

## تقرير الرائد المالي، إبريل ٢٠١٢

### ملخص وافٍ

يواجه صناع السياسات معضلة التوصل إلى أفضل السبل لمواجهة تحديات النشاط الاقتصادي المتباطئ والتقلب المالي المستمر دون إغفال احتياجات التصحيح على المدى المتوسط. ففي البلدان التي يتوافر لها الحيز المالي الكافي، ينبغي ضبط الوتيرة التي يتم بها تنفيذ خطط التصحيح المالي على المدى القصير، بحيث تتجنب الضغوط المفرطة على النشاط والعمالة. ومن المتوقع أن ينخفض عجز الاقتصادات المتقدمة في عام ٢٠١٢ بمتوسط نقطة مئوية واحدة تقريبا من إجمالي الناتج المحلي بالقيمة المعدلة لاستبعاد العوامل الدورية، ثم يتسارع هذا المعدل بدرجة طفيفة في عام ٢٠١٣. ويعد هذا ملائما بشكل عام، وإن كان يمكن للبلدان التي يتوافر لديها الحيز المالي الكافي أن تنظر في إبطاء التصحيح على المدى القصير للحد من مخاطر التطورات السلبية. وإذا ازداد تباطؤ النمو، ينبغي أن تسمح هذه البلدان لأدوات الضبط التلقائي بالعمل دون قيود وأن تترك العجز يصل إلى مستويات أعلى تجنباً للانكماش المالي المفرط الذي يمكن أن يتسبب في تفاقم الأوضاع الاقتصادية. غير أن دواعي الحذر على المدى القصير يجب ألا تكون عذرا لإبطاء أو تأخير جهود الوصول بالموارد العامة إلى مركز أقوى على المدى المتوسط، إذ لا يزال هذا الهدف مطلباً جوهرياً لتحقيق النمو القابل للاستمرار. وفي الاقتصادات الصاعدة، سيزداد بطء التصحيح المالي إلى حد كبير هذا العام. وهنا أيضاً يعتبر التباطؤ ملائماً بالنظر إلى انخفاض النمو إلى حد ما وكذلك ازدياد قوة المالية العامة في هذه الاقتصادات مقارنة بالاقتصادات المتقدمة. أما على المدى المتوسط، فقد تقلص الحيز المالي المتاح في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ وينبغي استعادته بالكامل حتى تعود المرونة المطلوبة لمواجهة فترات الهبوط الاقتصادي في المستقبل.

وعلى هذه الخلفية، ينظر هذا العدد من *الرائد المالي* باستفاضة أكبر في مفهوم الحيز المالي، أو المجال المتاح أمام صناع السياسة لضبط وتيرة التصحيح المالي دون التأثير على استمرارية أوضاع المالية العامة. وفيما يلي بعض النتائج التي يخلص إليها التقرير:

- على المدى القصير إلى المتوسط، يظل كثير من البلدان معرضاً للصدمات غير المتوقعة، مما يجعل هامش الخطأ ضئيلاً أمام السياسة الاقتصادية. فمخاطر الانتكاسة لا تزال عالية برغم التوقعات التي تشير إلى بدء استقرار نسب الدين بحلول عام ٢٠١٥ في الغالبية العظمى من البلدان، الأمر الذي يقيد الخيارات المتاحة للسياسة الاقتصادية.
- وفي سياق الركود الحالي، يمكن أن نتوقع أثراً سلبياً كبيراً على النشاط الاقتصادي بسبب تصحيح أوضاع المالية العامة، وهو ما أكدته الدراسات الأخيرة عن حجم مضاعفات المالية العامة في فترات النشاط الاقتصادي الضعيف. فحين تكون المضاعفات أميل إلى الارتفاع، قد يتأخر بدء الأثر الإيجابي الذي يتركه التصحيح المالي على نسب الدين وفروق أسعار الفائدة عليه. وهذا سبب آخر يفسر ما يبدو من أن وتيرة

التصحيح التي تجمع بين التدرج والاطراد أفضل من تركيز إجراءاته في البداية. كذلك ينبغي أن يكون التصحيح مصحوبا باستراتيجيات استباقية شاملة لدعم الثقة والمصداقية.

- ومنذ عام ٢٠٠٨، ربما يكون ارتفاع نسب إجمالي الدين على الحكومة العامة قد أسفر عن المبالغة في تقدير الضغوط قصيرة الأجل على الموارد العامة في بعض البلدان، لا سيما بسبب القفزة التي سجلتها أرباح إصدار النقود وتراكم الأصول لدى البنوك المركزية (بما في ذلك السندات الحكومية). ويتبين ذلك عند النظر إلى الميزانيات العمومية الصافية للحكومات والبنوك المركزية على أساس موحد. غير أنه سيتعين تصفية حيازات البنوك المركزية من سندات الدين الحكومية أو تحويلها للقطاع الخاص عندما تبدأ عودة الطلب على القاعدة النقدية إلى مستويات أكثر طبيعية، وهو ما يعني أن إجمالي دين الحكومة العامة، إلى جانب الدين الصافي، يظل مؤشرا أساسيا للمديونية العامة على المدى الأطول. وسيكون من الصعب إدارة عملية تقليص الميزانيات العمومية لدى البنوك المركزية دون أن تسبق ذلك أو تتزامن معه إجراءات متوسطة الأجل للتخفيف المالي.

- ويمكن أن يكون لدى البلدان درجة من المرونة في الأجل القصير وليس في الأجل الأطول. والواقع أن قلة قليلة من البلدان هي التي يتوافر لها حيز للإنفاق طويل الأجل، نظرا لحاجة البلدان إلى تخفيض نسب الدين والتصدي لضغوط الإنفاق على برامج المستحقات. ومن ثم يظل تصميم وتنفيذ خطط التصحيح الموثوقة متوسطة الأجل مطلبا ضروريا في معظم الاقتصادات المتقدمة والعديد من الاقتصادات النامية. ويستمر التقدم في هذا المجال بخطى متسارعة، ولكن الطريق لا يزال طويلا أمام الجميع، بما في ذلك الاقتصادات الكبرى.

- وهناك عدد متزايد من البلدان بدأ في إرساء قواعد مالية. ورغم أن هذه القواعد ليست بديلا لوضع خطط محددة تستهدف التصحيح على المدى الطويل، فإنها تستطيع بناء الثقة وتيسير التوصل إلى توافق في الآراء السياسية بشأن سياسة المالية العامة. ومن الطبيعي أن يكون الجيل الثاني من القواعد المالية معقداً أكثر من الجيل السابق عليه، إذ أنه يتيح مرونة أكبر في اتخاذ إجراءات للتعامل مع الدورات الاقتصادية، ولكنه يتطلب تصحيحات أكثر إلزاما تعالج التجاوزات السابقة، مما ينشئ تحديات كبيرة أيضا في الإنفاذ والمراقبة.

ولا تزال المخاطر كبيرة على المالية العامة، وإن كانت الدلائل تشير إلى أنها أقل حدة في بعض جوانبها الرئيسية مما كانت عليه منذ ستة أشهر. فقد بدأت جهود التقشف المالي السابقة توتي ثمارها، وخاصة عندما تكن مدعمة بالتزامات مؤسسية موثوقة. ومع ذلك، فإن نسب الدين بلغت مستويات مرتفعة تاريخية في كثير من الاقتصادات المتقدمة ولا تزال في ارتفاع مستمر، كما أن احتياجات الاقتراض لا تزال كبيرة للغاية، والأسواق المالية في حالة تأهب، ومخاطر التطورات السلبية التي يتعرض لها الاقتصاد العالمي هي الغالبة. وفي هذه البيئة التي يسودها عدم اليقين، يصبح التحدي الذي يواجه سياسة المالية العامة هو إيجاد التوازن الصحيح بين الاستفادة من الحيز المالي المتاح على المدى القصير لدعم التعافي الهش وإعادة بناء حيز مالي أطول أجلا عن طريق التقشف المالي.