

سياسات التوسع المالي؛ أيها يصلح؟

هناك صلة قوية بين عناصر السياسة المالية وطول الأزمة المالية

إيمانويل بالداتشي وسانجيف غوبتا

Emanuele Baldacci and Sanjeev Gupta

عامل يقوم بتركيب سقالات بموقع للبناء في بنغتان، في مقاطعة جيانغى، بالصين.

تمتد جذورها في الاقتصاد الحقيقي (دراسة -Baldacci, Gupta, and Mulas، 2009).
”Granados, 2009“.

الموازن المالية العامة تتدهور

أسهمت البرامج الاستصوابية التي صدرت لمحاربة الركود العالمي في زيادة عجز الموازن الحكومية. وبالإضافة إلى ذلك، قلل النشاط الاقتصادي المتراجع والانخفاض في قيمة الأصول، إيرادات الحكومة وزاد الإنفاق على البرامج الاجتماعية القائمة، مثل تأمين البطالة. وفي المتوسط، من المتوقع أن تتدهور الموازن المالية العامة في بلدان مجموعة العشرين بنسبة ٧٪ من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠٠٩، مقارنة بفترة ما قبل الأزمة. وتفسر التدابير الاستصوابية نحو ثلث الزيادة في عجز الموازن. وكانت الحوافز المالية الاستصوابية أكبر إلى حد ما في اقتصادات الأسواق الصاعدة التي لديها برامج اجتماعية محدودة وإيرادات أقل. وفي المقابل، كان العجز الأكبر في اقتصادات مجموعة العشرين المتقدمة، ناجما أساسا عن الزيادات التي تتم بصورة آلية في الإنفاق على مثل هذه البرامج الاجتماعية القائمة مثل تأمين البطالة والمساعدات الاجتماعية. وقد انطوى الجانب الأكبر من الدفعة التنشيطية المالية على زيادة الإنفاق العام. فقد جاء أكثر من ثلثي الدفعة التنشيطية الاستصوابية في تدابير الإنفاق عام ٢٠٠٩، وجاء الباقي في تخفيضات الضرائب. ويمثل الاستثمار في مشروعات البنية التحتية نصف الدفعة التنشيطية تقريبا في الاقتصادات الصاعدة في مجموعة العشرين، مقارنة بنحو الخمس في الاقتصادات المتقدمة في مجموعة العشرين. وتمثل تخفيضات الضرائب، وبالذات ضرائب دخل الشركات والأفراد، حصة كبيرة من الدفعة التنشيطية المالية في الاقتصادات المتقدمة.

فترات الركود والسياسة المالية

خضع دور السياسات المالية والنقدية أثناء فترات الركود إلى دراسة مكثفة. إن تصدي السياسات المالية والنقدية لآثار انكماش الناتج أثناء فترات الركود، وتقلص الائتمان وتراجع ثمن الأصول (دراسة -Claessens, Kose, and Terrones، 2008). وتبدو السياسة المالية فعالة بشكل خاص في تقصير فترات الركود، ويبين هذا أن موقفا ماليا جريئا لمضادة للاتجاهات الدورية الاقتصادية

التدابير المالية مثل تخفيض الضرائب وزيادة الإنفاق محورية في تصدي الحكومة للأزمة المالية العالمية الحالية.

كانت

وقد تبنت كل بلدان مجموعة العشرين (مجموعة العشرين

- انظر الإطار) مجموعات من التدابير المالية الاستصوابية لمجابهة الانكماش الاقتصادي الذي انطلق في منتصف عام ٢٠٠٧ جراء أزمة مالية ومصرفية تمتد جذورها في سوق الرهن العقاري بالولايات المتحدة. وقد تكلفت تلك البرامج التي صدرت بالتحديد لتعزيز الطلب الكلي أثناء الانكماش الاقتصادي، نحو ٢٪ من إجمالي الناتج المحلي لبلدان مجموعة العشرين في عام ٢٠٠٩، والمقدر مستقبليا أن تبلغ ١.٦ من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠١٠ (دراسة صندوق النقد الدولي “IMF، 2009“).

وقد بدأت هذه السياسات المالية التوسعية في تعويض الانخفاض في الطلب الخاص في بلدان مجموعة العشرين، ولكن لا يزال الوقت مبكرا لتحديد ما إذا كانت ستساعد على تقصير مدة الركود وتعزيز النمو في المدى المتوسط أم لا. هل يهم ما إذا كانت الحكومات ستعتمد في غضون السنوات الثلاث إلى الخمس القادمة على تخفيضات الضرائب أو زيادة الإنفاق لمحاربة الركود؟ أو ما إذا كانت الحكومات ستخفض الضرائب الاستهلاكية أو ضرائب الدخل أو تنفق على الاستهلاك أو الاستثمار الحالي؟ سنبحث هذه الأسئلة باستخدام المعلومات التاريخية عن أزمات مصرفية سابقة، سببت ركودا أخطر وأطول من تلك التي

أكبر اقتصادات العالم

يمثل ما يسمى مجموعة العشرين العديد من أكبر اقتصادات العالم - المتقدمة والصاعدة - وتشكل نحو ٨٠٪ من الناتج والتجارة العالميين. وقد أصبحت مجموعة العشرين التي تضم ١٩ بلدا والاتحاد الأوروبي، المنتدى الرئيسي للاقتصادات الكبرى لمناقشة الظروف الاقتصادية العالمية وأي أعمال جماعية قد تكون مطلوبة. والاقتصادات المتقدمة في مجموعة العشرين هي: أستراليا، وكندا، وفرنسا، وألمانيا، وإيطاليا، واليابان، وكوريا الجنوبية، والمملكة المتحدة، والولايات المتحدة. والأعضاء من الاقتصادات الصاعدة هي: الأرجنتين، والبرازيل، والصين، والهند، وإندونيسيا، والمكسيك، وروسيا، والمملكة العربية السعودية، وجنوب إفريقيا، وتركيا.

- موقفا يتحرك عكس الاتجاه الذي يتحرك فيه الاقتصاد بتخفيض الضرائب وزيادة الإنفاق - ملائم أثناء فترات الركود، وأن الدفعة التنشيطية المالية يجب أن تكون كبيرة، ومستمرة لمدة كافية، ومتنوعة، واحتمالية، وجماعية، وقابلة للاستمرار (دراسة "Spilimbergo and others, 2008"). بيد أن الأدلة قليلة على فاعلية السياسة المالية أثناء فترات الأزمات المصرفية النظامية. وقد حد هذا من فهمنا لكيفية تأثير مجموعات الدفعات التنشيطية الحالية على مدة استمرار الأزمة.

إن عوامل كثيرة يمكن أن تعرقل فاعلية التوسع في المالية العامة أثناء فترات الركود الأكثر حدة والأطول أجلا التي تسببت فيها أزمات مالية.

• يتطلب الانخفاض البالغ في الطلب الكلي دفعة تنشيطية مالية لدعم الاقتصاد أكبر منه في حالة الركود العادي.

• يصبح تنفيذ السياسة المالية أصعب، لأن قدرة المستهلكين على الإنفاق يعوقها الضيق المالي. ويتسبب الأخير في تجميد رؤوس المال، وانخفاض قيمة الضمان الإضافي، وتشدد المقرضين في شروط تقديم القروض - وكل ذلك يحد من قدرة المستهلكين من القطاع الخاص على الحصول على ائتمان على ضوء خلفية الخسائر الضخمة في الدخل.

• تجد الحكومات أنه من الصعب تمويل التوسع المالي في مناخ عالمي ينفر من المخاطرة. وفي حين أن ذلك قد يكون مهما بشكل خاص بالنسبة للبلدان التي لديها مستويات مبدئية عالية من الديون أو مخاطر ائتمان عالية، فإن زيادة شاملة في الاعتقاد بأن إقراض الحكومات أكثر خطورة يمكن أن تؤثر على إصدار أدون خزنة سيادية حتى في الاقتصادات ذات التصنيف الائتماني الأفضل. ومع ذلك، فإن هذا التأثير يمكن تعويضه جزئيا بتقليل ضغوط التضخم وتوجه أسواق المال إلى الجودة.

الأزمات المصرفية النظامية وسياسة المالية العامة

استخدمنا بيانات جديدة حول وقائع الأزمة المالية، تم تجميعها في دراسة (Laeven and Valencia (2008) بهدف دراسة فاعلية السياسة المالية في ظل أزمات مصرفية نظامية. وتتكون قاعدة البيانات هذه من ١١٨ واقعة من وقائع الأزمات المالية التي حدثت في ٩٩ بلدا خلال الفترة ١٩٨٠ - ٢٠٠٨. وكانت هذه الأزمات مختلفة عن الركود المعياري؛ لأنها نشأت من اضطراب نظامي حاد في النظام المصرفي. وترتبط الأزمات المالية عادة بخسائر اقتصادية أكبر مما يحدث في الركود العادي؛ فقد بلغت الخسارة في الناتج ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي في

فترات الركود مقابل أكثر من ٦٪ من إجمالي الناتج المحلي في الأزمات المالية. وقد استمرت الأزمات المالية عامين ونصف العام في المتوسط (انظر الشكل البياني ١)، مع استمرار ٨٥٪ من الوقائع لفترة تتراوح بين سنة وأربع سنوات. وقد استمرت أطولها ثمانى سنوات. كما ولدت هذه الأزمات تكاليف اقتصادية ضخمة. فقد زاد السقوط من الذروة إلى القاع في نمو إجمالي الناتج المحلي على ٥ نقاط مئوية أثناء واقعة صدمة متوسطة. وكذلك كانت آثار الأزمات على الإجماليات المالية الكلية كبيرة أيضا؛ فأثناء الأزمة ارتفع الدين العام بنحو ٣٠ نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي (انظر الشكل البياني ٢)، مما يعكس تدهورا كبيرا في الميزان المالي الأساسي. وأسهم الانخفاض في تحصيل الإيراد وكذا زيادة الإنفاق العام في التدهور المالي. وتماثل هذه النتائج التأثير المقدر للأزمة الراهنة على الناتج وعلى الدين الحكومي في بلدان مجموعة العشرين، كما تماثل النتائج التي وردت في دراسات أخرى حول الأزمات المالية (دراسة "Reinhart and Rogoff, 2009").

هل ساعدت التوسعات المالية في تقصير مدة الأزمة المالية؟ تشير النتائج المستندة إلى تحليل الانحدار للعوامل التي أثرت على مدة الأزمة إلى أنها نجحت في ذلك. فقد عزز الإنفاق الحكومي الأعلى والضرائب الأقل الطلب الكلي بالحل محل الاستهلاك الخاص المتناقص. كما أسهم الاستثمار العام أيضا في تعويض الانهيار في الاستثمار الخاص. وأدى العجز الأعلى إلى تقصير مدة الأزمة في عينتنا (انظر الشكل البياني ٣). ذلك أن زيادة في العجز المالي تبلغ ١٪ من إجمالي الناتج المحلي أنقصت فترة الأزمة بمقدار شهرين تقريبا. وبين هذا أن توسعا في المالية العامة بحجم شبيه بذلك الذي اعتمده في المتوسط بلدان مجموعة العشرين أثناء الأزمة العالمية الحالية يمكن أن يخفض طول فترة الركود بمقدار سنة واحدة تقريبا، بالمقارنة بالسيناريو الأساسي الذي يظل فيه عجز الميزانية كما كان في فترة ما قبل الأزمة.

تكوين السياسة المالية

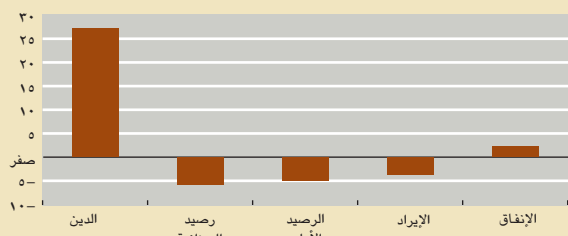
وقد توصلنا أيضا إلى أن تكوين التوسع المالي - كيف يُوزع كإنفاق جار، وإنفاق استثماري أو تخفيضات ضريبية - أمر مهم. إذ يقصر الاستهلاك العام الأعلى - مشتريات الحكومة من السلع والخدمات وما تدفعه من الأجور - والضرائب الأقل على الدخل، فترة الأزمة المالية. فعلى سبيل المثال، قللت زيادة قدرها ١٠٪ في نصيب الاستهلاك العام في الميزانية طول الأزمة بمقدار يزيد من ثلاثة إلى

الشكل ٢

هبوط اقتصادي مكلف

ارتفع الدين العام بنحو ٣٠ في المائة من إجمالي الناتج المحلي في المتوسط أثناء الأزمات المالية، بينما زاد سواء عجوزات الميزانية بنسبة ٥ في المائة في المتوسط من إجمالي الناتج المحلي.

(نسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي)



المصدر: حسابات المؤلفين.

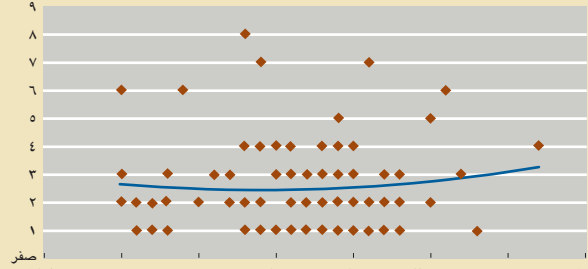
ملاحظة: يغطي الرسم ١١٨ واقعة من الأزمات المالية فيما بين ١٩٨٠ و ٢٠٠٨.

الشكل ١

توقيت الأزمات

استمرت الأزمات فيما بين ١٩٨٠ و ٢٠٠٨ عامين ونصف العام في المتوسط. واستمرت أطولها ٨ سنوات.

(طول الأزمة، سنوات)



المصدر: حسابات المؤلفين.

وبتعزيز تنافسية القطاع الخاص. كذلك ارتبطت التخفيضات في ضريبة الدخل بآثار إيجابية على النمو. وقد أدى تخليص ضرائب الدخل من الإضافات إلى إزالة التشوهات التي كانت تضر الأداء الاقتصادي طويل الأجل.

وتلقى هذه النتائج الضوء على إمكان المفاضلة بين دور السياسة المالية في دعم الطلب الكلي في المدى القصير وبين مساهمتها في نمو الإنتاجية في الأجل المتوسط. وتشير إلى الحاجة لتقييم عناصر مجموعات الدفعات التنشيطية المالية قبل تنفيذها، إذ أن المضاعفات المالية المختلفة سواء قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل يمكن أن تؤثر على أداء السياسة المالية أثناء الأزمة وفي أعقابها.

سياسة المالية العامة واستمرارية الدين

بيد أن عدم كفاية الحيز المالي – أي القدرة على زيادة الإنفاق بدون تعريض الملاءة المالية للخطر – والمخاوف حول إمكانية الاستمرار في تحمل الدين العام، يمكن أن يحدا من فاعلية التوسع المالي أثناء الأزمات؛ ذلك أن نقص الحيز المالي في البلدان التي تعاني من ارتفاع نسبة الدين العام لديها إلى إجمالي الناتج المحلي قبل الأزمة لا يقيد قدرة الحكومة على تنفيذ سياسات مضادة للاتجاهات الدورية فحسب، بل إنه أيضا يقوض فاعلية الدفعة التنشيطية المالية وجودة الأداء المالي. فعلى سبيل المثال، في البلدان التي تعاني من ارتفاع الدين نسبيا، استمرت الأزمة لمدة سنة تقريبا، وبدد الدين العام الكبير الآثار المفيدة للتوسعات في المالية العامة. وتبين عمليات المحاكاة التي أجريناها أن المستويات الأولى العالية من الدين العام تجعل الخروج من الأزمة أكثر صعوبة وتحد من قدرة السياسة المالية التوسعية على دعم نمو الناتج. وقد وجدت نتائج شبيهة في بلدان دخل الفرد فيها أقل؛ لأن الحيز المالي المحدود لتلك الدول يقلل من القدرة الفنية على تنفيذ خطط لحوافز المالية، ويضيق التعرض الأكبر لمخاطر الاقتصاد الكلي – بما في ذلك الصدمات الخارجية – مجال التوسعات في المالية أثناء الأزمات وآثارها. ■

إيمانويل بالداتشي نائب رئيس قسم، وسانجيف غوبتا نائب مدير في إدارة شؤون المالية العامة في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Baldacci, Emanuele, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Granados, 2009, "How Effective Is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises?" IMF Working Paper 09160/ (Washington: International Monetary Fund).

Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" IMF Working Paper 08274/ (Washington: International Monetary Fund).

Horton, Mark, Manmohan Kumar, and Paolo Mauro, 2009, "The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor," IMF Staff Position Note 0921/ (Washington).

International Monetary Fund (IMF), 2009, "The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor," IMF Staff Position Note 0925/ (Washington: International Monetary Fund).

Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database," IMF Working Paper 08224/ (Washington: International Monetary Fund).

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2009, "The Aftermath of Financial Crises," NBER Working Paper 14656 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis," IMF Staff Position Note 0801/ (Washington: International Monetary Fund).

أربعة أشهر مقارنة بتأثير العجز المالي الأكبر بمفرده. ولا يمكن قول الشيء نفسه بالنسبة للنفقات الرأسمالية، لماذا؟ نعتقد أن تنفيذ مشروعات رأسمالية يستغرق بشكل عام وقتا أطول مما يستغرقه تنشيط الطلب بشكل مباشر من خلال مشتريات الحكومة للسلع والخدمات. وتبدو هذه الصور متسقة مع وتيرة صرف مجموعات التدابير المالية الحالية. فقد تم تنفيذ تخفيضات الضرائب والزيادات في استهلاك الحكومة وفي التحويلات بسرعة في العديد من اقتصادات مجموعة العشرين. بيد أن إجراءات تخصيص الميزانية، والتحويلات للحكومات دون الوطنية، والتوريدات، والمدفوعات للمقاولين أبطأت من الصرف لبعض المشروعات الرأسمالية (دراسة "Horton, Kumar, and Mauro, 2009").

وتكوين التدابير الضريبية مهم أيضا؛ فقد كان تخفيض الضرائب الاستهلاكية أكثر فاعلية من تخفيض ضرائب الدخل. والسبب في ذلك هو أن التخفيض في جبايات مثل ضرائب القيمة المضافة أو ضريبة المبيعات ينشط الاستهلاك الخاص بسرعة، في حين يمكن ادخار جزء من تخفيضات ضريبة الدخل. وتساعد تخفيضات ضريبة الاستهلاك على دعم الطلب المحلي، خاصة عندما يوهن انخفاض قيمة الأصول وحسائر الدخل، والبطالة المتصاعدة – قدرة الأسر على الإنفاق.

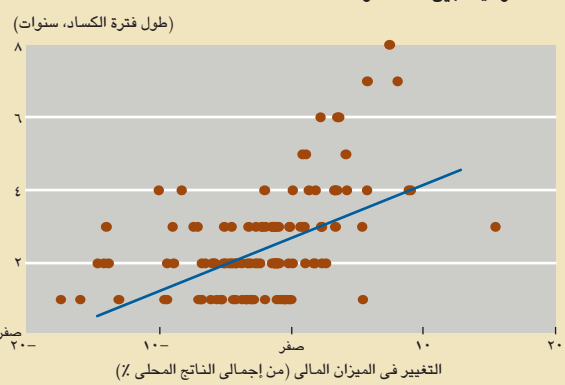
وقد لعبت عوامل أخرى دورا كبيرا، فقد نزع الأزمات التي سبقها ازدهار في الائتمان للاستمرار لفترة أطول. وكانت تلك الأزمات التي قدمت الحكومة أثناءها ضمانا للودائع المصرفية (أو وسعته) أقصر من الأزمات التي لم توفر أثناءها الحكومة شبكة الأمان المالية هذه. كذلك كان غلق البنوك المغلسة والتدخل الحكومي القوي في الأسواق المالية مفيدا في حل الأزمة.

وخلص التحليل إلى أن طريقة صياغة السياسة المالية تؤثر على ما إذا كانت ستخلق الظروف التي تعزز النمو الاقتصادي بعد خمس سنوات من الأزمة أم لا. وربما لم تساعد التحركات المالية التي كانت بها حصة أكبر من الاستثمار العام على تقصير فترات الركود بنفس القدر مثل الإنفاق الاستهلاكي، ولكن كان لها تأثير إيجابي على نمو الناتج في المدى المتوسط. فقد أدت زيادة قدرها 1٪ في حصة الإنفاق الرأسمالي من الميزانية إلى رفع معدل النمو فيما بعد الأزمة بنحو ثلث 1٪ سنويا في تحليلنا لانحدار وقائع الأزمة. ويبدو أن الاستثمار الرأسمالي يعزز النمو متوسط الأجل بالقضاء على الاختناقات في مشروعات البنية التحتية

الشكل ٣

العجوزات للإنقاذ

كان هناك ارتباط قوي بين عجوزات الميزانية الأكبر وفترات الكساد الأقصر فيما بين ١٩٨٠ و ٢٠٠٨



المصدر: حسابات المؤلفين. ملاحظة: يعطي الرسم الوقائع الـ ١١٨ للأزمات المالية بين ١٩٨٠ و ٢٠٠٨.