

فعالية السياسات النقدية والمالية في أداء الأسواق المالية.

أ. د. مرغاد لخضر¹أ/ حوحو فطوم²

ملخص.

تعتبر كلا من السياسة النقدية و المالية أحد أهم أدوات السياسة الاقتصادية لمالها من أهمية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي من خلال أدواتها، حيث تعتبر الأولى ذات فاعلية وتأثيرا على المتغيرات الاقتصادية، فهي ليست مجرد ضمان لتحقيق مزايا التشريعات النقدية، على العكس أصبحت مسئولة مسؤولية مباشرة عن تحقيق التوازن والاستقرار النقدي، مما جعلها تمارس كل الإجراءات التي تمكنها من تحقيق أهدافها، بحيث أصبحت تمثل إحدى مظاهر السلطة الاقتصادية العامة، أما السياسة المالية فهي تعمل على تخفيف التفاوت في توزيع الدخل بين شرائح المجتمع، والتخصيص الأمثل للموارد، وتمثل سياسة العجز الحكومي أهم قناة تؤثر على السوق المالية، عن طريق الاستخدام الملائم للأدوات المالية التي توفرها السوق المالية وتعتبر أفضل قناة لتطبيق السياسة المالية الكلية، إذ تستطيع الحكومة أن تحقق أثارا مرغوبة أو مطلوبة في حجم النشاط الاقتصادي عن طريق التغيير في السياسة الانفاقية أو في الضريبية أو في كليهما، فمدلولات السياسة المالية تظهر واضحة من خلال ممارسة الحكومة دورها في التأثير عن طريق الاقتراض الحكومي من جهة واستعمال الحكومة للنقود الحاصلة من فائض الضرائب من جهة أخرى.

Résumé .

Considère la politique monétaire et budgétaire l'un des principaux outils de la politique économique à la hauteur de l'importance dans la réalisation de la stabilité économique et politique et sociale à travers ses outils , les premières et la plus efficaces et les plus influents , ils ne sont pas seulement une garantie pour obtenir les avantages de la législation en espèces , au contraire , devenir directement responsable pour l'équilibre et la stabilité monétaire , ce qui a exercé toutes les procédures qui leur permettent d' atteindre leurs objectifs , de sorte qu'il est devenu une des manifestations de la puissance de la politique économique et fiscale générale travaillent à atténuer la disparité dans la répartition des revenus

¹ أ. د. مرغاد لخضر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، Dr_lakhdar2008@yahoo.com

² أ. حوحو فطوم ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، tomahf12@hotmail.fr

entre les segments de la société , et l' allocation des ressources , et représenter la politique du déficit public le plus important canal affectent le marché financier , par l'utilisation appropriée des instruments financiers offerts par le marché financier et est considéré comme le meilleur canal pour l'application de la politique budgétaire globale , puisque le gouvernement peut vérifier soulevé souhaitable ou nécessaire dans le volume de l'activité économique par le changement de politique, la Convention ou de la taxe ou les deux , Les implications de la politique budgétaire apparaît clairement à travers l'exercice de son rôle en influençant le gouvernement par des emprunts publics d'une part et l'utilisation de l'argent du gouvernement pour gagner un surplus de taxes sur l'autre.

مقدمة.

يعد تأثير السياسات النقدية والمالية في النشاط الاقتصادي من المواضيع المهمة في التحليل الاقتصادي الكلي، فلكل سياسة قناة خاصة وأدوات تعمل من خلالها على تطوير النشاط الاقتصادي والسعي لتحقيق الاستقرار والنمو، إلا أنه لا يزال هناك جدلا حول مدى فعالية كل سياسة، وأيهما تؤثر ولها فعالية أكبر على النشاط الاقتصادي، غير أنه بين مؤيد ومعارض يبقى هناك تأكيد على الدور الهام الذي تقوم به السياسات النقدية والمالية كلا حسب إجراءاتها، وأدواتها في التأثير على الاقتصاد بكل قطاعاته، وتعتبر الأسواق المالية من بين أهم الركائز المالية لأي دولة في العالم مهما كان مدى تقدمها.

إن الأسواق المالية المرآة العاكسة للوضع الاقتصادية لأي دولة، فهي تلعب دورا مهما في زيادة معدلات النمو الاقتصادي بسبب ما توفره من رؤوس أموال لقطاعات واسعة من الأعمال من جهة، وما تضيفه من أرباح وفوائد لمقدمي تلك الأموال من جهة أخرى. فقد أصبحت أسواق المال من المواضيع المهمة التي تبحث في علم الاقتصاد بسبب دورها الفاعل في الاقتصاديات الحديثة، وما تلعبه من تأثير على مستوى الاقتصاد العالمي، بحيث أصبحت هذه الأسواق مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة أو تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي لكثير من البلدان، وهذا من خلال السياسات والإجراءات التي تضعها الدولة، وتؤثر وتتأثر ببعضها البعض، ما يدل على العلاقة التي تربط السياسات الاقتصادية والأسواق المالية.

من هنا برزت إشكالية بحثنا المتمثلة في: ما هو الدور الذي تلعبه السياسات النقدية والمالية في تطوير

أسواق المال؟

وللإجابة على هذه الإشكالية قسمت الدراسة إلى النقاط التالية:

أولاً: ماهية السياسة المالية.

ثانياً: ماهية السياسة النقدية.

ثالثاً: فعالية السياسة النقدية والمالية على أداء السوق المالي.

أولاً: ماهية السياسة المالية.

I. مفهوم السياسة المالية.

تحتل السياسة المالية مكانة هامة بين السياسات الأخرى والمتتبع لتطور السياسة المالية عبر مختلف المدارس الاقتصادية يلاحظ ذلك الاختلاف الشاسع الذي عرفته هذه السياسة بين المدارس، كما أنه يلاحظ الاختلاف في أهداف السياسة المالية بين كل من الدول النامية والدول المتقدمة.

لقد اشتق مصطلح السياسة المالية أساساً من الكلمة الفرنسية "FISC" والتي تعني حافظة النقود أو الخزانة، كما تعتبر جزءاً من السياسات الاقتصادية التي تمثل تلك القرارات المتخذة من طرف الحكومة والخاصة بالإنفاق والضرائب، والتي يكون الهدف منها مراقبة مستوى الإنتاج المحلي الإجمالي لكي يكون قريباً من مستوى الإنتاج الممكن أي مستوى التشغيل الكامل. ونظراً لأن حصة الإنفاق الحكومي من الطلب الكلي حصة معتبرة بالإضافة إلى تأثير الضرائب على مستوى الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري فإن القرارات المتعلقة بهما لها الأثر البالغ على الطلب الكلي ومن ثم الإنتاج الكلي. (1)

كما تتمثل في " دور الحكومة في فرض الضرائب المباشرة وغير المباشرة وتحصيلها لإيرادات يتم إنفاقها في مجال الخدمات العامة للأفراد وخاصة الإنفاق الحكومي على مجالات رأس المال الاجتماعي. (2)

وتعرف على أنها "مجموعة الإجراءات المتخذة من قبل السلطات الحكومية لتعديل حجم النفقات العامة أو الحصيلة الضريبية من أجل خدمة الأهداف الاقتصادية، وخاصة معالجة البطالة أو التضخم، حيث يكون لزيادة النفقات العامة نفس أثر تخفيض الضرائب، كما يكون لتخفيض النفقات العامة نفس أثر زيادة الضرائب. (3) لكن هذا التعادل بين أثر الإنفاق العام وأثر الضرائب يتوقف على نجاح السياسة الضريبية في التأثير الإيجابي على توزيع الدخل (عدالة السياسة الضريبية)، لذلك فإن سياسة الرفع من الإنفاق العام تبقى أكثر فعالية من تخفيض الضرائب، لأن مضاعف الاستثمار في حالة زيادة الإنفاق العام يزيد عن حجم المضاعف في حالة تخفيض الضرائب. (4)

من الوسائل الهامة للدولة في التدخل في النشاط الاقتصادي، لذا فإن الدولة تستطيع من خلالها تكييف مستويات الإنفاق العام والإجراءات العامة والتأثير في التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية الاقتصادية والعدالة الاجتماعية. (5)

II. أهداف السياسة المالية:

وهي الأهداف العامة المعروفة والمتتمثلة فيما يلي:

- ✓ التأثير على العمالة بتجاه الاستخدام الكامل للموارد.
- ✓ التأثير على التنمية، باتجاه زيادة كفاءة الموارد المتاحة، وزيادة حجم الموارد الممكن استخدامها.
- ✓ التأثير على حجم الدخل والثروة، والضمان الاجتماعي.
- ✓ الاستقرار الاقتصادي وتجنب الهبوط في النشاط الاقتصادي وتقليل شدته، والتخفيف في حدة الرواج.

✓ توفير الموارد المالية للأهداف الاقتصادية وغير الاقتصادية للدولة. (6)

✓ المحافظة على قيمة النقود من خلال إجراءات مالية كالاعتماد على الموارد المحلية مما يؤدي إلى استقرار المستوى العام للأسعار

✓ تساهم السياسة المالية بتأثيرها في الدورة الاقتصادية عن طريق تكييف نفقاتها وفق الوضع الاقتصادي القائم أن تشابه الخطوط العريضة لأهداف المجتمعات النامية والمتقدمة قد لا يعني إمكانية استخدام نفس السياسة المالية لتحقيق الأهداف المرجوة في كلا النوعين من المجتمعات فهناك اختلاف في الأيديولوجيات ونظم الحكم والنظم الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والعادات والحضارة وهناك الاختلافات في مستويات التقدم الاقتصادي بكافة أبعاده. (7)

III. علاقة السياسة المالية بالسياسة الاقتصادية.

كان سائدا عند الكلاسيك أن السياسة المالية تستعمل بهدف الوصول إلى التوظيف الكامل، كما تستعمل السياسة النقدية من خلال تخفيض أسعار الفائدة لتحقيق النمو الاقتصادي، في حين تستعمل السياسة التجارية لتحقيق الاستقرار في ميزان المدفوعات. حتى جاء الفكر الكنزري الذي أظهر أهمية وفعالية السياسة المالية كسياسة تثبيت استجابة لصدّات الطلب الكلي كما أنّ الاستخدام المتزامن للأدوات من أجل إنجاز أهداف متعددة في وقت واحد هي طريقة أكثر فعالية وأضمن نجاحا، بدلا من استخدام أدوات محددة لأغراض وأهداف محددة الأمر الذي أدى إلى تنامي الاعتقاد بتشابه وتعدد الحياة الاقتصادية مما أدى في النهاية إلى اللجوء للحلول الشمولية، وهو ما يفسح المجال أمام استخدام النماذج الاقتصادية.

يتحقق التوازن الاقتصادي للسياسة المالية عندما تكون المنفعة التي يتم تقديمها إلى الاقتصاد الوطني مساوية على الأقل مع التي حُجبت عن الدخل الوطني نتيجة اقتطاع الأموال، فإذا انخفض الدخل الوطني نتيجة زيادة الاقتطاعات العامة فهذا يعني أن النفقات العامة قد تجاوزت حدّها الأعلى، أما إذا ازداد الدخل الوطني فهذا يعني أننا نميل إلى الحد الأدنى لحجم الإنفاق العام والاقتطاعات العامة، الأمر الذي يدخل على أن التوازن الاقتصادي الذي تحقّقه السياسة المالية العامة يعظم مردود النظام الاقتصادي ويساهم في تحقيق التوازنات الاقتصادية. (8)

وتزايد حجم الإنفاق العام يمكن أن يكون دافعا لتحريك الأنشطة الاقتصادية، كما أن زيادة الإعفاءات الضريبية للمشروعات الإنتاجية في أولى مراحل إنتاجها يمكن أن يكون حافزا لتحريك الاستثمارات في هذا المجال. إلا أن فعالية هذه الأدوات تتوقف على درجة النمو والظروف الاقتصادية. فنجد مثلا الحصيلة الإيرادية عندما تكون محكومة بالهيكل الاقتصادية لمختلف الدول المتقدمة، وذلك ينعكس في صوره زيادة الاقتطاعات المباشرة وأيضا الحصيلة الضريبية، بعكس الحال في الاقتصاديات النامية، حيث ينخفض متوسط الدخل الفردية ويزداد الميل الحدي للاستهلاك والاستيراد وتراخي الزيادة في حجم الصادرات نظرا لضعف وعدم مرونة الجهاز الإنتاجي. كل هذا يؤدي إلى انخفاض حصيلة الضرائب المباشرة وزيادة أهمية الضرائب الغير مباشرة (الضرائب على الاستهلاك والإنفاق).

فضلا عن حساسية العمليات بالإيرادات العامة وتأثيرها بأي تغير في الظروف الاقتصادية، بمعنى زيادة الحصيلة الضريبية في أوقات الرواج وانخفاضها في فترات الركود.

ومن ناحية أخرى نجد أن الإنفاق العام يمكن أن يتأثر أيضا بطبيعة الهيكل الاقتصادي، ففي الدول النامية تضطر الحكومة إلى بذل مزيد من التضحيات من أجل سد الثغرة بين الاستثمار الخاص والحجم المرجو من الاستثمارات الكلية، وذلك عن طريق زيادة إنتاجها العام الاستثماري. وقد يؤدي هذا الاتجاه إلى زيادة أعباء الإنفاق العام، وذلك في حالة تزايد النفقات التحويلية العامة مثل الإعانات الاجتماعية ومنح معاشات للمعمرين... وذلك في خلال فترات التضخم الجامح أو الانكماش الاقتصادي أو سوء الأحوال الاقتصادية. كذلك تتزايد النفقات الوظيفية للدولة في الفترات التي يسودها التضخم الجامح مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الخدمات والإنشاءات العامة إلا أننا لا يجب أن نتجاهل أن درجة حساسية تكلفة الإنفاق العام بالنسبة للظروف الاقتصادية عادة ما تكون أقل من درجة حساسية الإيرادات العامة بالنسبة لها. (9)

ثانيا: ماهية السياسة النقدية.

I. تعريف السياسة النقدية.

إن مصطلح السياسة النقدية هو مصطلح حديث نسبيا، ظهر في أدبيات الاقتصاد خلال القرن التاسع عشر فقط، غير أن الذين كتبوا في السياسة النقدية كانوا كثيرين، وكانت كتاباتهم تبرز من الحين والآخر إبان الأزمات وفترات عدم الاستقرار الاقتصادي. كما شهد هذا القرن بدء الدراسة المنتظمة لمسائل السياسة النقدية على اختلافها من قبل المنظرين الاقتصاديين، وكذلك من قبل المهتمين بالاقتصاد التطبيقي أو العملي. وقد نشأ ذلك عن المشاكل التي نجمت عن الدورات الاقتصادية المتكررة، وفي القرن العشرين أصبحت السياسة النقدية ودراساتها من نواحيها المختلفة جزءا لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية العامة للدولة.

فيرى كينت (kent) بأن السياسة النقدية هي مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد قصد بلوغ هدف اقتصادي معين كهدف الاستخدام الكامل. وبنفس الاتجاه يرى براتر (Prather) بأن السياسة النقدية تشمل تنظيم عرض النقد (العملة والائتمان المصرفي) عن طريق تدابير ملائمة تتخذها السلطات النقدية ممثلة بالبنك المركزي أو الخزينة. (10)

اختلف مفهوم السياسة النقدية بين المدارس الاقتصادية الكلاسيكية والكينزية فمنهم من يعطي للنقد الدور الهام في عملية الاستقرار والوصول إلى التوازن الاقتصادي العام، ومنهم من يعطي الأولوية للمتغيرات الاقتصادية الرئيسية والإنفاق الحكومي العام مع تأثير بسيط للسياسة النقدية إلا أن هذه الاختلافات في تفسير السياسة النقدية لا يعني عدم وجود بعض القواسم المشتركة بين المدارس الاقتصادية فجميع المدارس الاقتصادية تتفق فيما بينها على أن السياسة النقدية هي الإجراءات ذات العلاقة الوطيدة بالنقد والجهاز المصرفي وخاصة منه ما يتعلق بسياسة الائتمان، وكذلك الجزء من السياسة المالية الحكومية التي تتعلق بمشكلة الدين العام وبصورة خاصة بالمركز النقدي للدولة.

إلا أن هذه الخطوط العريضة للسياسة النقدية لم تمنع الاقتصاديين من وضع تعاريف خاصة وحسب وجهة نظر كل منهم. فقد عرفها بعض الاقتصاديون بأنها كل ما تقوم به الدولة من عمل تؤثر فيه بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي تحفظ بها القطاع المصرفي سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات حكومية.. (11)

السياسة النقدية هي مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة. وهنا تتمثل السلطة النقدية في البنوك المركزية في أي دولة، وتبنى وتتحدد السياسة النقدية للتأثير في عرض النقود أو المعروض النقدي بأدوات معينة تعرف بأدوات السياسة النقدية. (12)

هي عبارة عن مجموعة القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير على عرض النقود فيما يتلاءم والنشاط الاقتصادي لتحقيق الأهداف الاقتصادية في فترة زمنية معينة. (13)

السياسة النقدية هي مجموعة الإجراءات التي يستخدمها البنك المركزي بغرض التأثير على العرض النقدي بطريقة ما للوصول إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية، ففي فترات الكساد تقوم الدولة بإتباع سياسة نقدية توسعية بغرض زيادة العرض النقدي، وفي فترات التضخم والرواج الشديد تقوم الدولة بإتباع سياسة نقدية انكماشية بغرض تخفيض العرض النقدي.

يمكن تحديد مفهوم السياسة النقدية في أنها تلك السياسة التي يكون مجالها عرض النقود وما يؤثر فيها من حيث كميتها وسرعة دورانها والتأثير في حجم الائتمان الممنوح وشروطه والنتائج الناجمة عنه من حيث ما يسمى بخلق النقود. (14)

تعتبر السياسة النقدية إحدى أهم مجالات السياسة الاقتصادية، التي تتخذ من المعطيات النقدية موضوعاً لتدخلها بعين الاعتبار لعلاقة النقود بالنشاط الاقتصادي من جهة، ولما يشكله الاستقرار النقدي من مناخ ملائم من جهة لممارسة النشاط الاقتصادي من جهة أخرى. كما أنها تعبر عن الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع النقدي ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين. وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود، على معدلات الفائدة وعلى شروط القروض. ويمكن لهذه السياسة أن تكون تقييدية، بمعنى أنها تسعى إلى تقليص عرض النقود ورفع معدلات الفائدة قصد كبح نمو الناتج المحلي الخام، خفض التضخم أو رفع سعر صرف العملة الوطنية. ويمكن لهذه السياسة أن تكون توسعية، وتسعى لزيادة عرض النقود قصد تخفيض معدلات الفائدة، تشجيعاً لزيادة الاستثمار ومنه نمو الناتج المحلي الخام. (15)

II. علاقة السياسة النقدية بالسياسة الاقتصادية.

السياسة النقدية تعتبر جزءاً مهماً من السياسة الاقتصادية الكلية حيث تؤدي السياسة النقدية دوراً مهماً وفاعلاً في تنظيم عرض النقود والتحكم بالسيولة النقدية والائتمان. ومن خلال هذا الدور المهم تستطيع السلطات النقدية والمتمثلة بالبنك المركزي كأعلى سلطة نقدية إذ تحقق أهداف حيوية محددة وفق أولويات تقررهما المشكلة الاقتصادية التي يعاني منها الاقتصاد، فأحياناً تستخدم السلطات النقدية أهداف وسيطة كعرض النقود وأسعار

الفائدة للوصول إلى تحقيق هدف نهائي تصبوا إليه كاستقرار الأسعار والحد من التضخم والذي يعتبر من أبرز وأهم الأهداف التي تسعى إليها كافة اقتصاديات العالم بما للتضخم من آثار سلبية تنعكس على الاقتصاد والنمو الاقتصادي. (16)

لقد اعتبر الكلاسيك أن التوازن الاقتصادي يتحقق دائما بصورة تلقائية عند مستوى التشغيل الكامل ومن بينهم ادم سميث ودافيد ريكاردو وجون باتيست ساي كما اعتقدوا اعتقادا تاما بان اثر التغيرات في كمية النقود يتصف بالحياد التام ولهذا فان الثروة الحقيقية في نظر الكلاسيك تتمثل في السلع الاستهلاكية والاستثمارية أما النمو الاقتصادي فيقاس بالقدرة على زيادة السلع الحقيقية و اهتموا اهتماما خاصا بمشكلة النمو الاقتصادي في الأجل الطويل والادخار والاستثمار وتوازنها والسبب في ذلك هو المشكلة التي تطرح حول تغير قيمة النقود مع الزمن. (17)

ويؤكد ويكسل (knut wicksell) على دور البنوك في تحقيق التوازن النقدي داخل النظام الاقتصادي وذلك بإتباع البنوك سياسة فائدة منتظمة، ومراقبتها لحركة الأسعار لإجراء التعديلات المناسبة والضرورية في سعر النقدي بهدف تحقيق التوازن بينه وبين سعر الفائدة النقدي بهدف تحقيق التوازن بينه وبين سعر الفائدة الحقيقي. ولكن للنقود وظائف أخرى ديناميكية فهي لا تقف عند وظائفها الحياضية فقط، وإنما تؤثر في النظام الاقتصادي من خلال تأثيرها في المستوى العام للأسعار وفي النشاط الاقتصادي.

فكمية النقود وسرعة تداولها وإنفاقها ودرجة سيولة المصادر النقدية المختلفة تؤثر بصورة فعالة في الطلب على السلع والخدمات ومن ثم على المستوى العام للأسعار الذي ينعكس أثره على النشاط الاقتصادي. إذ إن التغيرات في كمية النقود تؤثر على الاستهلاك والإنتاج بصورة خاصة ومن ثم النشاط الاقتصادي، بصورة عامة نتيجة الفائض أو النقص في كمية النقود الأزمة للحفاظ على استقرار القيمة الحقيقية للنقود ومن ثم على مستوى النشاط العام.

وبذلك يلاحظ ان للنقود وظائف ديناميكية مختلفة باستعمالها كأداة للسياسة الاقتصادية ووسيلة للتدخل الحكومي في النشاطات الاقتصادية المختلفة، فالتطورات الحديثة في النظرية النقدية أوضحت وأكدت على دور النقود في الاقتصاد من خلال تأثيرها على المستوى العام للأسعار ومستوى العمالة والدخل وتوزيع الثروة والتمويل الحكومي. (18)

إن للدورات الاقتصادية عواقب وخيمة على الاقتصاديات الرأسمالية وهذا ما أفرزته عبر التاريخ، وما يرافقها من زيادة كبيرة في مستوى البطالة وانخفاض مستوى الإنتاج وكساد التجارة الخارجية وعجز كبير في ميزان المدفوعات. حيث قدم الاقتصاديين عدة نظريات وأطروحات توضح الأسباب الحقيقية اللازمة، حيث تنطلق هذه النظريات في تفسير الدورات الاقتصادية من عوامل نقدية بحتة إذ يعتقد بان سبب الدورات الاقتصادية ناتجة عن التوسع والانكماش في المعروض النقدي والائتماني قبل أو أثناء التوسع الاقتصادي، وهذا الكلام يؤكد ارتباط السياسة النقدية بالاستقرار الاقتصادي ودورها في محاربة التضخم أو الكساد على حد سواء. كما تفترض هذه

النظرية أن النظام الاقتصادي متوازن عند مرحلة التوظيف الكامل وثبات عرض النقود وسرعة تداولها وان البنوك التجارية ملزمة بالاحتفاظ بنسبة % 100 من الاحتياطات إلى الودائع وبالتالي فان إجمالي الائتمان المخصصة للاستثمار لا بد أن يكون مصدره ادخارات المجتمع، وبناءا على ذلك فان الموارد المخصصة للاستهلاك الجاري تستخدم في المراحل العليا للإنتاج في حين الموارد المخصصة للاستثمار تستخدم في المراحل الدنيا للإنتاج، وعند وصول الاقتصاد إلى حالة الاستخدام الكامل فسوف يتم انتقال الموارد من المراحل العليا للإنتاج إلى المراحل السفلى والتوسع في الإنتاج، بالإضافة إلى قيام البنوك التجارية بتعظيم إرباحها ومحاولة التخلص من الفائض الاحتياطي الموجود لديها وذلك عن طريق زيادة القروض الممنوحة للمستثمرين حيث تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة السائدة في السوق عن سعر الفائدة الطبيعي مما يخلق حافز لدى المستثمرين على زيادة الطلب وبالتالي ارتفاع الأسعار. (19)

ثالثا: فعالية السياسة النقدية والمالية وأداء السوق المالي.

I. السياسة المالية والسوق المالية.

شهد القرن العشرين تغيرا جوهريا في طبيعة دور الحكومة في الاقتصاد ، إذ زادت وظائف الحكومة واتسع دورها في النشاط الاقتصادي خصوصا بعد أن تحررت من القيود التي تفرضها المفاهيم والأسس الكلاسيكية على تدخلها فيه، واحتلت بذلك موقفا مؤثرا في التطور الاقتصادي والاجتماعي، ولقد واكبت هذا التوسع في مهام الحكومة زيادة سريعة في حجم الإنفاق الحكومي دون أن تواكب هذه الزيادة مماثلة في الإيرادات العامة، مما ولد عجزا في موازنتها دفع الحكومات إلى الاقتراض الداخلي والخارجي لتغطية هذا العجز، وبذلك أخذ الاقتراض العام يرفد الحكومة بالموارد المالية وغالبا ما تفضل الحكومات الاقتراض الداخلي على الاقتراض الخارجي خصوصا في الاقتصاديات المتقدمة التي تملك أسواقا مالية متطورة، فالحكومة تلجأ إلى اقتراض من الأفراد والمؤسسات المالية والمصرفية والبنك المركزي لتمويل عجز الموازنة، الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة قوية ما بين سياسة العجز الحكومي والسوق المالية، وتستمد هذه العلاقة قوتها من خلال ما توفره السوق من مرونة عالية لتمويل احتياطات القطاع الخاص، وعليه فإن السلطة المالية تستطيع التحرك بحرية في تطبيق سياسة العجز المالي، ومن ثم التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية عن طريق الاستخدام الملائم للأدوات المالية التي توفرها السوق المالية وتعتبر أفضل قناة لتطبيق السياسة المالية الكلية هي الأسواق المالية، إذ تستطيع الحكومة أن تحقق أثارا مرغوبة أو مطلوبة في حجم النشاط الاقتصادي عن طريق التغيير في السياسة الانفاقية أو الضريبية أو كليهما، فمدلولات السياسة المالية تظهر واضحة من خلال ممارسة الحكومة دورها في التأثير عن طريق الاقتراض الحكومي من جهة واستعمال الحكومة للنقود المتحصلة من فائض الضرائب من جهة أخرى ، ففي حالة وجود العجز فإن الحكومة ستضطر إلى اقتراض أموال كافية لتغطية العجز المذكور، فهي تقترض من البنك المركزي أو من البنوك التجارية أو من الأفراد ، ومن خلال إصدار السندات الحكومية بمختلف أنواعها وطرحها في السوق المالية للتداول، ساعدت هذه سياسة والتي تتبع من معظم الاقتصاديات المتقدمة في تطور سوق الأوراق المالية الحكومية.

إذ تعد هذه السوق أحد المنافذ الرئيسة لتمويل النفقات الحكومية ولاسيما حينما تعجز الإيرادات العامة عن تغطية تلك النفقات، الأمر الذي تستطيع معه الحكومة إصدار العديد من الأوراق المالية (السندات الحكومية) المختلفة الآجال.

وتترك سياسة العجز المالي آثار بالغة الأهمية في الاقتصاد في النظامين المالي والنقدي خاصة (عرض النقود) إذ باتت سياسة العجز من أبرز الوسائل التي تستخدمها السلطة المالية لاستعادة التوازن الاقتصادي ورفع معدلات النمو الاقتصادي ، وكذلك أصبحت تستخدم بفاعلية عالية في حل الأزمات والاضطرابات الاقتصادية في الاقتصاديات المتقدمة، وصار هذا العجز صفة ملازمة للاقتصاديات الرأسمالية، وتمارس هذه السياسة تأثيرها في السوق المالية عن طريق زيادة عرض السندات الحكومية أو عن طريق التأثير في هيكل أسعار الفائدة، فإصدار السندات الحكومية كوسيلة لتمويل العجز للاكتتاب من خلال السوق المالية سيعكس في ذلك زيادة عرض السندات الحكومية، ومن ثم انخفاض أسعارها والذي بدوره يشكل حافزا للمستثمرين والمضاربين لاقتنائها، لأن هذا النوع من الاستثمار يكون أقل مخاطرة في رأي المستثمر، إذ يطلق عليه في الكثير من الأحيان أي على السندات الحكومية سندات معدومة المخاطرة. أما فيما يتعلق بإتباع سياسة العجز في السوق من خلال هيكل أسعار الفائدة ، فإن استمرار الحكومة بضخ كميات كبيرة من السندات الحكومية في السوق سيعكس على انخفاض أسعارها، وبما إن العلاقة ما بين سعر السند وسعر الفائدة علاقة عكسية، فسيؤدي هذا إلى ارتفاع معدل الفائدة في السوق والذي بدوره يمارس تأثيره في مجمل عمليات السوق المالية من خلال تأثيره في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، ويمكن أن ينتقل أثر التغيير هذا إلى كلفة وحجم الائتمان والاقتراض المصرفي ، وكذلك إلى عملية تكييف المحفظة الاستثمارية وعملية إعادة توزيعها.

أما في حالة وجود فائض في الميزانية الناجمة عن الفائض الضريبي، فإن أثر ذلك يعتمد في جزءاً منه على كيفية استعمال هذا الفائض، وبما أن الضرائب تفوق النفقات فإن تحويل الفائض ينطوي في العادة على إطفاء جزء من الدين الحكومي العام من خلال دخول الحكومة كمشتري لسنداتاً في السوق المالية، ومن المفيد بأن نشير أيضاً إلى إن العلاقة ما بين سياسة العجز أو الفائض في الميزانية لا يسير في اتجاه واحد وإنما في اتجاهين بمعنى إن هناك علاقة قوية تبادلية بينهما، فالسوق المالية تعمل على تسيير عمل السلطة المالية في تطبيق سياستها المالية من خلال ما توفره هذه السوق من إمكانية وسهولة في عملية الإقراض والاقتراض لتمويل الموازنة الحكومية. (20)

• السياسة المالية وسوق السندات.

إن دراسة السياسة المالية لا تكون كاملة دون أن تأخذ في الحسبان الدين الحكومي، إذ ينشأ الدين الحكومي بسبب العجز الذي تخلقه الحكومة في ميزانيتها، وبالتالي فعندما ترغب في الإنفاق أكثر مما تحصل عليه من الضرائب لمعالجة بعض الحالات الاقتصادية فإنها لابد أن تقتض ويكمن لها ذلك عن طريق بيع السندات الحكومية للأفراد أو المؤسسات والهيئات المالية الخاصة أو الجهاز المصرفي (البنوك التجارية والبنك المركزي) ، وعليه فإن مقدار الدين العام

عادة ما يقاس بمقدار تلك السندات التي من خلالها تستطيع الحكومة أن تضغط على سعر الفائدة ومن ثم على النشاط الاقتصادي

إن العلاقة ما بين السياسة المالية من جهة وأسعار الفائدة والسندات تعتمد على خصائص تمويل العجز الحكومي، ولكي تقوم الحكومة بممارسة نشاطها التمويلي من موازنة متوازنة ، تقوم الحكومة بالتوسع بالإنفاق وإحداث عجز في الموازنة، بتمويل العجز في موازنتها ببيع سندات إلى القطاع غير المصرفي،⁽²¹⁾ وعليه فإن الخزينة لا بد وأن تقوم بإصدار المزيد من السندات الحكومية لبيعها في سوق الأوراق المالية، وهذه السندات الجديدة سوف تزيد من العرض القائم للسندات التي أصدرها القطاع الخاص، ومن ثم ينشأ فائض في العرض أي أن الإجراء الحكومي المتمثل بسياسة مالية توسعية (الإنفاق يفوق الإيرادات) الذي اتخذته الخزينة العامة بالاقتراض لإزالة فائض عرض السندات وهذا لا يتحقق إلا إذا ارتفع سعر الفائدة التوازني والذي يتحقق عند التعادل بين الطلب و العرض الكلي للسندات التي أصدرتها الخزينة العامة والقطاعات الاقتصادية الأخرى، في حين قيام البنك المركزي بتمويل العجز في الموازنة، سوف يؤدي إلى انخفاض مبدئي (وليس ارتفاعاً) في سعر الفائدة.

وتترك سياسة العجز المالي آثار بالغة الأهمية في الاقتصاد في النظامين المالي والنقدي خاصة (عرض النقود) إذ باتت سياسة العجز من أبرز الوسائل التي تستخدمها السلطة المالية لاستعادة التوازن الاقتصادي ورفع معدلات النمو الاقتصادي ، وكذلك أصبحت تستخدم بفاعلية عالية في حل الأزمات والاضطرابات الاقتصادية في الاقتصاديات المتقدمة، وصار هذا العجز صفة ملازمة للاقتصاديات الرأسمالية، وتمارس هذه السياسة تأثيرها في السوق المالية عن طريق زيادة عرض السندات الحكومية أو عن طريق التأثير في هيكل أسعار الفائدة، فإصدار السندات الحكومية كوسيلة لتمويل العجز للاكتتاب من خلال السوق المالية سيعكس في ذلك زيادة عرض السندات الحكومية، ومن ثم انخفاض أسعارها والذي بدوره يشكل حافزاً للمستثمرين والمضاربين لاقتنائها، لأن هذا النوع من الاستثمار يكون أقل مخاطرة في رأي المستثمر، إذ يطلق عليه في الكثير من الأحيان أي على السندات الحكومية سندات معدومة المخاطرة. أما فيما يتعلق بإتباع سياسة العجز في السوق من خلال هيكل أسعار الفائدة ، فإن استمرار الحكومة بضخ كميات كبيرة من السندات الحكومية في السوق سيعكس على انخفاض أسعارها، وبما إن العلاقة ما بين سعر السند وسعر الفائدة علاقة عكسية، فسيؤدي هذا إلى ارتفاع معدل الفائدة في السوق والذي بدوره يمارس تأثيره في مجمل عمليات السوق المالية من خلال تأثيره في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، ويمكن أن ينتقل أثر التغيير هذا إلى كلفة وحجم الائتمان والاقتراض المصرفي ، وكذلك إلى عملية تكييف المحفظة الاستثمارية وعملية إعادة توزيعها.

أما في حالة وجود فائض في الميزانية الناجمة عن الفائض الضريبي، فإن أثر ذلك يعتمد في جزءاً منه على كيفية استعمال هذا الفائض، وبما أن الضرائب تفوق النفقات فإن تحويل الفائض ينطوي في العادة على إطفاء جزء من الدين الحكومي العام من خلال دخول الحكومة كمشتري لسندات في السوق المالية، ومن المفيد بأن نشير أيضاً إلى إن العلاقة ما بين سياسة العجز أو الفائض في الميزانية لا يسير في اتجاه واحد وإنما في اتجاهين بمعنى إن هناك

علاقة قوية تبادلية بينهما، فالسوق المالية تعمل على تسيير عمل السلطة المالية في تطبيق سياستها المالية من خلال ما توفره هذه السوق من إمكانية وسهولة في عملية الإقراض والاقتراض لتمويل الموازنة الحكومية. (22)

II. السياسة النقدية السوق المالية.

إن الأوراق المالية تلعب دورا هاما في معاملات البنك المركزي ووظائفه، فهي تعتبر أحد أهم الوسائل أو أسلحة البنك المركزي في توجيه الائتمان والرقابة عليه من خلال عمليات السوق المفتوح والتي تتمثل في قيام البنك المركزي ببيع وشراء الأوراق المالية وخاصة الحكومية بغرض التحكم في كمية النقود، فضلا عن دورها في تمكين البنك المركزي من الحفاظ على توفير السيولة اللازمة للمصارف التجارية في حالات الطوارئ، بشرائه هذه الأوراق من المصارف فييسر لها تحويل تلك الأوراق إلى نقدية بسرعة دون التعرض لخسائر رأسمالية.

إن الظروف والمتغيرات الحالية والمستقبلية تستدعي زيادة دور البنك المركزي في تنشيط البورصة باستخدام وظيفة عمليات السوق المفتوحة بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية وأيضا بهدف علاج أزمة الكساد والركود، وهو ما يعني أهمية توسع البنك المركزي في شراء الأوراق المالية من البنوك، مما يؤدي إلى زيادة قدرة البنوك على التوسع في الإقراض والاستثمار وتخفيض سعر الفائدة ومن ثم تنشيط سوق الأوراق المالية، وعلاج مشكلة السيولة لدى البنوك وحل أزمة الركود الاقتصادي. (23)

1. سعر الفائدة والسوق المالي.

هناك علاقة وثيقة تربط بين السياسة النقدية وتنمية سوق تداول الأوراق المالية، وهذا الترابط ينبع أساسا من التداخل واتساق العلاقة القائمة بين أسواق النقد وأسواق رأس المال، ومن هنا فإننا يمكن أن نتصور إجراءات النظام المصرفي متمثلة بالبنك المركزي والمصارف التجارية والمصارف المتخصصة. والتي هي مؤسسات مالية محفزة للنمو الاقتصادي، ويمكن أن تصبح إحدى الدعامات الرئيسية في قيام سوق متطورة لتداول الأوراق المالية. (24)

إن اتساع حجم السيولة في السوق المالية بالنسبة إلى السيولة الكلية للاقتصاد يفسر عنها زيادة ترابط السوق المالية بالسياسة النقدية، الأمر الذي يجعل من الضروري توسيع دور واهتمام السلطة النقدية بهدف السيطرة والتأثير في سيولة السوق، إذ تستطيع السلطة النقدية القيام بإجراءاتها المختلفة التي من شأنها أن تؤثر في مكونات السيولة الكلية للاقتصاد، رغبة منها في الحفاظ على الاستقرار النقدي في الاقتصاد ويمكن أن تنتقل آثار الإجراءات النقدية إلى السوق المالية بطريقتين، الطريقة المباشرة والطريقة الغير المباشرة، على الرغم من أن الطريقة المباشرة في التأثير تكون مقيدة لنشاط السوق المالية (بيع الأوراق المالية وشراؤها من لدن السلطة النقدية)، على عكس الطريقة غير المباشرة التي تعمل بشكل أفضل من الطريقة الأولى وخصوصا عندما تسود حالة الشفافية والوضوح، إذ يكون تأثير الإجراءات النقدية في الأخيرة من خلال قنوات مشتركة مهمة في التأثير في حجم سيولة السوق ولعل أبرز تلك القنوات (مستوى أسعار الفائدة، منح الائتمان). وهاتان القناتان متداخلتان فيما بينهما، ويمكن ملاحظة ذلك في تحليل آلية عملهما في امتداد تأثير السياسة النقدية في سيولة السوق، إذ ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة تشابكية مع أدوات السوق المالية من خلال تأثير هذه الأسعار وبشكل فعال جدا في تلك الأدوات ومن جهة أخرى تحدد

أسعار الفائدة من خلال السوق المالية وذلك من خلال علاقة سعر الفائدة بأسعار السندات في سوق السندات وأسعار الأسهم في سوق الأسهم، وتتحدد هذه العلاقات من خلال تأثير السياسة النقدية في حجم الائتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية.

حيث تعد أسعار الفائدة السوقية بمثابة المحرك الأساسي لآلية الأسواق المالية يبرز تأثير أسعار الفائدة بشكل عام في سوق الأوراق المالية تحت أشكال متعددة أهمها:

✓ يعد عنصران مهما في نفقات المشروعات، وذلك لان المشروعات عادة ما تلجأ إلى الاقتراض في ظل غياب مواردها الذاتية المتاحة، وفي حال ارتفاع أسعار الفائدة فان ذلك يزيد من التكاليف الكمية ومن ثم انخفاض مستوى الأرباح الكمية والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض مقسوم الأرباح الخاص بالأسهم وبالنتيجة انخفاض أسعارها.

✓ إن أسعار الأوراق المالية تمثل القيمة الحالية لمال المستقبل (أرباح موزعة+قيمة الأصل في نهاية المدة) لذا فالقيمة المباشرة لها تتوقف على سعر الخصم أو العائد المتوقع، وهذا السعر هو بالطبع سعر الفائدة السائد في اللحظة نفسها والمتعلق بالتوظيف لمدة نفسها.

✓ يلعب سعر الفائدة دورا بارزا في الاختيار بين الأنواع المختلفة للتوظيفات التي يمكن أن يتجه إليها المستثمر، فالمدخرون الراغبون في توظيف أموالهم عليهم المقارنة بين التوظيفات ذات العائد الثابت والمنخفض والمعروف مقدما دون تحمل أي مخاطر، وبين تحمل المخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة.

كما تؤثر السياسة النقدية في الاقتصاد من خلال سعر الفائدة والاستثمار، فتزايد عرض النقود سيجعل سعر الفائدة يتناقص ويزداد الاستثمار معا ثم يتردد الدخل، ولا يتوقف التغير في عرض النقد من خلال سعر الفائدة على الاستثمار والدخل فقط، وإنما يؤثر في الاستهلاك شأنه في ذلك شأن الاستثمار، إذ يتناسب الاستهلاك عكسيا مع سعر الفائدة، ومثلما افترض الكلاسيكيون بأن الزيادات في العرض الاسمي للنقود (عرضها بقيمتها الحقيقية) يؤدي إلى أسعار أدنى للفائدة واستهلاك أكبر، وبما أن الاستهلاك أحد مكونات الطلب الكلي، فإن الأخير يزداد ويزداد معه المستوى التوازني للدخل، وإذا ما تزايد كل من الاستهلاك والاستثمار فإن الدخل سوف يزداد بمقدار أكبر مما لو تزايد الاستثمار فقط، ومحصلة ذلك أن السياسة النقدية تكون أكثر فعالية. (25) ومن جهة أخرى فان ارتفاع أسعار الفائدة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض مستوى الاستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية، مما يؤدي إلى انخفاض حجم المبيعات والأرباح، بالإضافة إلى أن أكثر الشركات تمول جزءا من عملياتها بأموال مقترضة، وان ارتفاع أسعار الفائدة يعمل على استنزاف جزء كبير من مواردها لتغطية الفوائد على تلك القروض. ويعمل كلا الأثرين على تخفيض مقسوم الأرباح وبالتالي انخفاض الطلب على الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها. (26)

كما أن هناك العديد من القنوات التي يمكن أن تستخدمها السلطة النقدية بغية التأثير في السوق المالية، وأهم هذه القنوات هي سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني، إذ يستطيع البنك المركزي التأثير في الاستثمارات المالية عبر هذه القنوات، وتمتد آثار استخدام السلطة النقدية لأداة سعر الخصم في

السوق المالية عبر السوق النقدية والرأسمالية للتغيير في إحكام إقراض البنوك التجارية من البنك المركزي، أي التأثير في حجم احتياطات البنوك التجارية، أما عمليات السوق المفتوحة الأداة الثانية التي يمكن من خلالها أن يصل تأثير السياسة النقدية في نشاط السوق إلى عمليات البيع والشراء للأوراق المالية الحكومية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وعبر التأثير في قناة الأسعار وسعر الفائدة، بالإضافة إلى قناة الاحتياطات النقدية، أما فيما يتعلق بالأداة الثالثة (نسبة الاحتياطي القانوني) .

وتعتمد فاعلية السياسة النقدية ولاسيما الكمية منها على وجود أسواق مالية منتظمة، إذ تغير مجال عمل تلك الأدوات، وبالتالي فلا بد أن تكون هذه الأسواق على درجة عالية من الكفاءة والفاعلية لتطبيق تلك الأدوات أي يجب أن تكون ذات طاقة كبيرة وتمكنها من استيعاب كميات ضخمة من السندات الحكومية التي يعرضها البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة، كذلك قدرته على تطبيق سياسة سعر البنك وينتقل تأثير السوق المالية في تطبيق السياسة النقدية إلى النحو الآتي:

✓ يعد سعر البنك أحد هياكل أسعار الفائدة التي يحتم تحديدها في السوق المالية ولاسيما السوق النقدية، إذ يعتمد تحديد سعر البنك على التغييرات التي تصيب جانبي العرض والطلب على السيولة في السوق النقدية.

✓ تتطلب فاعلية سعر البنك وجود علاقة قوية بينه وبين أسعار الفائدة الأخرى في السوق المالية، إذ تعتمد التغييرات في سعر البنك على التغييرات في أسعار الفائدة في السوق، وهذا يتطلب وجود سوق مالية ذات كفاءة.

✓ يسمح وجود سوق مالية متطورة (قصيرة الأجل) تتم فيها إعادة خصم أدوات الائتمان بواسطة البنك المركزي بتطبيق إجراءات السياسة النقدية وبسهولة.

✓ يعتمد نجاح سياسة السوق المفتوحة على وجود سوق للسندات كبيرة ونشطة وذات فاعلية عالية وهكذا فإن تنمية السوق المالية تجعل أدوات السياسة النقدية (الكمية) أكثر فعالية وتأثيراً في مجمل المتغيرات الاقتصادية الكلية، من خلال إتاحة المجال الأمثل لتطبيقها وامتداد أثرها نحو الأهداف المتوخاة من استخدامها. (27)

2. السياسة النقدية وسوق السندات.

إن التقلبات في أسعار الفائدة تكون من الأسباب الرئيسة لتفسير التقلبات التي تحصل في أسعار السندات، إذ يرتبط سعر السند في سوق الأوراق المالية بعلاقة عكسية مع تغيرات سعر الفائدة الجاري أو السوقي، فكلما انخفض سعر الفائدة على السندات كلما ازدادت الكمية المعروضة لها، والسبب في ذلك أنه عند انخفاض سعر الفائدة فإن تكلفة الاقتراض للجهة التي أصدرت السندات قليلة، وبالتالي فإن رغبة المنشأة للاقتراض عن طريق إصدار السندات سوف ترتفع، أي أن الكمية المعروضة للسندات سوف تزداد، ويمكن ملاحظة العكس عندما يرغب الأفراد أو المنشأة بشراء هذه السندات خصوصاً عندما يكون سعر الفائدة لهذه السندات مرتفعاً

يمكن القول بان هناك علاقة بين العجز الحكومي والسياسة النقدية، فإذا ما زاد الإنفاق الحكومي على الضرائب والإيرادات الأخرى، فإن الحكومة تواجه العجز في الموازنة مما يتطلب التمويل وغالبا ما يمول هذا العجز من خلال الاقتراض من الأفراد أو البنوك التجارية أو البنك المركزي وعن طريق قيامها بإصدار السندات الحكومية، وبالتالي اعتماد الحكومة هذه الطريقة للتمويل لابد أن يتغير معها عرض النقود، فإذا مولت الحكومة عبر الأسواق المالية هذا العجز عن طريق بيع السندات إلى الأفراد أو البنوك التجارية فلن يكون هناك تغيير في صافي عرض النقود، فأن عملية بيع السندات تؤدي إلى أن يكون هناك انخفاض في عرض النقود ولكن عندما تنفق الحكومة إيراداتها فإن عرض النقود سوف يزداد إلى أن يصل إلى مستواه الأول ولن يكون هناك تغير في صافي عرض النقود، ولكن الأمر يختلف إذا ما مولت الحكومة هذا العجز عن طريق بيع سندات للبنك المركزي، إذ ستكون هناك زيادة في عرض النقود، فإذا اشترى البنك المركزي تلك السندات وفي الوقت نفسه أنفقت الحكومة عائداتها فإن عرض النقود سوف يزداد بمقدار يعادل تغير القاعدة النقدية أي يساوي حجم مبيعات السندات نفسه مضروبا في مضاعف النقود. إن تمويل العجز الحكومي من خلال البنك المركزي أمر غير مرغوب فيه في بعض الأحيان لأن ذلك يؤدي إلى زيادة معدل نمو عرض النقود وارتفاع معدل التضخم وخصوصا في البلدان النامية. (28)

- خاتمة:

للسياسات النقدية والمالية اثر كبير وجد هام على أداء الأسواق المالية، فمن الملاحظ أن السياسة النقدية تؤثر من خلال أدواتها على التعاملات في السوق المالية خاصة سعر الفائدة، حيث تعتبر الودائع المنافسة القوي للاستثمار في سوق الأسهم فانخفاض سعر الفائدة على الودائع يساعد على جذب المستثمرين الذين يفضلون الاستثمار الحالي من المخاطر خصوصا في الظروف الاستثنائية، الاقتصادية أو السياسية، حيث يفضل معظم المستثمرين الابتعاد عن الأخطار والإقبال على الودائع رغم محدودية عائده، كما يمكن للسلطة النقدية أن تؤثر على السوق المالية من خلال قنوات أخرى تتمثل في سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني. كما أن تأثير السياسة المالية على السوق المالية جاء من خلال العلاقة القوية ما بين سياسة العجز الحكومي والسوق المالية، وتستمد هذه العلاقة قوتها من خلال ما توفره السوق من مرونة عالية لتمويل احتياطات القطاع الخاص، وعليه فإن السلطة المالية تستطيع التحرك بحرية في تطبيق سياسة العجز المالي، ومن ثم التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية عن طريق الاستخدام الملائم للأدوات المالية التي توفرها السوق المالية وتعتبر أفضل قناة لتطبيق السياسة المالية الكلية هي الأسواق المالية.

الهوامش.

(1) البشير عبد الكريم، الفعالية النسبية للسياسة المالية والنقدية في الجزائر. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص. 29.

(2) بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات والنقدية، (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006)؛ ص 99.

(3) Dominick salvadore, eugene diulio , principes d'économie. « cours et problème, séries schaum »; (MG graw.Hill, paris, 1984), p. 96.

(4) طارق الحاج، المالية العامة، (دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1999)؛ ص 204.

(5) موسى رحمانى، نحو ميزة نسبية للاقتصاد الجزائري عن طريق تفعيل ادوات السياسة المالية. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص 1.

(6) منذر قحف، الأسس الشرعية للسياسة المالية في النظام الاقتصادي الإسلامي. محاضرة في ندوة الأسس والقواعد الشرعية للاقتصاد التي تعقد في الكويت بالتعاون بين المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة وكل من كليتي التجارة والشرعية بجامعة الكويت واللجنة الاستشارية العليا لاستكمال تطبيق الشريعة الإسلامية في الكويت، ص 3.

(7) موسى رحمانى، نحو ميزة نسبية للاقتصاد الجزائري عن طريق تفعيل ادوات السياسة المالية، مرجع سابق، ص 1.

(8) دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر : 1990 - 2004. أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة، الجزائر، 2006/2005، ص 105.

(9) سهير محمد السيد حسن، محمد محمد البنا، الاتجاهات الحديثة في السياسات التجارية، مرجع سابق، ص 130-131.

(10) زكريا الدوري، يسري السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية. (دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، طبعة 2006)؛ ص 185.

(11) على كنعان، اقتصاديات المال والسياستين المالية والنقدية، دار المعارف، ص 267.

(12) عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كلي) (مجموعة النيل العربية للنشر، القاهرة، 2003)؛ ص 90.

(13) عمر شريف، السياسات الاقتصادية وأدوات تحقيق نجاح التنمية والاستقرار في إطار النظام الإسلامي. الملتقى الدولي "الاقتصاد الإسلامي" الواقع ورهانات المستقبل، غرداية يومي 23-24 فيفري، 2011، ص 5.

(14) بابا عبد القادر، السياسة النقدية في الجزائر بين الأداء والفعالية، "الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية" بشار، 24-25 أبريل 2006، ص 1.

(15) عاتق حنان، صاري زهير. تأثير خطر معدل الفائدة على السياسة الاقتصادية. الملتقى الدولي "السياسات الاقتصادية في الجزائر" واقع وآفاق، تلمسان يومي 29-30 ديسمبر، 2004، ص 1.

(16) ثريا الخزرجي، السياسة النقدية في العراق بين تراكمات الماضي وتحديات الحاضر. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الثالث والعشرون، 2010، ص 3.

(17) هايل عبد المولى شططوش، النظريات النقدية ودورها في تفسير الدورات الاقتصادية. ص 8. نظر يوم 24 أوت 2013، h23:55. <http://www.iefpedia.com>

(18) أحمد حسين الهيتي، أوس فخر الدين أيوب، دور السياسات النقدية والمالية في النمو الاقتصادي. مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4 العدد 8، العراق، 2012، ص 19-20.

- (19) رجاء خضير عبود موسى الربيعي، التحليل الفكري للدورات الاقتصادية، ص 14-15. نظر يوم 24/06/2013، h23:00، <http://www.iasj.net>
- (20) عباس كاظم جاسم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية (دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009)؛ ص 108-109.
- (21) عباس كاظم جاسم الدعيمي، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الامريكى 1990-2006. اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2008، ص 60.
- (22) عباس كاظم جاسم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية (دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009)؛ ص 109.
- (23) علاء الدين أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية (الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2007)؛ ص 56.
- (24) عباس كاظم جاسم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية، مرجع سابق، ص 102.
- (25) عباس كاظم جاسم الدعيمي، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الامريكى 1990-2006. مرجع سابق ص 57.
- (26) محمود صالح عطية ، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق. مجلة ديالي، العراق، العدد الرابع والخمسون، 2012، ص ص 13-14.
- (27) عباس كاظم جاسم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية، مرجع سابق، ص ص 105-106.
- (28) عباس كاظم جاسم الدعيمي، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الامريكى 1990-2006. مرجع سابق ، ص 57.