

تنسيق السياسات النقدية والمالية في منطقة الاتحاد النقدي الأوروبي، دراسة حالة أزمة الدين

السيادي

Coordination of monetary and fiscal policies in the European Monetary Union region, Case study of sovereign debt crisis

ديش فاطيمة الزهرة

جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر

fatimazohra.dich@univ-sba.dz

تاريخ القبول: 2019/11/27

تاريخ الاستلام: 2018/12/29

الملخص: تهدف هذه الورقة البحثية إلى إبراز دور تنسيق السياسات النقدية والمالية في معالجة أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو، من خلال عينة تتكون من سبعة دول من المنطقة خلال الفترة (2000-2015) وهي دول جنوب أوروبا الأكثر تضررا (البرتغال؛ إيرلندا؛ إيطاليا؛ اليونان وإسبانيا) وتعرف اختصارا بدول PIIGIS وفرنسا وألمانيا باعتبارهما الدولتين القويتان في المنطقة باستخدام برنامج سمارت بلس3، وخلصت الدراسة إلى ضرورة تنسيق السياستين خصوصا في ظل تكتل اقتصادي، وإعادة النظر مستقبلا في مؤسسات وهيئات الاتحاد النقدي الأوروبي.

الكلمات المفتاحية: سياسة نقدية؛ سياسة مالية؛ منطقة الأورو؛ ديون سيادية؛ نمذجة بنائية.

Abstract: This paper aims to highlight the role of coordination of monetary and financial policies in addressing the sovereign debt crisis in the Euro area, through a sample of seven countries from the region during the period (2000-2015) the most affected southern European (Portugal; Ireland; Italy; Greece and Spain), with the exception of PIIGIS, France and Germany as the strongest countries in the region, using Smart PLS3, the study concluded that the two policies need to be coordinated especially in the context of an economic bloc and the future review of the institutions and bodies of the EMU.

Key Words: Monetary policy; fiscal policy; euro zone; sovereign debt; structural modelling.

JEL Classification : C01, E52, E62, G01.

* مرسل المقال: ديش فاطيمة الزهرة (fatimakhnsae@yahoo.fr).

المقدمة:

تميزت الأزمات الاقتصادية في العقود الأخيرة بسرعة انتشارها وآثارها المتباينة، خاصة أنها لازمت القطاع المالي، بحيث أصبحت الدول لا تتعاف من أزمة حتى تظهر بوادر ومؤشرات أزمة جديدة. ولعل أسوأها بعد أزمة الكساد العالمي 1929، أزمة الرهن العقاري 2008 التي لم تقتصر تداعياتها على الاقتصاد الأمريكي فقط بل مست الدول الأوروبية بصفة كبيرة وانتقلت إلى باقي الدول بدرجات متفاوتة حسب درجة انفتاحها وارتباطها بالاقتصاد الأمريكي.

وما إن بدأت بوادر التعافي تظهر في 2010، حتى ظهرت أزمة الديون السيادية التي طالت الاتحاد الأوروبي الذي يمثل أكبر كتلة نقدي واعتبر نموذجاً وتجربة رائدة بالنسبة لكثير من الدول، وكادت تعصف بأقوى اقتصاداته وبعثت القلق من جديد في الأسواق المالية العالمية، ولأن الأزمة تعلقت بمستويات الدين العام الخارجي كان لابد على دول منطقة الأورو من إيجاد حل لإدارة الدين العام الذي أسندت في كثير من الأحيان إلى البنك المركزي- سياسة نقدية- أو للسياسة المالية على اعتبار أنه من أدواتها، ليرز فريق آخر ينادي بضرورة التنسيق بين السياستين للدور المتبادل أحياناً والمتكامل أحياناً أخرى بينهما.

إشكالية البحث: من خلال ما سبق ذكره يمكننا صياغة الإشكالية التالية:

هل للتنسيق بين السياسات النقدية والمالية دور في معالجة أزمة الدين العام في منطقة الأورو؟

وسيتم تحليل هذه الإشكالية من خلال الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

• هل كان للسياسة النقدية المشتركة دور في حل ومعالجة أزمة الدين العام في منطقة الأورو؟

• هل كان للسياسة المالية دور في حل ومعالجة أزمة الدين العام في منطقة الأورو؟

• هل للتنسيق بين السياستين النقدية والمالية دور في حل ومعالجة أزمة الدين العام في منطقة الأورو؟

فرضيات البحث: قصد الإجابة على الأسئلة الفرعية أعلاه ومن ثم الإشكالية المطروحة تم وضع الفرضيات التالية:

• **الفرضية 1:** للسياسة النقدية الأوروبية الواحدة تأثير في التنسيق بين السياستين ودور في حل الأزمة في منطقة الأورو.

• **الفرضية 2:** للسياسة المالية تأثير في التنسيق بين السياستين ودور في حل الأزمة في منطقة الأورو.

• **الفرضية 3:** للتنسيق بين السياستين دور في معالجة أزمة الدين العام في منطقة الأورو.

أهداف البحث: تمثلت أهم أهداف البحث في:

- معرفة الخلفية النظرية للسياستين النقدية والمالية والنقاشات المتعلقة بدورها في الحد من الأزمات الاقتصادية.
- تسليط الضوء على نقائص التكتلات الاقتصادية خصوصاً ما يتعلق بمعايير الانضمام، وكذا المؤسسات المسيرة له.

أهمية البحث: يكتسب موضوع البحث أهمية كبيرة كونه يبين الدور الذي أسند للسياستين النقدية والمالية وقت الأزمات الاقتصادية باعتبارها أهم السياسات الاقتصادية التي تركز عليها الدولة لتلافي الأزمات أو التخفيف من آثارها على الأقل، من خلال أدواتها خصوصا في ظل تكثف اقتصادي كحالة أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو. **منهجية البحث:** لمعالجة الإشكالية المطروحة في البحث اعتمدنا على المنهج الوصفي المبني على التحليل النظري والدراسات السابقة، أما في الجانب التطبيقي اعتمدنا على المعادلات الهيكلية ممثلة في النمذجة البنائية باستخدام برنامج Smart PLS3 التي تتلاءم وأهداف الدراسة مستعينين في ذلك بقاعدة بيانات البنك العالمي World Bank Data والبنك المركزي الأوروبي Européen Central Bank ومكتب الإحصاءات الأوروبي Eurostat.

وتماشيا مع خصائص البحث قمنا بتقسيمه إلى محورين رئيسيين تطرقنا فيهما إلى:

- المحور الأول: الخلفية النظرية للتنسيق بين السياستين النقدية والمالية في منطقة الأورو.
- المحور الثاني: الدراسات السابقة للموضوع.
- المحور الثالث: دور تنسيق السياستين في الحد من أزمة الدين العام في منطقة الأورو لعينة من سبعة دول من المنطقة هي: البرتغال؛ أيرلندا؛ إيطاليا؛ اليونان وإسبانيا، فرنسا وألمانيا، للفترة الممتدة 2000-2015 باستخدام النمذجة البنائية.

1- الخلفية النظرية للتنسيق بين السياستين النقدية والمالية:

يعد التنسيق بين السياستين النقدية والمالية من المواضيع التي لا تزال تثير الجدل بين الأكاديميين بصفة عامة، والمتخصصين وصناع القرار بصفة خاصة لأهميته محليا ودوليا.

1-1 مفهوم التنسيق:

تعددت مفاهيم التنسيق بتطور الأفكار الاقتصادية وكذا بروز ظاهرة التكتلات بين الدول، فالتنسيق بمعناه العام التعاون بين السلطة النقدية ممثلة في البنك المركزي والسلطة المالية في تحديد أهدافهما حتى لا تتعارض، ويكون التنسيق محليا إذا كان في دولة واحدة ويصبح دوليا إذا تجاوز حدود دولة ما.

أ. **التنسيق المحلي:** ومن أهم التعاريف التي فسرت العلاقة بين السلطتين محليا، نورد ما يلي:

■ حسب Begg (2002): "ينصرف مضمونه إلى التدابير التي تضمن أن القرارات التي يتم اتخاذها من قبل صانعي القرار بإحدى السياستين لا يترتب عليها آثارا غير مباشرة وغير مرجوة على السياسة الأخرى" (كمال، 2010، صفحة 11)، وأكد من خلاله على أن أفضل صور التنسيق هي من تشرك بين قرارات صانعي السياستين معا.

■ بينما يعرفه Marszalek (2003) على أنه: "الآلية التي يتم من خلالها التفاوض بين سلطتين تتمتع كل منهما باستقلالها عن الأخرى- البنك المركزي والحكومة- وذلك بغية تحقيق أفضل النتائج المرجوة من كليهما،

وخلق الإطار الملائم لتنفيذ أداء كلتا السلطتين (كمال، 2010، صفحة 15)، وهو يتفق مع تعريف آخر قدمه قبله بثلاثة سنوات Bennet and Loayza حيث أشارا فيه إلى أن العلاقة بين السلطتين يجب أن ينظر لها كعلاقة هيئتين مستقلتين، لا علاقة اعتماد واحدة على الأخرى.

ب. **التنسيق الدولي**: ومن أهم التعاريف المتداولة للتنسيق الدولي التعريف الذي قدمه Hodson and Maher (2003): "والذي يشير إلى القواعد أو المبادئ التي تتجاوز القوميات والتي تم الاتفاق عليها من قبل كافة الأعضاء، وأن يتم تفويض المسؤوليات الرئيسية إلى حكومات الدول مع وضع حدود تقيّد من حرّيتها الكاملة في التصرف" (كمال، 2010، صفحة 12).

1-2 تطوّر مفهوم التنسيق بين السياستين في النظريات الاقتصادية:

ظلت السياسة النقدية تنفرد بالتطبيق في كافة اقتصاديات الشرق والغرب، دون أي منافسة من سياسة أخرى؛ غير أن أزمة الكساد العالمي 1929 كانت بمثابة تحول جذري للاقتصاديين بضرورة إعادة النظر في دور السياسة النقدية خاصة بعد عجزها عن تفسير وحل الأزمة، وكذا قدرة السياسة المالية على حل الأزمة في منتصف الثلاثينيات، ومن خلال ما سبق يمكننا رصد تطوّر مفهوم التنسيق في النظريات الاقتصادية في ثلاثة مراحل أساسية هي (كمال، 2010، الصفحات 13-19):

أ. **غياب التنسيق بين السياستين**: كان ذلك في الفترة التي امتدت من الخمسينيات إلى السبعينيات من القرن الماضي؛ من أهم رواد هذه المرحلة نجد (Keynes; M.Fridman; Hicks Hansen)، حيث اتجه أنصار كل فريق إلى تأييد فعالية سياسة دون الأخرى؛ بداية بظهور الجدل النقدي المالي بقيادة "ميلتون فريدمان" وأتباعه الذين فضلوا السياسة النقدية باعتبار أن لكمية النقود تأثير هام على النشاط الاقتصادي. ووصولاً إلى "جون هيكس" سنة 1937 والذي بين في نموذج "ISLM" تداخل السياستين في تحديد الناتج ومعدلات الفائدة في الأجل القصير، حيث تمثل نقطة تقاطع المنحنين نقطة توازن كليهما.

ب. **بروز الدعوة لاستقلالية السياسة النقدية عن السلطات السياسية**: من أهم رواد هذه الفترة التي امتدت من السبعينيات إلى الثمانينيات من القرن الماضي نجد كل من (Kydland & Prescott 1977)؛ (Barro & Gordon 1983)؛ (Rogoff 1985) و (Walsh 1995)؛ فبعد فشل سياسات تحقيق الاستقرار الكينزية في احتواء التضخم أوضح (Kydland & Prescott 1977) في نموذج عدم الاتساق الزمني للسياسة النقدية تحلي الحكومة عن السياسة النقدية غير التضخمية، ثم طور هذا النموذج Barro & Gordon من خلال تفسير ميولات الحكومة للميل التضخمي؛ ليقترح فيما بعد Rogoff تفويض السياسة النقدية إلى بنك مركزي مستقل؛ وافقه في ذلك Walsh الذي ركز أن تكون العلاقة بين البنك المركزي والحكومة بعقد وكالة بينهما، وتلتزم فيه الحكومة بتقديم حوافز مادية لمحافظة البنك المركزي مقابل تطبيقه بنود العقد المبرم .

ج. ظهور أهمية التنسيق بين السياستين: امتدت هذه الفترة من الثمانينيات والتسعينيات من أهم روادها (Sargent and Wallace 1981)؛ (Woodford 1995-2001) و(King 1995)؛ نتيجة الشد والجذب من سياسة لأخرى وبروز عيوب تطبيق سياسة واحدة دون الأخذ بعين الاعتبار لأدوات السياسة الأخرى الملائمة تباينت الدراسات من فترة لأخرى؛ حيث أوضح Sargent and Wallace أن قدرة السياسة النقدية في السيطرة على التضخم تظل محدودة إذا لم تسر السياسة المالية بجانبها، وبين Woodford في النظرية المالية للمستوى العام للأسعار أن السياسة المالية لها الدور الكبير في تحديد مستوى الأسعار، بحيث يتحدد مستوى الأسعار من خلال القيمة الحقيقية للدين الحكومي مع القيمة الحالية للفائض بالميزان الحكومي الأساسي. ليؤكد في دراسة أخرى سنة 2001 أن تحقيق الاستقرار السعري يتطلب سياسة نقدية وسياسة مالية ملائمة في نفس الوقت. لي طرح King فرضية مغايرة لتلك التي قدمها Sargent and Wallace فبعد إشارته إلى الأثر المالي للسياسة النقدية، اقترح إصدار سندات مرتبطة بمؤشر الرقم القياسي للأسعار.

1-3 السياسات النقدية والمالية في منطقة الاتحاد النقدي الأوروبي:

إن ما يميز السياسات النقدية والمالية في منطقة الأورو أنها تتبع سياسة نقدية واحدة بإشراف البنك المركزي الأوروبي وسياسات مالية وطنية ما جعل أمر التنسيق بينهما في الأزمات المالية صعب نوعاً ما بحيث لا تكون للدولة الحرية المطلقة في اختيار التوليفة المناسبة من أدوات السياستين التي تناسب وتلاءم طبيعة وهيكل اقتصادها وموارده. أ. الأدوات الرئيسية للسياسة النقدية وسعر الفائدة في منطقة الأورو: إن الأداة الرئيسية للسياسة النقدية في أوروبا الموحدة هي عمليات السوق المفتوحة التي تقوم بدور مهم في توجيه أسعار الفائدة وإدارة السيولة في منطقة الأورو، حيث تسمح هذه العمليات بتوفير الجزء الأكبر من عمليات إعادة التمويل في المنطقة بالإضافة إلى القيام بدور أساسي في إدارة السيولة في الاتحاد الأوروبي وتخفيف عدم استقرار أسعار الفائدة، من أجل ذلك سيكون هناك تسهيلان دائماً هما:

- تسهيل لمبارد: والذي تستطيع البنوك التجارية من خلاله الحصول على السيولة على الفور مقابل أصول مستوفية الشروط.

- تسهيل الإيداع: حيث تستطيع البنوك التجارية إيداع فوائضها فيه على الفور.

غير أن الغموض يتمثل في كيفية مشاركة البنك المركزي الأوروبي بتوفير السيولة للبنوك المتعثرة في الظروف الطارئة، فالبنك المركزي في حالة أزمات الأسواق والمؤسسات المالية قد يزيد ضخ الأموال أو يسمح للبنوك المركزية الوطنية بالتدخل في أزمة سيولة محلية، غير أن هذا التدخل يتطلب توفر معلومات كافية حول ظروف الأزمة وأطرافها لغرض تقييم الائتمان ولكن لا يوجد إطار متكامل قابل لإدارة الأزمات في الاتحاد الأوروبي في الوقت الحالي، حيث أن الأزمات قد يتم إدارتها من خلال ترتيبات يتفق عليها في حينها، وقد تكون الفكرة أنه إذا حدثت أزمة فإن أحد البنوك الوطنية أو سلطة وطنية كوزارة المالية تقوم بتقديم السيولة ثم تتابع البنوك المركزية والمشرفون بصورة هادفة بإيجاد الحلول طويلة الأجل، وقد يفسر النقص في إرساء الترتيبات لمعالجة أزمات السيولة هذه بأنه

غموض مقصود به عدم الإفصاح عن هذه الترتيبات للجمهور بهدف تقليل المخاطر المعنوية ولكن في نهاية الأمر قد يضطر البنك المركزي الأوروبي للقيام بدور قيادي لإدارة الأزمات والإشراف علي البنوك (عجمي، 2014، ص 568، صفحة 568).

الجدول 01: "إجراءات تشغيل النظام الأوروبي للبنوك المركزية الخاصة بعمليات السوق المفتوحة"

الأدوات	الإجراءات
التمويل الأساسي	تكرار أسبوعي، أجل استحقاق لمدة أسبوعين، ينفذ من خلال عطاءات نمطية لإعادة الشراء (سعر متغير/ثابت) يوفر إشارات مهمة لسعر الفائدة.
التمويل طويل الأجل	تكرار شهري، أجل استحقاق يبلغ ثلاث شهور ينفذ من خلال عطاءات إعادة الشراء (سعر متغير/ثابت) يوفر تمويل أطول أجل.
التمويل الطفيف	تكرار وأجل استحقاق متغيران ينفذ من خلال عطاءات سريعة أو إجراءات ثنائية، يستخدم لمجعل أسعار الفائدة متساوية.
تسهيل لمبارد	عمليات السوق المفتوحة للتسهيلان الدائمان أجل استحقاق ليلة واحدة، سعر الفائدة أعلى من معدل العطاءات، يوفر الحد الأدنى لأسعار الفائدة في السوق.
الملاحم الأساسية	اشتراطات الاحتياطي فترة الاحتفاظ به شهر واحد، متباطئ، أصول مستوفية الاشتراطات، له حساب رصيد مقابل في البنوك المركزية الوطنية، تستخدم بيانات ميزانية آخر الشهر حول الالتزامات لتحديد قاعدة الاحتياطي، يغطي مؤسسات الائتمان.

المصدر: (إينوخ وآخرون، 1998، ص 35).

ب. السياسة المالية في منطقة الأورو: لا تملك منطقة الأورو سلطة مالية مركزية وستكون المسؤولية الأولى على سياسة مالية وهيكلية لا مركزية، ومن فوائد اللامركزية أن كل بلد سيكون قادرا على تكييف السياسات المالية والهيكلية لتناسب مع الأزمة، ولكن هذه السياسة ستواجه مشكلة تكمن في كيفية التوصل إلى مزيج من السياسات الملائمة على مستوى منطقة الأورو، لأن السياسات الوطنية غير المناسبة ستكون لها آثار سلبية تمتد إلى بقية الدول الأعضاء عبر تأثيره على السياسة النقدية الواحدة وسعر الصرف الواحد في منطقة الأورو. ولكن الأسواق الأكثر مرونة تميل إلى تخفيض حدة الاختلافات الدورية وآثارها المعاكسة وبصورة خاصة على البلدان الأقل تقدما في الدورة الاقتصادية فهذه المرونة تقلل من تأثير جمود اتجاه الأجور نحو الانخفاض على عرقلة عملية التصحيح (عجمي، 2014، صفحة 568).

2- أزمة الديون السيادية في منطقة الاتحاد النقدي الأوروبي:

إن أزمة الديون السيادية في منطقة الاتحاد النقدي الأوروبي كانت نتيجة عجز بعض دول الاتحاد عن سداد ديونها الخارجية (الديون العامة الحكومية) وللمحافظة على التكتل النقدي الأوروبي كان من اللازم على دوله التحرك العاجل والمنسق؛ بعد عجز الدول منفردة عن إيجاد الحلول حتى بعد اتباعها لإجراءات التقشف كاليونان.

2-1 مسار أزمة الدين العام في منطقة الاتحاد النقدي الأوروبي:

إن أزمة الديون السيادية في أوروبا ما هي إلا امتداد لأزمة الرهون العقارية الأمريكية والتي شلت النظام المصرفي العالمي مما جعل بعض الدول الضعيفة اقتصاديا في منطقة الأورو تتأثر بصورة كبيرة، كذلك الإجراءات الفردية لاحتواء الأزمة لم تكن لها نتائجها المرجوة، فأزمة الدين السيادي ظهرت بعد فشل بعض دول منطقة الأورو خاصة دول الجنوب في الوفاء بالتزاماتها اتجاه دايونها مما أفقدهم الثقة فيها وكانت اليونان أولى هذه الدول، تلتها بعد ذلك إيرلندا والبرتغال وإيطاليا وإسبانيا وقد شبهت حركة الديون في هذه الدول بالحلزون.

تحدث أزمة الديون السيادية عندما يتوقف المقترض عن السداد فعليا، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة (رايس، 2009، صفحة 67).

ويمكن تتبع تطور أزمة الديون السيادية من خلال المراحل الخمس التالية (السقا، 2012، صفحة 01):

- في المرحلة الأولى: ترتفع مستويات الدين القائم على الدولة نتيجة مجموعة من العوامل المسببة لتصاعد الدين، التي يمكن أن تكون بسبب ضعف المالية العامة نتيجة عدم كفاية الإيرادات الضريبية أو انخفاض كفاءة عملية تحصيلها أو ارتفاع مستويات الإنفاق العام للدولة على نحو لا يتماشى مع قدرتها على جمع الضرائب... الخ ويترتب على استمرار هذه الأوضاع استمرار ارتفاع نسبة الدين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للدولة.
- في المرحلة الثانية: ترتفع درجة القلق في الأسواق نتيجة تفاقم مستويات الدين القائم على الدولة، وهو ما يؤدي إلى اهتزاز ثقة المستثمرين بسندات الدولة، نظرا لتراجع الثقة بقدرتها على خدمة ديونها، الأمر الذي يدفعهم إلى طلب معدلات أعلى من العائد على سندات الدين الخاصة بالدولة لمواجهة ارتفاع مخاطر توقفها عن خدمة الديون، ويعني ذلك ارتفاع معدلات على إصداراتها الجديدة من السندات.
- في المرحلة الثالثة: ترتفع تكلفة خدمة الدين نتيجة ارتفاع مستويات الدين القائم على الدولة من ناحية وارتفاع معدلات الفائدة على السندات الجديدة من ناحية أخرى، ومن ثم تكون المحصلة النهائية لذلك هي ارتفاع مستويات الإنفاق العام للدولة على نحو أكبر ليرتفع بذلك العجز المالي نسبة إلى الناتج في الدولة.
- في المرحلة الرابعة: يترتب على ارتفاع تكلفة الإقراض محاولة الدولة السيطرة على إنفاقها العام من خلال محاولة زيادة الضرائب أو رفع درجة كفاءة التحصيل لها، أو من خلال طلب المساعدة من المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي، أو تلجأ الدولة إلى خيار التقشف، حيث تقوم بتخفيض مستويات الإنفاق

بهدف السيطرة على العجز المالي ومن ثم النمو في الدين العام للدولة، غير أن تلك السياسة يترتب عليها انخفاض معدلات النمو وقد تدخل الدولة في حالة كساد، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الدين إلى الناتج.

- في المرحلة الخامسة: نتيجة لهذه التطورات يصبح من الصعب على الدولة أن تقوم بخدمة دينها القائم ويقبل إقدام المستثمرين على شراء سندات الدولة وهو ما قد يؤدي إلى توقف الدولة عن خدمة ديونها، حتى ينتهي الأمر بالدولة إلى إعلان إفلاسها.

2-2 السياسات الأوروبية لاحتواء الأزمة:

تميزت السياسة الأوروبية في هذه المرحلة بقدر كبير من التحكم ولم يسمح بمفاوضات فعلية مع البلد المعني بعملية الإنقاذ، فبعد انفجار الأزمة اتفق وزراء مالية الدول الأعضاء في ماي 2010 على خطة تهدف إلى حماية العملة الموحدة بمبلغ إجمالي يقارب 750 مليار أورو، ومن جهة أخرى أعلن البنك المركزي الأوروبي عن برنامج استثنائي لإعادة شراء ديون دول منطقة الأورو من الأسواق المالية، وتمثل محاور الخطة في ما يلي (عبيدات و بوعمامة، 2012، الصفحات 13-14):

أ. خلق آلية الاستقرار الأوروبي: شكلت آلية الاستقرار المالي حجر أساس في بناء سياسة أوروبية مستقبلية وبصيغة مرنة تسمح بإضافة وظائف جديدة لها أو رفع مستوى تمويلها، أي لا يمكن البناء عليها. ومن البداية اتفق على ألا تتعدى وظائف الآلية إقراض الحكومات وتمكينها أيضا من شراء سندات حكومية من الحكومات مباشرة، وتستند هذه الآلية إلى جانبين هما:

- إنشاء مؤسسة تجارية في قانون لكسمبورغ، بعقد مبرم في 07 جوان 2010 بين 17 دولة عضو في منطقة الأورو، مخصص لتمويل هذه الدول بضمان الأعضاء في المنطقة بمبلغ إجمالي 440 مليار أورو. الهدف من إنشاء الصندوق دعم الاستقرار المالي في المنطقة بتقديم مساعدة مالية مؤقتة إلى الدول الأعضاء التي تعاني ثقل الديون، نسبة مشاركة الدول فيه تكون بحسب حصتها في البنك المركزي الأوروبي، حيث تأتي ألمانيا في المقدمة بنسبة 27 %، تليها فرنسا بنسبة 20 %، وإيطاليا بنسبة 18 % - كما وافقت حكومات منطقة الأورو على السماح للصندوق الأوروبي للاستقرار المالي بشراء الدين السيادي بخصم في السوق الثانوية، وتمويل عملية إعادة رزمة البنوك وتقديم خطوط ائتمان وقائية للبلدان الواقعة تحت الضغط في أسواق الدين.

الشكل 01: " مؤسسة الاستقرار المالي الأوروبي "



المصدر: (عبيدات و علي، 2012، صفحة 14).

ب. الآلية الأوروبية للاستقرار المالي (MEFS): تم إكمال الجهاز الحكومي بآلية مشتركة تدار من قبل المجلس الأوروبي لحساب 27 دولة الأعضاء في الاتحاد الأوروبي، وفي 09 ماي 2010 تم إنشاء آلية استقرار مالي أوروبي، وتعتبر هذه الآلية مؤقتة وتكمل آلية المساعدة الموجودة لدعم الدول التي لم تنضم بعد إلى العملة الموحدة، يتيح لدول الاتحاد الأوروبي مبلغ 60 مليار أورو كحد أقصى لمساعدة الدول التي تواجه صعوبات مرتبطة بحوادث استثنائية خارجة عن السيطرة، يتم تعبئتها في أجل قصير جدا من قبل المجلس الأوروبي للإقراض في الأسواق المالية.

ج. الآلية الأوروبية للاستقرار النقدي: أما من جانب السياسة النقدية فقد قام البنك المركزي الأوروبي بما يلي:

- توفير قروض إضافية للبنوك التجارية (1-6 شهر، 12 شهر) إضافة إلى القروض العادية (أسبوع، 03 أشهر).
- تخفيض نوعية الضمانات المستعملة من قبل البنك المركزي الأوروبي على القروض من التصنيف A إلى التصنيف BBB.
- التدخل في سوق السندات تحت صيغة تكوين آلية تبلغ 60 مليار أورو، هذه السندات مضمونة بقروض عقارية أو ديون القطاع العام. وإعادة شراء ديون اليونان، إيرلندا وإسبانيا من السوق الثانوية.

2- الدراسات السابقة: من أهم الدراسات التي تناولت موضوع تنسيق السياسات المالية والنقدية نذكر:

1-2 دراسة (كمال، تجربة الاتحاد النقدي الأوروبي في مجال التنسيق بين السياسات المالية والنقدية، 2010):

هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى استعراض التجربة الأوروبية كمثال للتنسيق في ظل نظام سعر الصرف الثابت، وذلك لتعكس آلية التنسيق بين السياستين على المستوى الدولي، من خلال عرض أهم الترتيبات المؤسسية وآليات التنفيذ اللازمة لكفاءة عملية التنسيق، وانطلقت من إشكالية: هل نجحت دول منطقة الأورو في تنسيق سياساتها الاقتصادية من خلال الترتيبات المؤسسية التي أوجدتها؟

لتحاول معالجتها ضمن منهج وصفي مدعم بإحصائيات، ومن أهم الترتيبات والمؤسسات التي أوجدتها الدول الأوروبية للسهر على سير عملية التنسيق حسب الباحثة:

- البنك المركزي الأوروبي: المسند له مهمة تنفيذ السياسة النقدية الواحدة بإشرافه على قيادة البنوك المركزية الوطنية للدول الأعضاء، مع ضمان تطبيق المادة 107 من معاهدة ماستريخت والتي تنص على " تمتع النظام الأوروبي للبنوك المركزية باستقلاليتها عن حكومات الدول الأعضاء".
- الحد من التعارض بين السياستين النقدية والمالية.
- وضع ضوابط على إقراض البنك المركزي الأوروبي المباشر لحكومات الدول الأعضاء بالاتحاد.

وتوصلت الباحثة إلى الإسراع في إحداث ترتيبات مؤسسية جديدة مكتملة لميثاق الاستقرار والنمو قد يسهم في تجاوز بعض الاختلالات في مؤشرات الاقتصاد الكلي كمعدلات البطالة والعجز المالي المرتفع، وكذا ارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي.

2-2 كما توصلت نفس الباحثة من خلال دراسة أخرى (كمال، التحقق من أثر التنسيق بين السياستين المالية والنقدية على الأهداف الاقتصادية باستخدام نموذج قياسي، 2010): حين قامت بتقدير نموذج قياسي باستخدام بيانات مجمعة لخمسة دول صناعية إلى التحقق من تأثير التنسيق بين السياستين المالية والنقدية على أهداف الاقتصاد الكلي، حيث تتسم هذه الدول بتوفر الترتيبات المؤسسية اللازمة لنجاح عملية التنسيق بين السياستين وبخبرتها الطويلة نسبياً في تطبيق سياسات الاستقرار الاقتصادي.

إذ حاولت اختبار فرضية: يؤدي التنسيق بين السياستين المالية والنقدية من خلال منح البنك المركزي درجة أكبر من الاستقلالية عن السلطة المالية، وتوفير بدائل أخرى لتمويل العجز الحكومي من خلال تطوير الأسواق المالية المحلية إلى صياغة السياسة الاقتصادية الكلية وتحقيق الأهداف العامة للدولة بصورة أكثر كفاءة مقارنة بعدم وجود آلية لمثل هذا التنسيق.

من أجل ذلك اعتمدت الباحثة على بيانات خمسة دول صناعية (المملكة المتحدة، نيوزيلندا، الولايات المتحدة الأمريكية، أستراليا) عبر سلسلة زمنية ممتدة من سنة 1975 إلى 2005 باستخدام طريقة Seemingly Unrelated Régression (SUR) التي تم تطبيقها على بيانات مجمعة Pooled Data حيث تم صياغة المعادلتين التاليتين:

$$Pdratio_{i,t} = \beta_d X_{i,j,t} + \theta_d MFP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \dots (1)$$

$$Rr_{i,t} = \beta_r X_{i,j,t} + \theta_r MFP_{i,t} + \mu_{i,t} \quad \dots (2)$$

وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة: تحقق الفرضية موضع الدراسة، حيث يتحقق التنسيق في إطار استهداف التضخم الذي يسهم في منح الاستقلالية للبنوك المركزية ويؤدي إلى توفير مصادر غير تضخمية لتمويل العجز المالي.

2-3 دراسة (عبد اللاوي وآخرون، 2016): والتي هدف الباحثون من خلالها إلى معرفة السياسات الاقتصادية المنتهجة زمن الأزمات الاقتصادية من خلال طرح المشكلة البحثية التالية: هل يعتبر التنسيق بين السياسات المالية والنقدية شرطا ضروريا للتعافي من الآثار السلبية للأزمات المالية والاقتصادية.

وقصد الإجابة عن هذه الإشكالية تطرق الباحثون إلى نقطتين أساسيتين في الدراسة: تمثلت الأولى في العلاقة التبادلية بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية كمبرر موضوعي للتنسيق بين السياسات المالية والنقدية، بينما تمثلت النقطة الثانية في عينة من الأزمات تم فيها استخدام سياسات معينة أبانت قصورها لوحدها في احتواء هذه الأزمات حيث شملت العينة التحليلية أربع أزمات رئيسية هي:

أزمة الكساد الكبير 1929، أزمة شرق آسيا 1997، أزمة فقاعة الإنترنت 2000، أزمة الرهون العقارية 2008، وقد توصل الباحثون إلى أن السياسات التي انتهجتها الدول أو المؤسسات الدولية سواء على الصعيد المحلي أو العالمي لعلاج الأزمات ظلت بعيدة عن التصدي للأسباب الحقيقية والفعلية للأزمة.

2-4 دراسة (Togo, 2007): هدفت هذه الورقة إلى تحليل العلاقات المتبادلة بين سلطة إدارة الدين والسياسات النقدية والمالية في إدارة الأصول والخصوم؛ وخلصت إلى أن وجود إدارة مستقلة لإدارة الدين يجنب سيطرة سياسة على أخرى ويجنب وجود مزيج غير متناسق من السياسات.

3- دور تنسيق السياستين في أزمة الدين العام في منطقة الأورو باستعمال النمذجة البنائية:

تم اعتماد منهجية النمذجة البنائية باستخدام برنامج سماتر بلس:3 كون متغيرات الدراسة المستقلة الرئيسية وهي السياسة النقدية والسياسة المالية متغيرات غير مقاسة مباشرة ويمكن التعبير عنهما بواسطة أدواتهما؛

3-1 متغيرات الدراسة: اعتمدنا في بحثنا عن المتغيرات التالية كما يلي:

أ. المتغيرات المستقلة: وهي الكتلة النقدية؛ رسملة سوق رأس المال؛ وهما أداتين للسياسة النقدية، والإيرادات الضريبية؛ والإنفاق العام كأداتين للسياسة المالية.

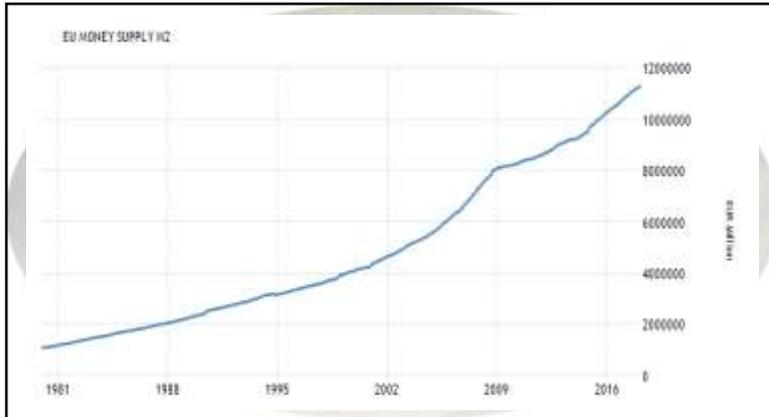
■ الكتلة النقدية M2: ويقصد بها مجموع الأوراق النقدية المصدرة والنقود المعدنية الموجودة خارج الخزينة والمصارف، وكذلك الودائع لدى البنك المركزي والمصارف المتخصصة وبإضافة الودائع لأجل وودائع التوفير والودائع بالقطع الأجنبي في الأسواق النقدية التي تكوّن العرض النقدي.

الجدول 02: " تطور الكتلة النقدية في منطقة الأورو الوحده: مليون أورو "

الكتلة النقدية	السنة
5.44792E+12	2001
5.80935E+12	2002
6.16749E+12	2003
6.54915E+12	2004
7.1109E+12	2005
7.77826E+12	2006
8.65984E+12	2007
9.33782E+12	2008
9.23619E+12	2009
9.32077E+12	2010
9.53505E+12	2011
9.80796E+12	2012
9.84948E+12	2013
1.03103E+13	2014
1.08342E+13	2015

المصدر: بيانات البنك العالمي.

الشكل 02: " الكتلة النقدية في منطقة الأورو لـ 10 سنوات وقبل انطلاق الأورو على التوالي "



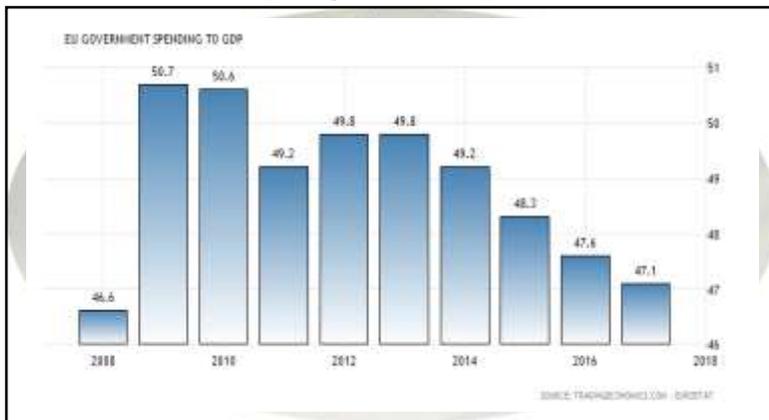
Source: <https://tradingeconomics.Com/euro-area/money-supply-m2>

كما يتبين كذلك بالأرقام حيث سجل المعروض النقدي أدنى مستوى له في يناير 1980 أين أريد تطبيقه كعملة موحدة في الاتحاد الاقتصادي الأوروبي بمبلغ 1070365 مليون أورو، في حين بلغ متوسط العرض

النقدي M2 4880239.46 مليون أورو من سنة 1980 إلى سنة 2018، ليتابع ارتفاعاته ففي 2018 مثلاً سجل ارتفاعاً من 11287281 مليون أورو في مارس 2018 إلى 11303898 مليون أورو في أبريل 2018 وهو أعلى مستوى له.

- رسملة سوق رأس المال: وتشمل أسهم الشركات المحلية والأجنبية المدرجة، الأسهم المشتركة والمفضلة من الشركات المحلية، ومشاركتها دون حقوق التصويت وتستثني صناديق الاستثمار الجماعي، الحقوق والضمانات وصناديق الاستثمار المتداولة والأدوات القابلة للتحويل، الخيارات والعقود الآجلة أسهم أجنبية مدرجة غير تلك المدرجة حصرياً، الشركات التي هدفها التجاري الوحيد هو الاحتفاظ بأسهم شركات أخرى مدرجة، مثل الشركات القابضة والشركات الاستثمارية، بغض النظر عن وضعها القانوني، الشركات التي يتم قبولها في التداول يمكن قياس حجم سوق الأوراق المالية بطرق مختلفة، ويرتبط تطوير الأسواق المالية للاقتصاد ارتباطاً وثيقاً بتطوره العام حيث توفر النظم المالية التي تعمل بشكل جيد معلومات جيدة يسهل الوصول إليها والتي يمكن أن تخفف تكاليف المعاملات وبالتالي تحسين تخصيص الموارد وتعزيز النمو الاقتصادي.
- الإيرادات الضريبية: الإيرادات الضريبية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي: تشير الإيرادات الضريبية إلى التحويلات الإلزامية إلى الحكومة المركزية للأغراض العامة، وتستبعد بعض التحويلات الإلزامية مثل الغرامات والعقوبات ومعظم مساهمات الضمان الاجتماعي، وتعامل المبالغ المستردة وتصحيحات الإيرادات الضريبية التي تم جمعها عن طريق الخطأ على أنها إيرادات سلبية
- الإنفاق العام نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي: يشمل الإنفاق العام على الاستهلاك الحكومي العام جميع النفقات الحكومية الجارية لشراء السلع والخدمات بما في ذلك تعويضات الموظفين، ويشمل أيضاً معظم النفقات على الدفاع والأمن الوطنيين، ولكنه يستثني النفقات العسكرية الحكومية التي تشكل جزءاً من تكوين رأس المال الحكومي.

الشكل 03: " الإنفاق الحكومي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في منطقة الأورو "



Source: <https://tradingeconomics.Com/euro-area/government-spending-to-gdp>

ب. المتغير التابع: الدين العام نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

العلاقة بين الدين العام والناتج المحلي الإجمالي علاقة عضوية، حيث أنه يتم تمويل إنتاج هذا الناتج من مصادر ذاتية للوحدات المساهمة فيه، ومصادر خارجية من وحدات أخرى، وأن القطاعات الاقتصادية ومنها القطاع الحكومي يساهم في إنتاج هذا الناتج، وما يدفع من فوائد وأعباء سداداً للديون يمثل أحد بنود تكاليف الإنتاج عن قروض سابقة ربما لم تساهم الآن في هذا الناتج، ولذا فإنه تقاس هذه العلاقة بمؤشرين هما:

■ المؤشر الأول: نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتكون هذه النسبة في حدود الأمان إذا لم تتجاوز 60% أما إذا زادت عن ذلك فإن الأمر يمثل مشكلة فإذا تزايد كثيراً فإننا نكون قد وصلنا إلى مرحلة الأزمة الخطرة، ومن الجدير بالذكر أن الناتج المحلي الإجمالي يقاس بعدة مقاييس هي:

- الناتج المحلي بتكلفة عوامل الإنتاج.

- الناتج المحلي بسعر السوق: وهو عبارة عن قيمة الناتج المحلي بتكلفة الإنتاج إضافة إلى صافي الضرائب غير المباشرة (الضرائب غير المباشرة - إعانات الإنتاج) كما أنه يقاس كل منهما إما بالأسعار الثابتة لتلافي نتيجة التضخم وانخفاض القوة الشرائية للجنيه أو بالأسعار الجارية وهي تزيد عادة عن الأسعار الثابتة بمعدل التضخم ما بين سنة الأساس والسنة الحالية.

■ المؤشر الثاني: مقارنة معدل نمو الدين العام بمعدل نمو الناتج المحلي، ووضع الأمان يكون بتساوي أو زيادة معدل نمو الناتج المحلي عن معدل نمو الدين العام.

وتشير نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى معايير ماستريخت، وإحصاءات الدين الحكومي المستخدمة هي الإحصاءات المستخدمة في سياق إجراءات العجز المفرط. (الأسهم المالية بالقيمة الاسمية، والنقاط المتوقعة، وليس موسمياً أو يوم عمل معدلة القيمة المرجعية التي حددتها معايير ماستريخت هي 60٪).

الجدول 03: توقعات تطور الدين الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في دول (PIGIS)

الوحدة %

السنوات	اليونان	ايرلندا	إيطاليا	البرتغال	إسبانيا
2015	170.982	111.676	136.427	128.722	101.101
2016	160.523	108.731	134.060	126.462	102.143
2017	151.997	105.820	131.350	124.054	102.137
2018	144.612	101.684	128.668	121.763	101.137
2019	135.334	97.456	125.623	119.315	99.636

المصدر: بيانات صندوق النقد الدولي على الرابط: <http://www.imf.org>، تاريخ الاطلاع 2017/06/13.

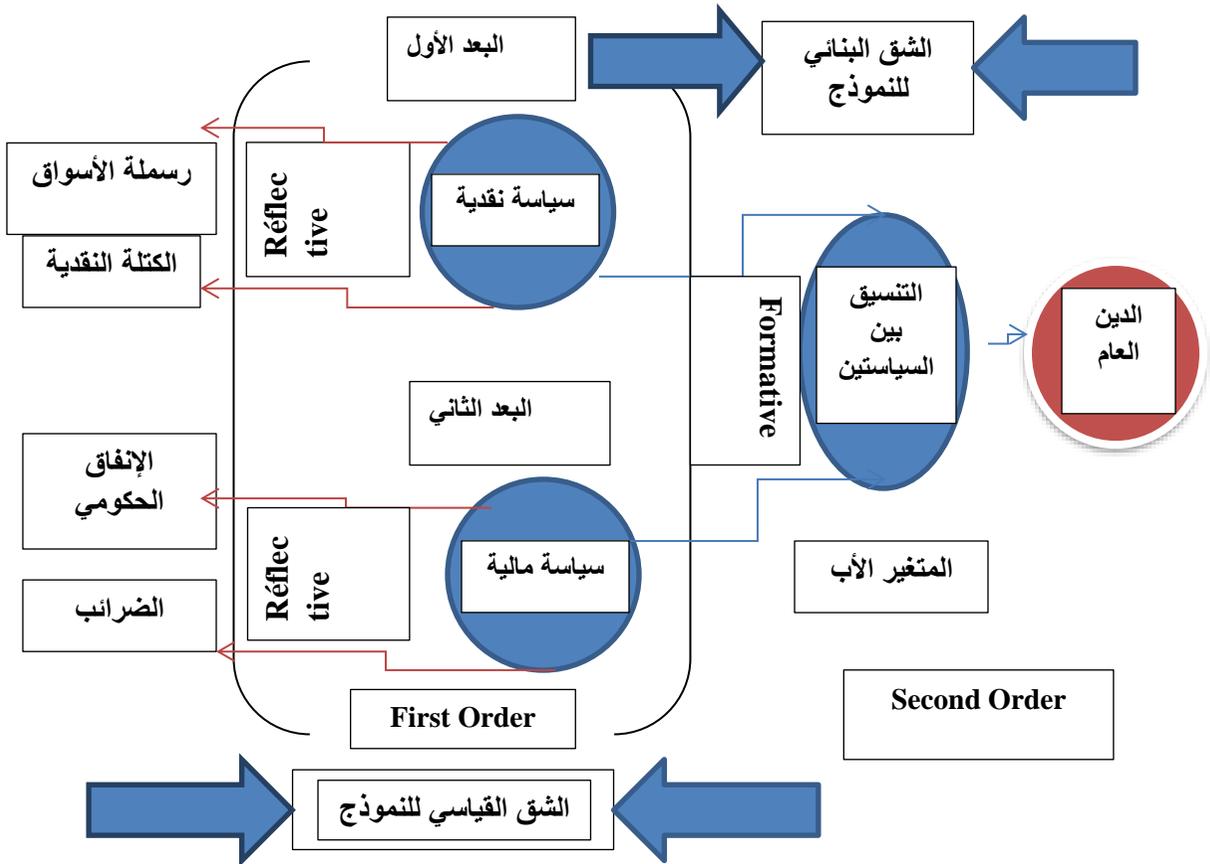
3-2 النموذج العام للدراسة: ويتكون من شقين هما الشق القياسي للنموذج والشق البنائي للنموذج:

- الشق القياسي يضم بعدين وهما المتغيرات المستقلة: بعد السياسة النقدية ويعبر عنه بأدوات السياسة النقدية رسملة سوق رأس المال والكتلة النقدية المتاحة في منطقة الاتحاد النقدي الأوروبي وهي متساوية في كل دول المنطقة باعتبار السياسة النقدية واحدة بإدارة البنك المركزي الأوروبي؛ بعد السياسة المالية ويعبر عنه بأهم أدوات السياسة المالية وهما الإنفاق الحكومي والضرائب وهي تختلف من دولة إلى أخرى في منطقة الاتحاد النقدي الأوروبي على اعتبار أنها من صلاحيات حكومات دول المنطقة.

- الشق البنائي ويتكون من الشق القياسي للنموذج مضافا إليه بعد التنسيق بين السياستين والذي ينشأ من تفاعل أدوات السياستين في آن واحد والمتغير التابع وهو الدين العام.

- تم بناء نموذج الدراسة كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 4: "نموذج الدراسة"



المصدر: من إعداد الباحثة

3-3 التحليل ونتائج الدراسة:

أ. تحليل الشق القياسي للنموذج:

- نتائج صدق التقارب: تشمل ثلاث اختبارات أساسية نلخصها في الجدول الموالي:

الجدول 04: " نتائج اختبارات صدق التقارب "

المتغيرات الكامنة - المستوى الأول	مؤشرات القياس	التحميل	معامل أوميغا الموزونة Ω	AVE
السياسة النقدية	القيمة السوقية للسهم	-0.709 مفسرة	0.726 مقبولة	0.562 مقبولة
	الكتلة النقدية M_2	0.789 مقبولة		
السياسة المالية	الإنفاق الحكومي	0.997 مقبولة	0.994 مقبولة	0.502 مقبولة
	الضرائب	-0.094 مفسرة		

المصدر: من إعداد الباحثة استنادا إلى مخرجات برنامج سمارت بلس 3.

من خلال الجدول يمكننا القول إن نتائج تحليل مرحلة التقارب في نموذج القياسات كانت مقبولة وموافقة لشروط اعتماد النموذج.

- تفحص العنصرية: ويشمل اختبارين رئيسيين هما: - تقاطع التحميل: كانت النتائج حسب الجدول:

الجدول 5: " نتائج اختبار تقاطع التحميل "

المؤشرات	أزمة الدين السيادي	التنسيق بين السياسيتين	السياسة المالية	السياسة النقدية
MarketCap_1	-0.171	-0.556	-0.233	-0.709
MoneM_1	0.335	0.638	0.064	0.789
TaxRev_1	0.185	0.503	0.997	0.181
govexp_1	0.074	0.037	-0.094	0.089

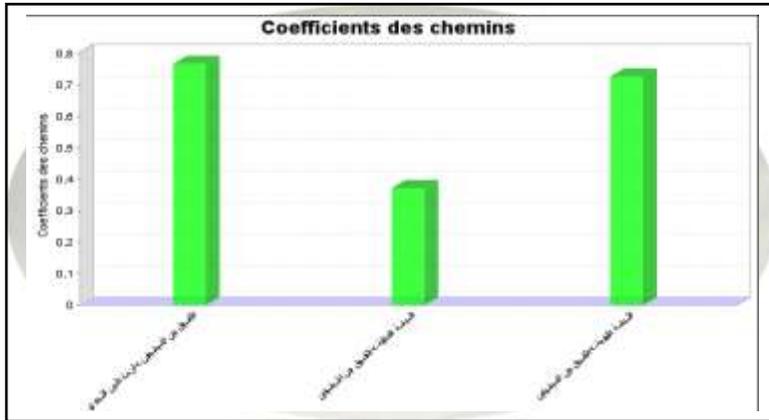
المصدر: من إعداد الباحثة استنادا على مخرجات سمارت بلس 3

بقراءة للنتائج المتحصل عليها يمكننا القول: إن الشرط الأول لعنصر صدق التمايز محقق فمثلا الكتلة النقدية سجلت حمولة قدرها 0.789 لمتغيرها الكامن للسياسة النقدية وهي أعلى حمولة لها، كذلك القيمة السوقية للسهم بالقيمة المطلقة سجلت أعلى قيمة لها حيث قدرت بـ 0.709 بالنسبة للسياسة النقدية.

ب. تحليل الشق الهيكلية للنموذج:

- اختبار معاملات المسار بين المتغيرات الكامنة: والنتائج مبينة في الشكل التالي:

الشكل 05: "معاملات المسار"



المصدر: مخرجات برنامج سماتر بلس 3.

– اختبار معامل التحديد: من خلال مخرجات البرنامج يمكننا القول إن المتغيرات المستقلة الثلاثة (السياسة النقدية، السياسة المالية والتنسيق بين السياستين) قد فسرت ما مقداره 0.585 من المتغير التابع الدين السيادي وهي قيمة معتدلة ومقبولة حسب معيار (Chin 1998) وهي لا تختلف كثيرا عن قيمة معامل التحديد المعدلة والمقدرة بـ 0.582.

الخلاصة:

لم يكن لدول منطقة الأورو التي تأثرت بالأزمة المالية العالمية خيارات كثيرة لوقاية اقتصاداتها بالشكل المطلوب كما هو الحال بالنسبة لليونان التي ظلت تعاني من نسب عالية لديونها العامة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ويرجع السبب الرئيسي في ذلك لعدم تحقيقها للشروط الدنيا المطلوبة في معاهدة ماستريخت (3% عجز الموازنة و 60% الدين العام نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي) وهي التي ظلت ولا تزال تعاني من العجز التوأم فإحلالها لشروط الانضمام من البداية بتقديمها أرقام مغلوبة عن بياناتها المالية جعلها تفقد المصداقية والثقة في المنطقة، ومن أهم النتائج المتوصل إليها نذكر:

- السياسة النقدية بأهدافها وأدواتها تعبر عن الوضع النقدي للدولة الذي يمكنها من اتخاذ القرارات والإجراءات اللازمة للنهوض بالقطاع المصرفي كونه المحرك الاقتصادي لأي دولة.
- تعتبر السياسة المالية المرآة العاكسة لأداء الحكومة الاقتصادي من خلال نتيجة ميزانيتها العامة حيث يكون أدائها جيدا متى كانت ميزانيتها متوازنة بتساوي إيراداتها مع نفقاتها وتكون الأعباء الضريبية لا تميز ولا تجعل تفاوت كبير بين طبقات المجتمع ويكون الإنفاق يناسب مقدرة الدولة الاقتصادية ومواردها.
- التمويل بالعجز له آثار إيجابية إذا كان الدين محلي ووجه للإنفاق حسب الأهداف المرجوة منه.

○ الدين العام الخارجي له آثار سلبية في المدى البعيد ومن أجل إدارته لابد من التنسيق بين السياستين خصوصا في ظل تكتل اقتصادي.

قائمة المراجع:

- هيل جيميل الجنابي عجمي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، 2014
- تشالز إينوخ وآخرون، التمويل والتنمية، 1998.
- حدة رايس، الآثار الاقتصادية لأزمة الرهون العقارية والولايات المتحدة الأمريكية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 16، 2009.
- عبد الكريم، على عبيدات وبوعمامة، مستقبل الاتحاد النقدي الأوروبي في ظل أزمة الديون الأوروبية، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، ورشة التكتلات والأزمة حالة الأزمة الراهنة، 20-27/02/2012، مركز العلوم الاقتصادية والتسيير الوادي.
- عقبه عبد اللاوي وآخرون، تنسيق السياسات المالية والنقدية زمن الأزمات المالية دراسة تحليلية لبعض الأزمات 1929-2008، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 05، 2016 .
- محمد إبراهيم السقا، حلزون الديون، نشر مجلة الاقتصادية الإلكترونية، السعودية، بتاريخ 2012/06/01 و أعيد نشره في مدونة اقتصاديات الكويت ودول مجلس التعاون، بتاريخ 2012/06/20، تاريخ الاطلاع 2015/07/24، على الرابط:
- http://economyofkuwait.blogspot.com/2012/06/blog-post.html.
- منى كمال. (نوفمبر، 2010)، الإطار النظري للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية، تاريخ الإطلاع : 2017/03/26 على الموقع :
- https://MPRA.ub.unimuenchen.de/26856/1/MPRA_paper_26856.pdf.
- منى كمال، (2010)، التحقق من أثر التنسيق بين السياستين المالية والنقدية على الأهداف الاقتصادية باستخدام نموذج قياسي، تاريخ الإطلاع 2017/03/26، على الموقع:
- https://MPRA.ub.uni-muenchen.de/26670/1/MPRA_paper_26670.pdf
- Togo, E. Coordinating Public Debt Management With Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework. *Policy Research Working Paper, N°4369*, 2007.