونة العرض. من جهة أخرى فإن إرتفاع مستوى الأسعار الناشئ من التضخم ربما يؤدي الى إرتفاع أسعار الصادرات ، إرتفاع

الدين الخارجي ، مشاكل عجز ميزان المدفوعات ، أسواق سعر الصرف الموازية ، بالإضافة الى الصدمات الخارجية .

ومن هنا حاول كلا من Arjomanda, Emamib, and Salimi, 2015 فى ورقته البحثية بدراسة ( أثر النمو ، الكفاءة ، عجز الموازنة ) لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا MENA باستخدام نماذج البيانات المجمعمة الساكنة Static Panel Models للفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٣ . فى النموذج الأول تم استخدام عجز الموازنة كمتغير تابع وتبين وجود أثر إيجابى لمتغيرات النمو الإقتصادى ومعدل التضخم وأثر سلبى لكل من الإنتاجية والعمالة وعجز الموازنة. فى النموذج الثانى تم إستخدام معدل النمو كمتغير تابع وتبين وجود أثر إيجابى لإنتاجية العمالة وإرتباط سالب بين عجز الموازنة والنمو الإقتصادى .

إن العلاقة الإيجابية بين معدلات التضخم وعجز الموازنة توجب على الحكومات مضاعفة النمو الإقتصادى من خلال إتباع سياسات التثبيت الإقتصادى بالإضافة إلى سياسات خفض المخاطر وعدم اليقين واتباع سياسات تؤدى لخفض عجز الموازنة . ووفقاً للعلاقة الإيجابية بين عجز الموازنة والنمو الإقتصادى فى النموذج الأول فإنه من الضرورى تصميم وتطبيق سياسات إقتصادية ومالية تؤدى إلى تعظيم الإيرادات وترشيد الإنفاق الحكومى . وحيث أن عدم التناسق والتناغم بين النفقات والإيرادات الحكومية يؤدى إلى خفض النمو الإقتصادى وزيادة عجز الموازنة الذى يعيق الأداء الإقتصادى . وحيث أن عجز الموازنة يتم تمويله من خلال بيع سندات وأذون خزانة حكومية ( أهم مصدر لتمويل عجز الموازنة فى دول MENA ) وذلك بالحصول على تسهيلات بنكية مما يؤدى إلى ظاهرة أثر المزاحمة التى تحد من قدرة القطاع الخاص فى الحصول على إئتمان مما يزيد من أسعار الفائدة ويخفض الإنتاج ويؤدى للركود ومن جهة أخرى فإن خفض الإنتاج يؤدى إلى إرتفاع الأسعار والتضخم وظهور الركود التضخمى وتفاقم عجز الموازنة والدين نتيجة إرتفاع اسعار الفائدة لذا يتوجب على الحكومات العمل جدياًعلى خفض عجز الموازنة للحد من مشكلة الركود التضخمى وذلك بتبني سياسات مالية ونقدية تخفض هذا العجز .

وفى دراستهم : أثر عجز الموازنة العامة على معدل الفائدة فى الأردن ( ١٩٩٦ – ٢٠٠٨ ) قام كلا من العُمَر والعلاوين والحصرى ، ٢٠١٣ بدراسة وقياس العلاقة بين معدل الفائدة وعجز الموازنة العامة فى الأردن خلال الفترة ( ١٩٩٦ : 2008). لقد إستخدمت الدراسة منهج التحليل القياسى لطريقة المربعات الصغرى لتقدير النماذج القياسية وذلك بعد إجراء الإختبارات اللازمة للتأكد من أنها المنهجية المناسبة. وقد توصلت الدراسة إلى أن لعجز الموازنة العامة أثراً إيجابياً على معدل الفائدة ولكن هذا الأثر لم يكن ذا دلالة إحصائية. وهذا يدعم فكرة أن عمليات الحكومة

من إنفاق واقتراض لا تمارس أثر المزاومة على القطاع الخاص. فدخل الحكومة كمنافس للقطاع الخاص على الموارد المالية المتاحة قد يرفع من مستوى الطلب الكلى على القروض ولكن لن يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة بشكل يؤدي إلى مزاومة وإزاحة القطاع الخاص من الإقتراض من البنوك التجارية، وهذا ينسجم مع ما توصل إليه (Evans، ١٩٨٥). كما أن دخول الحكومة كمنافس للقطاع الخاص على الموارد المالية لن يكون له أثر واضح ومعنوي على تخفيض مشتريات المستهلكين وخاصة من السلع المعمرة والسلع الأخرى التي تتطلب الإقتراض من البنوك. وعليه فإن عزوف القطاع الخاص عن الإقتراض من البنوك التجارية أو تأجيل الإنفاق على بعض المشاريع الإستثمارية قد يُعزى إلى ظروف أخرى غير مزاومة القطاع العام للقطاع الخاص مثل: طبيعة الظروف الإقتصادية وتشدد البنوك في الإقتراض وغيرها. كما أظهرت النتائج تأثير معدلات الفائدة على الودائع لأجل بمعدلات الفائدة طويلة الأجل الأجنبية بصورة إيجابية وبشكل معنوي، وهذا يشير إلى أن الأردن يعمل على الحفاظ على هامش بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي، حيث يُعتبر هذا الهامش ضرورة إستراتيجية خوفاً من أن يتدفق رأس المال المحلي إلى الخارج وذلك لحماية نظام سعر الصرف الذي يربط بين الدينار الأردني والدولار الأمريكي منذ عام ١٩٩٥.

#### أثر التغيرات في سعر الفائدة على عجز الموازنة في مصر

لا ريب أن المستويات المرتفعة في عجز الموازنة والدين العام تستدعي ضرورة وحتمية التنسيق بين السياسات المالية والنقدية المعنية بتحقيق الإستقرار في المؤشرات الإقتصادية لكي يسير الإقتصاد المصري بخطى ثابتة في طريق الإستقرار والنمو وتحقيق التنمية المستدامة. هناك صراع شبه مستمر بين صانعي السياسات الإقتصادية في معظم دول العالم ومن النادر وجود اقتصاد معافى من هذا الصراع. ففي سعي صانع السياسة المالية لتعزيز أدواته للسيطرة على عجز الموازنة العامة الذي أصبح ظاهرة في جميع الإقتصاديات سواء الناشئة والمتقدمة ، فإنه سيضع نفسه في صدام شديد مع صانع السياسة النقدية عندما يلجأ صانع السياسة النقدية لإستخدام إحدى أدواته النقدية كسعر الفائدة وسعر الصرف التي قد تفاقم من هذا العجز. فعلى سبيل المثال إن ظاهرة تزايد الأقساط والفوائد المستحقة على الدين العام التي إرتفعت خلال العقد الأخير، والتي بلاشك تشكل حصة وصلت إلى ٣٦,١ % من مصروفات الموازنة العامة للدولة وفقاً للتقرير التقرير النصف سنوي عن الأداء الإقتصادي والمالي خلال العام ٢٠١٨ / ٢٠١٩ الصادر من وزارة المالية والموجود على الموقع الرسمي للوزارة. كما تلتهم حصة متزايدة من الإيرادات العامة للدولة قدرت بنسبة ٥٣,٤ % من الإيرادات. فعندما تكافح وزارة المالية كصانع للسياسة المالية للحد ظاهرة نمو عجز الموازنة وتتخذ خطوات تنفيذية لضغط نفقات خدمة الدين

الحكومي، فإن قرارا غير متسق من البنك المركزي كصانع للسياسة النقدية برفع سعر الفائدة كفيل بجعل خطوات وزارة المالية هباء منثورا.

إن رفع سعر الفائدة سيدفع بأعباء الدين العام للزيادة، كنتيجة مباشرة لزيادة مدفوعات الفائدة على الأوراق المالية الحكومية المتداولة في سوق تتسم بالتفافس والتزاحم الشديد على السيولة المتاحة فيها. وعندما تحاول وزارة المالية التصدي لإجراءات البنك المركزي التي ستحول دون تحقيق أهدافها المالية، ستتحمل وحدها عبء الدفاع عن سياسات اقتصادية قد تكون مرفوضة في سياق داخلي أو لسياسات نقدية مطلوبة للتحكم بالتضخم من خلال رفع أسعار الفائدة ، أو تكون مرفوضة ضمن التزامات الدولة وفقا للبرامج التي تطالب بها المؤسسات الدولية للإصلاح الإقتصادي المالي والنقدي.

وكما تبين من المثال السابق من التأثير السلبي للسياسة النقدية الذي قد يعيق أو يوقع الضرر بأهداف السياسة المالية نتيجة سياسات غير مقصودة أو كنتيجة لعدم التنسيق بين واضعي وصانعي السياسات المالية والنقدية وأيضا يمكن للسياسة المالية أن تعيق السياسة النقدية عن أداء مهامها. فمثلا عندما يستهدف صانع السياسة النقدية تقليل حجم المعروض من النقود في الأسواق ويفاجئ بقيام وزارة المالية بالتوسع في إصدار أدون خزانة لتمويل عجز الموازنة العامة وحيث أن أدون الخزانة تعامل من حائزها معاملة النقود، وأن زيادة أرصدها يعادل تماما التوسع في طباعة النقود. ففي تلك يكون لجوء وزارة المالية لطرح هذه الأدون هو إجراء مزعج ومعيق للبنك المركزي ويعتبر مقيد لخطواته لمحاصرة غلاء الأسعار والتضخم . وبالتالي فكما تضررت السياسة المالية من السياسة النقدية برفع سعر الفائدة، فإن السياسة النقدية تتضرر من السياسة المالية بالتوسع في إصدار أدون الخزانة. إن فض الاشتباك القائم بين السياستين المالية والنقدية في الاقتصاد المصري، وتطوير إمكانات التنسيق والتكامل بين الجوانب المالية والجوانب النقدية ضروري كدليل لتقييم كفاءة السياسة الاقتصادية الكلية المطبقة حاليا. كما يجب ألا يتم حصر أو قصر هذا التنسيق فقط فيما تقتضيه برامج التكيف المالي المعممة من المؤسسات الدولية من تنسيق حول استهداف التضخم، أو السيطرة على عجز الموازنة العامة. إن التنسيق المرغوب لا بد أن يركز على مراعاة أكثر شمولية من التكيف المالي للإقتصاد أو الحصول على مؤشرات تركز على الأجل القصير دون تحقيق متطلبات التنمية في الأجل الطويل.

إن التنسيق لا بد أن ينطلق من مرجعية تنموية محددة، ويضم مدى واسع من الأهداف مع ترتيب منطقي للأولويات مع مراعاة للتوقيتات السليمة للتنسيق بين السياستين حتى تكون السياسات مؤثرة وفعالة.

إن المرجعية التنموية المنضبطة يقصد بها الأساس الذي تُبنى عليه عملية التنسيق بين السياسات المالية والنقدية. فمثلا لمكافحة التضخم، لا يصح التركيز على أن الغلاء يحدث بسبب الإفراط في الطلب الخاص، أو بسبب توسع الحكومة في الإنفاق على الدعم والضمان الاجتماعي للفقراء. لأن الفكر التنموي السليم يعزو وجود الغلاء وخصوصا في الحالة المصرية لقصور العرض بسبب ضعف قدرات الاستثمار والتشغيل والانتاج في الاقتصاد. وبنفس المنهجية التنموية، لا يمكن بذل جهود تنسيقية بين السياسات الاقتصادية في التجارة الخارجية بأن يتم قصرها على تشجيع التصدير حتى لو كانت تلك الصادرات مجرد صادرات مواد خام ودون إتباع سياسات تعظيم القيمة المضافة أو دون تقييد للاستيراد الترفي والكمالي التي يستنزف ميزان الحساب الجاري.

وأما عن مدى الأهداف التي يتوخاها التنسيق بين السياستين المالية والنقدية فإنه يتعين على هاتين السياستين أن تتناسق في إدارة سعر الصرف للجنيه، وأن تديره بالشكل الذي يزيد من القدرات التصديرية للاقتصاد، والذي يساعد استراتيجيات الإحلال محل الواردات، وبالشكل الذي يقلل من ضغوط إرتفاع الأسعار في الأسواق. كما يتوجب على عمليات التنسيق إستهداف زيادة المكون المحلى الصناعة الوطنية، ودعم خطط وبرامج الاستثمار والإحلال والتجديد في القطاع العام الصناعي، وأيضا دعم صغار المستثمرين في الأنشطة الاقتصادية عالية القيمة المضافة.

وأما عن الترتيب المنطقي للأولويات، والذي يغيابه لا يتم تحقيق التناسق بين السياستين، فبالرغم من أن السياسة المالية لها أولوية على السياسة النقدية في الفاعلية الإصلاحية في الاقتصاد المصري في الظروف الراهنة من إرتفاع لعجز الموازنة ومعدلات الدين التي تمثل عبء على موازنة الدولة إذ تلتهم فوائد وأقساط الديون نسبة كبيرة من إيرادات ومصروفات كما ذكر سابقا. فإن ذلك لا يمنع من وجود بعض الأولويات لأهداف السياسة النقدية (كهدف الدفاع عن قيمة الجنيه في سوق الصرف الأجنبي). وعموما، فنقصد بعملية ترتيب الأولويات تلك، أنه مع وتقليل حدوث تعارض بين أهداف السياسة المالية والسياسة النقدية.

إن قرار البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة بنسبة ١,٥ % أو ١٥٠ نقطة أساس في نهاية أغسطس ٢٠١٩ والخفض التالي في سبتمبر بنسبة ١% بنهاية سبتمبر ٢٠١٩ وما تبعه من إنخفاضات متتالية كما في جدول رقم ١ عن أسعار أذون الخزانة لإستحقاقات مختلفة سيكون له أثر إيجابي في خفض عجز الموازنة لإنخفاض أسعار الفائدة على أذون الخزانة والسندات الحكومية وخصوصا إذا تبع ذلك إتخاذ الإجراءات الكفيلة المتعلقة بخفض العجز التوام (عجز الميزان الجارى وعجز الموازنة) أو على الأقل العمل على خفض عجز الموازنة . وبالفعل تقوم الحكومة حاليا بإتخاذ العديد من الإجراءات بترشيد الإنفاق الحكومى متزامنا مع إنتهاج سياسات التحول الرقمى والشمول المالى.

جدول (١) اعلان نتائج يوم الأحد ٢١ نوفمبر ٢٠٢١

متوسط العائد (%)	الآجال
١٢,٤٦١	أذون ٩١ يوم
١٢,٦٦٥	أذون ١٨٢ يوم
١٣,٠٠٢	أذون ٢٧٣ يوم
١٣,٣١٨	أذون ٣٦٤ يوم

جدول (٢) اعلان نتائج يوم الخميس ٢٦ سبتمبر ٢٠١٩

متوسط العائد (%)	أقل عائد (%)	أعلى عائد (%)	الآجال
١٥,٧٥٨	١٤,٥٠١	١٥,٩٤٩	أذون ١٨٢ يوم
١٥,٣٦٩	١٤,٠٠٠	١٥,٤٤٠	أذون ٣٦٤ يوم

\*المصدر: موقع وزارة المالية المصرية.

<http://www.mof.gov.eg/Arabic/Pages/Home.aspx//>

جدول (٣) متوسط أسعار الفائدة والعائد على أذون الخزانة ليومى الخميس ٥ يوليو ٢٠١٨ والأحد ٨ يوليو ٢٠١٨

متوسط العائد (%)	الآجال	تاريخ العطاء
١٩,٦٩٠	أذون ٩١ يوم	٨ يوليو ٢٠١٨
١٩,٧٨٥	أذون ١٨٢ يوم	٥ يوليو ٢٠١٨
١٩,٦٧٦	أذون ٢٧٣ يوم	٨ يوليو ٢٠١٨
١٩,٤٤٤	أذون ٣٦٤ يوم	٥ يوليو ٢٠١٨

\*المصدر: موقع وزارة المالية المصرية.

[http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/debt/Treasury\\_Bills.pdf](http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/debt/Treasury_Bills.pdf)

يتضح من الجدول السابقة وبما لا يدع مجالاً للشك ووفقاً للبيانات الموثقة أن القرار الصائب الذى تم إتخاذه بخفض سعر الفائدة بنسبة ١,٥% قد أدى إلى خفض سعر الفائدة من ١٩,٧٨٥% إلى ١٥,٧٥٨% للأذون أجل ١٨٢ يوم ومن ١٩,٤٤٤% إلى ١٥,٣٦٩% ثم إلى ١٢,٦٦٥ أى تقريباً بنسبة ٦,٨% أو ٦٨٠ نقطة أساس. أى أن السياسة النقدية الحصيفة قد أدت إلى خفض سعر الفائدة على أذون الخزانة والسندات الحكومية مما سيكون له بالغ الأثر على خفض عجز الموازنة العامة وخفض معدلات الدين المحلى.

## قيود البحث

تعذر العثور على بيانات حديثة تغطي الدين العام وعجز الموازنة سواء من خلال مواقع البنك المركزي المصري، وزارة المالية، الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء وموقع البنك الدولي عن مصر خلال فترة الخفض لأعوام ٢٠١٩ و ٢٠٢٠ و ٢٠٢١ حيث شهدت تلك الفترة إنخفاض ملحوظ في أسعار الفائدة وكانت البيانات المتاحة فقط عن معدلات التضخم وأسعار الفائدة والنتائج المحلى الإجمالى سواء في صورة بيانات ربع سنوية أو سنوية حتى تاريخه. إلا أن بيانات عجز الموازنة وبيانات الدين العام المتاحة كانت بيانات سنوية حتى يونيو ٢٠١٦ وحتى توتى الدراسة القياسية ثمارها كان يتوجب الحصول على بيانات حديثة عن الدين العام حتى يونيو ٢٠٢١ وهي فترة الإنخفاضات الملموسة في أسعار الفائدة ليتسنى دراسة أثر التغيرات في سعر الفائدة على عجز الموازنة في مصر كما تم لدول العالم المختلفة . لذا قامت الدراسة بعمل مدخل مقارنة بين أثر المكافئة لريكاردو والسياسة الكينزية للعديد من الدراسات شملت الإقتصاديات المتقدمة والناشئة والنامية خلال فترات زمنية مختلفة.

**وفيما يلي عرض موجز لأراء بعض رؤساء البنوك والعاملين بالقطاع المصرفي عن الأثر المتوقع لخفض سعر الفائدة على خفض عجز الموازنة العامة في مصر**

اشاد محمد بدير العضو المنتدب ببنك عودة بقرار البنك المركزي بخفض اسعار الفائدة وقال ان القرار سينعكس ايجابيا علي التوسع في الانشطة الاستثمارية بالقطاع الخاص مما سينعكس علي النشاط الاقتصادي بصفة عامة كما سينعكس ايجابيا علي عجز الموازنة لانخفاض تكلفة الاستدانة عبر ادوات الدين المحلي كما ان انخفاض تكلفة التمويل او الاقراض تظل احد اهم عوامل تشجيع وجذب الاستثمار مما يؤدي الي خلق فرص عمل جديدة/ نمو الناتج المحلي وتدفق العملات الاجنبية علي السوق المصري كما ان خفض مستويات العائد علي الايداع والاقراض الي جانب تحفيز الاستثمار يؤدي الي خفض بقاتورة خدمة الدين العام مما يؤدي الي تخفيف عبء الدين.

وقال عمرو البهي الرئيس التنفيذي لبنك المشرق ان قرار لجنة السياسات النقدية بالبنك المركزي ان منح الائتمان المصرفي متوقع ان يشهد نشاطا خلال الفترة المقبلة كما ان قرار خفض الفائدة يعطي مردودا ايجابيات كبيرا علي عجز الموازنة العامة نظرا لانخفاض تكلفة الدين الحكومي مما يقلل من اعباء خدمة الدين

كما قال هشام عكاشة رئيس البنك الاهلي المصري ان الاثار الايجابية علي قرار خفض سعر الفائدة ستظهر خلال الفترة القادمة من خلال زيادة تمويلات المشروعات والتوسع في الاستثمار ومن ثم زيادة الانتاج وزيادة النمو الاقتصادي المتوقع وفرص عمل وزيادة الصادرات كما ان

خفض اسعار الفائدة يؤدي الي التخفيف من فاتورة خدمة الدين المحلي وخفض عبء الدين وخفض عجز الموازنة.

وقال ماجد فهمي رئيس بنك التنمية الصناعية ان قرار البنك المركزي بخفض اسعار الفائدة ايجابي ويهدف الي تحفيز الاستثمارات وزيادة قدرة الشركات خاصة القطاع الصناعي علي الاقتراض باسعار فائدة مناسبة.

وأكد محمد الاتربي رئيس بنك مصر ان قرار خفض سعر الفائدة سيكون له اثر ايجابي علي المستثمر وخفض تكلفة الاقتراض كما سيساهم في خفض خدمة الدين المحلي في اطار سياسة التخفيف من عجز الموازنة العامة للدولة

وقال اشرف القاضي رئيس المصرف المتحد ان البنوك تستفيد من قرار خفض سعر الفائدة لانها سيدفعها الي بذل المزيد من الجهود وطرح اوعية جديدة وتحفيز المستثمرين علي الاقتراض لتمويل مشروعاتهم وان خفض الفائدة سيعود بالنفع علي المصنعين والمنتجات المحلية لانه سيقبل تكاليف التمويل وزيادة معدل دوران الاقتصاد وخفض عجز الموازنة نظرا لان السوق المصري وادوات الدين الحكومة جاذبة للاستثمار الاجنبي بما يضمن تدفع العملات الاجنبية بعيدا عما تشهده دول مثل تركيا والارجنتين.

كما أكد كلا من طارق فايد رئيس بنك القاهرة وطارق الخولي رئيس بنك SAIB وحسن غانم نائب رئيس بنك التعمير والأسكان ومرفت سلطان رئيس البنك المصري لتنمية الصادرات وعبد الحميد أبو موسي محافظ بنك فيصل وأشرف الغمراوي الرئيس التنفيذي والعضو المنتدب ببنك البركة وعمر كمال رئيس البنك العقاري المصري واميمة فرحات رئيس مجلس ادارة بنك الاستثمار العربي ان خفض اسعار الفائدة ستؤدي بلا شك الي جذب المزيد من الاستثمار وخفض عجز الموازنة من خلال التأثير المباشر علي اسعار العائد علي ادوات الدين الحكومي وزيادة القدرة التنافسية وزيادة الصادرات وزيادة معدلات النمو.

#### الخلاصة :

من الدراسات التطبيقية التي تم سردها والتي شملت دراسات تخص الإقتصاديات المتقدمة كالولايات المتحدة وكندا والإتحاد الأوروبي واليابان وأيضاً الدول الناشئة سواء الدراسات التي شملت بعض الدول الآسيوية ودراسة بعض دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا MENA والدراسة التي شملت الأردن والدراسة عن مصر وأيضاً الدراسة الشاملة التي شملت الإقتصاديات المتقدمة والناشئة . وإستخدمت تلك الدراسات المتنوعة مختلف الأساليب القياسية الحديثة علي نوعيات مختلفة من البيانات وفقاً لكل دراسة سواء كانت بيانات سلسلة زمنية Time Series لدول معينة خلال فترة زمنية . أو بيانات مجمعة Panel Data لعدد من الدول

كدراسة الإقتصادات المتقدمة ودراسة دول جنوب آسيا وجنوب شرق آسيا أو دراسة دول أوروبا ٣١ دولة وإستخدمت تلك الدراسات أساليب قياسية مختلفة سواء تقنية نماذج الإنحدار الذاتي VAR أو التكامل المشترك Cointegration Test أو نماذج تصحيح الخطأ ECM أو اختبارات السببية Causality Tests أو طريقة المربعات الصغرى OLS أو طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS أو على ثلاث مراحل 3SLS أو طريقة Generalized Method of Moments (GMM) أو أسلوب Instrumental variables أو نماذج Fixed Effects, Random Effects ونماذج Panel Cointegration Tests والاثار المشتركة المرتبطة المجموعة Common Corelated Effects Pooled (CCEP) والاثار المشتركة المرتبطة لمتوسط المجموعة Common Corelated Mean Group (CCMG) وبالرغم من إختلاف الأساليب القياسية المستخدمة فى كل دراسة إلا أنه كان هناك شبه إجماع فى وجود سببية بين عجز الموازنة وأسعار الفائدة سواء كانت فى الإتجاهين أى أن زيادة عجز الموازنة يؤثر فى إرتفاع أسعار الفائدة أو أن التغيرات فى أسعار الفائدة تؤثر على عجز الموازنة وكانت الدراسات تدرس أثر الرفع. وحيث أن رفع الفائدة أو العائد على أذون الخزنة رفع بلا شك عجز الموازنة والدين العام .

إن خفض سعر الفائدة له فوائد كثيرة منها إعادة الأمل للشركات فى الاقتراض بتكلفة أقل من المستوى الحالى، وتمويل الخطط التوسعية للمشروعات . بالنسبة للحكومة فإن الفوائد ستكون أكبر نظرا لكون الحكومة أكبر مقترض من البنوك ، حيث تلجأ وزارة المالية إلى طرح أذون خزنة بشكل دورى، للاقتراض من البنوك المحلية وذلك من أجل تغطية العجز القائم فى الموازنة العامة للدولة، وبالتالي فإن مستوى سعر الفائدة الذى يحدده البنك المركزى يؤثر على تكلفة الاقتراض الذى تقوم به الحكومة، وكلما تراجع سعر الفائدة بالبنك المركزى كلما تراجعت تكلفة الفائدة التى تتحملها الحكومة مقابل طرح أذون الخزنة لتمويل العجز .

والمثال الواضح على أثر خفض سعر الفائدة أدى إلى خفض العائد على أذون الخزنة حوالى ٦٨٠ نقطة مئوية كما تبين من الجداول السابقة مما سيؤدى إلى نتائج إيجابية على خفض عجز الموازنة ستظهر آثاره قريبا وهو مما لا شك فيه سيساهم فى خفض عجز الموازنة وتشجيع الإستثمارات وخفض أثر المزاحمة وتنشيط سائر القطاعات الإقتصادية وذلك وفقا للنظرية الإقتصادية والمنهج التقليدى إذا ما إقترن ذلك بتفعيل إجراءات ترشيد الإنفاق وتقليل العجز فى الميزان الجارى.

## References

- Abrams, B. and Schmitz, M. (1978) The “crowding-out’ effect of governmental transfers on private charitable contributions, “*Public Choice journal*, Vol. 33, (1), pp 29–39.
- Ahmed, H. (2017) *Essays on fiscal deficit, debt and monetary policy: a nonlinear approach*, Department of Economics College of Arts and Sciences, Kansas State University Manhattan, Kansas. U.S.A.
- Aisen, A. and Hauner, D. (2013) “Budget deficits and interest rates: a fresh perspective” *Applied Economics*, Vol. 45, pp 2501–2510.
- Arjomand, M, Emami, K. and Salimic, F. (2016) “Growth and Productivity; the role of budget deficit in the MENA selected countries” *Procedia Economics and Finance*, Vol. 36, pp 345-352.
- Aslam, M. and Lebbe, A. (2016) Impact of Fiscal Imbalance on Interest Rate in Sri Lanka, *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, Vol. 73, pp 24-28.
- Ball, L. and Mankiw, N. (1995) What do budget deficits do? Budget deficits and debt: Issues and options Proceedings, *Economic Policy Symposium* - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp 95-119.
- Barnes, J. (2011) “A Cointegrating approach to budget deficits and long-term interest rates”, *Applied Economics*, Vol. 40, pp 127-133.
- Barro, R. (1987) “Government Spending, Interest Rates, Prices, And Budget Deficits in The United Kingdom, 1701-1918”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 20, pp: 221-247.
- Caballero, R. and Krishnamurthy, A. (2004) Fiscal Policy and Financial Depth, *SSRN Electronic Journal*. 10.2139/ssrn.548384.
- Carlson, K. and Spencer, R. (1975) “Crowding out and its critics. Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, Federal Reserve Bank of St. Louis, pp 2-17.

- Cebula, R. (1985) “The crowding out effect of fiscal policy” *international review of social sciences*, Vol. 38, (3), pp 435-437.
- Cebula, R. (2003) “Budget Deficits and Real Interest Rates: Updated Empirical Evidence on Causality”, *Atlantic Economic Journal*, Vol. 31, (3), pp 255–265.
- Cebula, R. (2014) “An Empirical Investigation into the Impact of US Federal Government Budget Deficits on the Real Interest Rate Yield on Intermediate-Term Treasury Issues, 1972-2012”, *Journal of Applied Economics*. Vol. 46, (28), pp 3483 – 3493.
- Cebula, R. (2015) “On the Nominal Interest Rate Yield Response to Net Government Borrowing in the U.S.: GLM Estimates, 1972-2012”, *International Journal of Applied Economics*, Vol. 12, (1), pp 1–14.
- Darrat, A. (1988) “Have Large Budget Deficits Caused Rising Trade Deficit?”, *Southern Economic Journal*, Vol. 54, pp 879-87.
- Douglas, B. (1989) “A Neoclassical Perspective on Budget Deficits” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, (2), pp. 55-72.
- Dua, P. and Pandit, L. (2002) “Interest determination in India: domestic and external factors”, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 24, (9), pp 853-875.
- Dumitrescu, E. And Hurlin, C. (2012) “Testing for Granger non-causality in heterogeneous panels”, *Journal of Economic Modelling*, Vol. 29, (4), pp 1450-1460.
- Engen, E. and Hubbard, R. (2004) “Federal Government Debt and Interest Rates” *National Bureau of Economic Research*, Vol. 19, pp. 83-138
- Faini, R. (2006) “Fiscal Policy and Interest Rates in Europe” *Economic Policy*, Vol. 21, Issue 47, pages 444–489.
- Fatih, A. (2013) *Determinants Of Real Long-Term Interest Rates In Europe: Is It A Fiscal Phenomena?* A thesis submitted to the Faculty of the Graduate School of Arts and Sciences of Georgetown

University in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters in Public Policy.

Feldstein, M. (1986) “Budget deficits, tax rules, and real interest rates”, *National Bureau of Economic Research working paper series*; no. 1970

Frankel, J. and Schmukler, S. and Servénc, L. (2004) “Global transmission of interest rates: monetary independence and currency regime”, *Journal of International Money and Finance*, vol 23, pp 701–33.

Gale, W. and Orszag, P. (2003) “Economic Effects of Sustained Budget Deficits”, *National Tax Journal*, Vol. 56, (3). pp 463-485.

Gochoco, M. (1991) “Financial liberalization and interest rate determination: The case of the Philippines”, 1981–1985, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 13, pp 335-350.

Hashem, H. (2017) “Inflation in Egypt: A fiscal or monetary phenomenon?” *Business and Economic Horizons*, Vol. 13, (4), pp 522-535.

Hauer, D. and Kumar, M. (2011) ” Interest rates and budget deficits revisited-evidence from the G7 countries,” *Applied Economics*, Vol. 43, (12), pp 1463-1475.

Holloway, T. (1988) “The Relationship of Federal Budget Deficits/Debt and Interest Rates”, *Journal of The American Economist*, Vol. 32, (1), pp. 29-38.

Islam, Z. and Ali, A. and Baig, I. and Baig, S. and Hashim, M. and Zia-Ur-Rehman, M. (2015) “Fiscal Imbalances and Interest Rate Change in Pakistan: A Co-Integration Analysis”, *Theoretical Economics Letters*, Vol. 5, pages 616-623

Kameda, K. (2008) “Budget Deficits, Government Debt, and Interest Rates in Japan: An Analysis based on Published Budgetary Forecasts”, *Working papers series. Working paper*, pp 1: 24

- Kameda, K. (2014). "Budget deficits, government debt, and long-term interest rates in Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, Elsevier, Vol. 32, pp 105-124.
- Krueger, A. (2003) 'Economic Considerations and Class Size', *Economic Journal*, Vol. 113, (485), pp 34-63.
- Krueger, A. (2003) "Big federal deficits, Bigger risks", *The New York Times*.
- La, A. and Tang, S. (2009) "A survey on the advancement of QA (quality assurance) to TQM (total quality management) for construction contractors in Hong Kong", *International Journal of Quality & Reliability Management*, Vol. 26, (6), pp 410 – 425.
- Maitra, B. (2017) "Monetary and fiscal factors in nominal interest rate variations in Sri Lanka under a deregulated regime", *Journal of Financial Innovation*, Vol3, (23), pp 1-17.
- Mukhtar, T. and Zakaria, M. and Ahmed, M. (2007) "An Empirical Investigation for the Twin Deficit Hypothesis in Pakistan", *Journal of Economic Cooperation*, Vol. 28, pp 63-80.
- Neumeyer, P. and Perri, F. (2005) "Business cycles in emerging economies: The role of interest rates", *Federal Reserve Bank of Minneapolis*, Research Department Staff Report 335
- Rus, A., Hidhiir, M., Bhuiyan, A. and Aminudin, N. (2016) "Budget Deficit and Interest Rate: Evidence from Malaysia 1965-2005", *International Journal of Business and Technopreneurship*, Vol. 6, (2), pp 351-362.
- Saysombath, P. and Kyophilavong, P. (2013) "Budget Deficit and Real Exchange Rate: Further Evidence from Cointegration and Causality Test for in the Lao PDR", *World Applied Sciences Journal*, Vol. 28, (13), pp 43-51.
- Schmidt-Hebbel, K. and Easterly, W. (1993), "Fiscal Deficits and Macroeconomic Performance in Developing Countries", *World Bank Research Observer*, Vol. 8, pages 211–37.

Shastri, S., Vidyapith, B., Giri, A. and Mohapatra, G. (2017) “An empirical investigation of the twin deficit hypothesis: Panel evidence from selected Asian economies”, *Journal of Economic Research*. Vol. 22, pp 1 – 22.

Sivarajasingam, S. and Balamurali, N. (2011) “Dynamic relationship between stock prices & exchange rates: Evidence from Sri Lanka”, proceedings of the Annual Research Symposium, Faculty of Graduate Studies, University of Kelaniya, pp 1 – 16.

Thomas, L (2009) “New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt”, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 7, (4), pp. 858-885.

Vamvoukas, G. (2000) Short–And Long-Run Effects of Budget Deficits on Interest Rates, Athens *University of Economics and Business*, Athens, Greece, Vol. 50, (1), pp 1 – 16.

Weller, C., Estep, S. and Hendricks, G. (2019) “Budgeting the Future” *Center for American progress*, Washington, DC, Working Paper Series, pp 1 – 32.

Xing, K. (2016) *Estimating the Causal Relationship among the Short-Term Interest Rate, the Inflation Rate, and the Budget Deficit based on Three-Variable VAR Models with MWALD Test for Causality in the Case of Canada*, Major Paper Presented to the Department of Economics of the University of Ottawa in partial fulfilment of the requirements of the M.A. degree. pp 1 – 55.