

لم تشهد ديناميكيات الدين العام العالمي أي تحسن ملموس في عام ٢٠٢٥، وأضاف اندلاع الحرب في الشرق الأوسط مصدرا جديدا للضغط المالية على مشهد عالمي يعاني بالفعل من الإجهاد. ويؤثر الصراع تأثيرا ملموسا على الصعيد العالمي، إذ يعطل إمدادات الطاقة، ويؤدي إلى تشديد الأوضاع المالية، ويدفع الحكومات إلى الاختيار بين حماية سكانها من ارتفاع الأسعار والحفاظ على الحيز المالي. وتأثير الصراع على المالية العامة متفاوت للغاية، حيث تتحمل البلدان المستوردة للطاقة، ولا سيما البلدان النامية منخفضة الدخل، التكاليف الأكبر، في حين أن شريحة المستفيدين المحتملين أضيق مما كانت عليه في صدمات الطاقة السابقة، حيث إن البلدان الرئيسية المصدرة للطاقة في منطقة الخليج هي ذاتها متأثرة مباشرة بالصراع.

وتراجع الارتفاع الحاد في حالة عدم اليقين بشأن السياسات التي هيمنت على الآفاق الاقتصادية عن الذروة التي وصلت إليها قبل عام، إلا أن ضغوط المالية العامة والضغط الجغرافية-السياسية الكامنة لم تهدأ. ورغم أن الاقتصاد العالمي أظهر قدرة على الصمود، إلا أن وضع المالية العامة قد ازداد سوءا. فارتفع إجمالي الدين الحكومي العالمي إلى ما يقرب من ٩٤٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٢٥، وإذا استمر على المسارات الحالية، فسوف يصل إلى ١٠٠٪ بحلول عام ٢٠٢٩، وهو مستوى لم يُسجل من قبل إلا في أعقاب الحرب العالمية الثانية.

ولا يقتصر القلق الرئيسي على ارتفاع مستوى الدين العالمي، بل أيضا المسار الذي تشير إليه أوضاع المالية العامة الحالية. فارتفاع أسعار الفائدة وحساسية السوق المتزايدة لأخبار المالية العامة يشيران إلى أن الحيز المتاح لاستيعاب هذا المسار آخذ في الانخفاض. وكادت الفجوة المالية العالمية، وهي الفرق بين الأرصدة الأولية المتوقعة والمستويات اللازمة لتحقيق استقرار نسبة الدين، أن تختفي تماما من احتياطي يزيد عن ١٪ من إجمالي الناتج المحلي قبل عقد من الزمن إلى ما يقرب من الصفر اليوم. ويمثل هذا التحول تدهورا هيكليا، أي أنه يعكس خيارات بشأن السياسات أدت إلى زيادة الإنفاق الدائم على الاستحقاقات أو خفض الإيرادات، ولا سيما في بعض من أكبر الاقتصادات. وحتى في البلدان التي شهدت تحسنا في ديناميكيات الدين، لا تزال مستويات الدين العام في كثير من الحالات أعلى من الذروة التي وصلت إليها خلال أزمة كوفيد-١٩. وبالإضافة إلى ذلك، ارتفعت مدفوعات الفائدة بشكل حاد خلال أربع سنوات فقط، من ٢٪ إلى ما يقرب من ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي العالمي، نتيجة لإعادة تمويل الحكومات لديونها التي تحل آجال استحقاقها بأسعار الفائدة الأعلى حاليا. ومع توقع استمرار الارتفاع في تكاليف الاقتراض، فإن المزيج من ضعف المراكز الأولية وتزايد أعباء خدمة الدين لا يترك مجالا للتراخي.

وتسجل الولايات المتحدة عجزا على مستوى الحكومة العامة يتراوح بين ٧٪ و ٨٪ من إجمالي الناتج المحلي، على الرغم من عملها بكامل طاقتها تقريبا، ولا توجد خطة قريبة لتوحيد الديون، ومن المتوقع أن يصل إجمالي ديونها إلى ١٤٢٪ من إجمالي الناتج المحلي بحلول عام ٢٠٣١. أما الصين، فقد أدى توسع مالىتها العامة على المدى القريب، والذي يهدف إلى دعم الطلب المحلي في ظل الضغوط الانكماشية، إلى زيادة العجز الكلي للبلاد إلى ما يقرب من ٨٪ من إجمالي الناتج المحلي، ومن المتوقع أن يدفع العجز الكبير المستمر ديونها إلى ما يقرب من ١٢٧٪ من إجمالي الناتج المحلي بحلول عام ٢٠٣١. ولا يقتصر التحدي المالي العالمي على هذين الاقتصاديين فحسب، بل

يتجاوزهما بكثير. ففي اليابان، يؤدي ارتفاع التضخم ونمو إجمالي الناتج المحلي وانخفاض العجز الأولي إلى تحسين ديناميكيات الدين، إلا أن عائدات السندات السيادية ارتفعت إلى مستويات قياسية، مع احتمال انتقال تداعياتها إلى بلدان أخرى. وفي أوروبا، فعّلت عدة بلدان أعضاء في الاتحاد الأوروبي بنود الإعفاء من قواعد الاتحاد المتعلقة بالعجز، وذلك لاستيعاب زيادة الإنفاق الدفاعي. ومن المرجح أن تستمر هذه النفقات وتستلظ الضوء على مفاضلات المالية العامة التي تواجهها البلدان ذات الحيز المالي المحدود. وعموماً، تمتعت اقتصادات الأسواق الصاعدة والأسواق الواعدة بالوصول الميسر إلى الأسواق في عام ٢٠٢٥، ساعدها على ذلك انخفاض قيمة الدولار، إلا أن مستويات الدين في هذه الأسواق لا تزال مرتفعة، مع انخفاض أحجام الإصدارات إلى النصف وتقصير آجال الاستحقاق بشكل حاد للمقترضين ذوي التصنيف الائتماني الأقل. وعلى مستوى أفقر بلدان العالم، بلغت مدفوعات الفائدة مستويات قياسية مقارنة بالإيرادات، كما أن انخفاض حجم المساعدات يؤدي إلى فجوات لم تتمكن بعض البلدان من تمويلها. وتهدد الحرب في الشرق الأوسط بتعزيز الديناميكيات المالية السلبية وديناميكيات أسعار السلع الأولية المعاكسة - من خلال زيادة أسعار الفائدة العالمية، وارتفاع قيمة الدولار، وطفرة أسعار الطاقة - مما يفضي إلى تفاقم الضغوط الاقتصادية الكلية في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية.

وقد تدهورت آفاق المالية العامة بشكل أكبر منذ صدور عدد إبريل ٢٠٢٥ من تقرير الرائد المالي. ويبلغ الدين العالمي المعرض للخطر خلال السنوات الثلاث المقبلة ما يقرب من ١١٧٪ من إجمالي الناتج المحلي، وهناك فجوة تبلغ زهاء ٢٠ نقطة مئوية بين وسيط التوقعات والطرف الأيمن من المنحنى، مما يؤكد تزايد مخاطر حدوث تطورات سلبية. وهناك عدة عوامل معززة لذلك قد تؤثر سلباً على آفاق المالية العامة. فقد يؤدي الصراع في الشرق الأوسط إلى زيادة الضغوط على المائيات العامة من خلال ارتفاع أسعار الأغذية والوقود، وتشديد الأوضاع المالية، وانخفاض النشاط الاقتصادي، وزيادة الإنفاق الدفاعي؛ وفي سيناريو استمرار الصراع لفترة طويلة، قد يرتفع الدين العالمي المعرض للخطر بمقدار ٤ نقاط مئوية إضافية. وبشكل منفصل، قد يؤدي تصحيح تقييمات أسعار الأصول المرتبطة بالكفاءة الاصطناعي، والذي تنخفض أسعار الأسهم الأمريكية في ظلّه بنسبة ٢٠٪ مع ما لذلك من تداعيات على الأوضاع المالية العالمية، إلى زيادة الدين العالمي المعرض للخطر بمقدار ٢,٤ نقطة مئوية إضافية.

وتواصل الضغوط الحمائية والتشرد الجغرافي-الاقتصادي دفع الحكومات نحو تقديم إعانات دعم للصناعة ودعم مرتبط بالتجارة ذات نتائج غير مؤكدة من حيث الإنتاجية، مما يزيد من خطر انخفاض الأرصدة الأولية عن المستويات التي تحقق استقرار الدين في حال ضعف أداء النمو. هذا كما يؤدي عدم الاستقرار الداخلي إلى تفاقم الضغوط المالية، حيث تزايدت القلاقل الاجتماعية بين مختلف فئات الدخل داخل البلدان، ويرتبط تصاعد هذه القلاقل بانخفاض النمو واتساع العجز الأولي. وفي الوقت نفسه، يمكن للضغوط التي تتعرض لها استقلالية البنوك المركزية، سواء كانت صريحة أو ضمنية، أن ترفع توقعات التضخم وعلاوات المخاطر حتى بالنسبة للاقتصادات ذات التصنيف الائتماني العالي، مما يؤدي إلى تآكل المصادقية التي تُبقي تكاليف الاقتراض تحت السيطرة.

وكذلك يشهد هيكل أسواق الدين السيادي تحولات بطرق تؤدي إلى تفاقم مواطن الضعف، وتكون هذه التغيرات أوضح في الاقتصادات المتقدمة. ومع تقليص البنوك المركزية لميزانياتها العمومية، أصبح المستثمرون من القطاع الخاص (وهم غالباً من الحاصلين على رفع مالي) هم المشتريين الهامشين للسندات الحكومية. وتؤدي صناديق التحوط الآن دوراً أكبر في الوساطة، حيث تستوعب الإصدارات من خلال عمليات تداول يمكن أن تنهار بسرعة عندما تزيد التقلبات. وفي المقابل، اتخذت مجموعة مختارة من الأسواق الصاعدة الرئيسية اتجاهاً

مختلفا، إذ اعتمدت بشكل متزايد على إصدار العملات المحلية التي يستوعبها المستثمرون المحليون (عدد أكتوبر ٢٠٢٥ من تقرير *الاستقرار المالي العالمي*). وتؤدي زيادة المعروض من سندات الخزانة الأمريكية إلى تقليص علاوة الأمان التي كانت عادة ما تتطلبها سندات الخزانة الأمريكية، وهو تآكل يرفع تكاليف الاقتراض عالميا. وقامت بعض الحكومات، ولا سيما في الاقتصادات المؤثرة على النظام العالمي مثل *الولايات المتحدة*، بتقصير آجال استحقاق ديونها لإدارة فواتير الفائدة قصيرة الأجل، مما يزيد من تعرضها للتحويلات المفاجئة في ظروف التمويل قصير الأجل. وينتقل هذا التأثير عالميا، إذ تنتقل تداعيات الزيادات في عائدات سندات الولايات المتحدة، الناتجة عن المعروض، بنفس القدر تقريبا إلى أسواق السندات الأجنبية، مما يؤثر بقدر أكبر على البلدان التي تعتمد على التمويل الخارجي.

وقد بدأت نافذة التصحيح المنظم لأوضاع المالية العامة تضيق. وتحتاج الاقتصادات المتقدمة ذات أعباء الديون الكبيرة إلى تدابير ملموسة ومتسلسلة جيدا لضبط الأوضاع، لا إلى أهداف طموحة متوسطة الأجل. وبالنسبة *للولايات المتحدة*، لا مفر من إجراء عمليات حسابية، نظرا لأن استقرار مسار ديونها يتطلب اتخاذ إجراءات بشأن الإيرادات والنفقات على حد سواء، بما في ذلك بشأن الإنفاق على برامج الاستحقاقات الرئيسية. وعلى الحكومات الأوروبية التوفيق بين التزامات الدفاع والضغط المرتبطة بشيخوخة السكان من خلال إجراء تحول ملموس في أولويات الإنفاق.

وينبغي أن تعالج الأسواق الصاعدة الالتزامات الاحتمالية، وأن تتخلص تدريجيا من إعانات دعم الوقود التي تستنزف المالية العامة، وأن توسع أوعيتها الضريبية، باعتبارها عناصر أساسية في خطط مالية عامة متوسطة الأجل ذات مصداقية. وبالنسبة *للصين*، ينبغي أن يستمر توسع المالية العامة قريب المدى الذي يركز على تعزيز الاستهلاك ودعم قطاع العقارات، حتى يصبح إنتعاش الاقتصاد مستداما. ويتطلب استقرار ديون *الصين* ضبطا كبيرا للأوضاع بمرور الوقت، وإصلاحات ضريبية وإصلاح الضمان الاجتماعي، وإعادة هيكلة ديون الكيانات التي تمول الحكومات المحلية. وبالنسبة للبلدان منخفضة الدخل، فإن انخفاض مستويات المساعدات الخارجية يجعل تعبئة الإيرادات المحلية ضروريا، وتشير الأدلة إلى أن الإصلاحات المنفذة جيدا للإدارات الضريبية يمكن أن تحقق مكاسب ملموسة.

ونظرا لاستنزاف هوامش أمان المالية العامة بالفعل، ينبغي معايير استجابات السياسات لارتفاع تكاليف الطاقة بدقة وتوجيهها نحو الأسر المعيشية الأضعف والشركات التي تمتلك مقومات البقاء، وأن تتسق مع جهود السياسة النقدية لاحتواء التضخم. وينبغي تجنب الدعم واسع النطاق للأسعار عندما تترتب عليه تكاليف باهظة على المالية العامة، أو يكون من الصعب سحبه، أو إذا كان يثبط الإشارات السعرية المحلية بطرق تمتد تداعياتها إلى أسواق السلع الأولية العالمية. وينبغي أن تظل أسعار الوقود والغاز المحلية تعكس تحركات الأسعار الدولية باستمرار وأن تدعم تعديل الطلب، حتى في ظل وجود دعم مؤقت موجه للمستحقين.

وعلى مستوى كل مجموعات البلدان، يجب أن تصبح سياسة المالية العامة أكثر استشرافا للمستقبل وأكثر رسوخا هيكليا، عند إدارة البلدان لآثار صدمة أسعار الطاقة. وتمثل حماية استقلالية البنوك المركزية وسلامة أطر المالية العامة مسألة بالغة الأهمية لكل من الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة. ويمكن أن يساهم التواصل الواضح بشأن واقع المالية العامة وتعزيز الشفافية في تثبيت التوقعات وكسب التأييد للتعديل المطلوب.