

## عودة حراس السندات

هل ستضغط الأسواق على سياسة المالية العامة مرة أخرى؟  
رامانا راماسوامي

ومن البديهي أن التيسير الكمي — وهو قيام البنوك المركزية بشراء كميات كبيرة من السندات الحكومية — قد غير العلاقة بين الدين وعوائد السندات بشكل أساسي. فوجود مشتر جديد لكميات كبيرة من السندات يؤدي دائما إلى انخفاض العوائد. غير أن الأمر الأقل وضوحا هو أن حساسية عوائد السندات للتضخم أكبر بكثير من حساسيتها لاستمرارية المالية العامة. كذلك لم يؤد التيسير الكمي مع مرور الوقت إلى ارتفاع التضخم بالسرعة أو بالقدر المتوقعين في البداية. وهذا المزيج الذي يجمع بين الشراء المباشر للسندات في إطار التيسير الكمي، وفشله في رفع مستوى التضخم في ضوء حجم مشتريات السندات، وشدة حساسية عوائد السندات للتضخم، أثبت قوته في الإبقاء على عوائد السندات منخفضة لسنوات. وقد غيرت عوائد السندات المنخفضة سياسات الدين والعجز تغييرا جذريا. فعندما تكون العوائد منخفضة تقل مزاحمة النفقات الحكومية بخلاف الفوائد. ويخفف ذلك من الضغوط التي تدفع الساسة إلى اتخاذ خيارات صعبة بين أهداف الإنفاق المتعارضة. فببساطة لا يوجد سبب يدعو إلى معاداة أي شخص يفرض قيود على الإنفاق عندما توجد طرق أخرى لتجنب ذلك. وهو وضع شبيه بالحصول على وجبة غذاء مجانية؛ لأن رفض الحصول على وجبة غذاء مجانية سيكون أمرا غير منطقي إلى حد ما. وصمت القوى السياسية المؤيدة للحكومة الصغيرة والميزانيات المتوازنة يعكس أساسا اقتران الدين المرتفع بالعوائد المنخفضة.

ومن المفترض أن صمت السياسيين المؤيدين للحكومة الصغيرة قد يعكس أيضا فهما أعمق للسياسة المالية — ففي الاقتصادات التي تعاني من ضعف الطلب حيث لا يمكن للسياسة النقدية أن تكتسب قوة، يكون التوسع المالي أمرا ضروريا للحيلولة دون حدوث انكماش عميق. وأشك، نوعا ما، في أن هذا المنطق هو الذي أسكت صقور المالية العامة. فاستمرار العوائد المنخفضة هو التفسير الأكثر مصداقية للتحول في سياسة المالية العامة.

إن التصورات المتغيرة بشأن التوقف عن سداد الدين السيادي لها تأثير أيضا. فتجربة اليابان ومنطقة اليورو مع التيسير الكمي غيرت بشكل جذري تصور السوق بشأن التوقف عن السداد اليوم. وتواجه اليابان وإيطاليا تحديات أكبر بشأن استمرارية القدرة على تحمل الدين مقارنة بالولايات المتحدة. وهناك اختلافات كبيرة بين إيطاليا واليابان، لكنهما تعانيان في الأساس من ارتفاع مستوى الدين، وتباطؤ معدل نمو،



الصورة: ONUR PINAR PHOTOGRAPHY

**حراس سوق السندات** في طريقهم إلى الزوال. تشير التسمية إلى تجار السندات الذين يعارضون الإسراف المالي ولكنها تتضمن أيضا الساسة المتمسكين بفكرة الحكومة الصغيرة. وقد كان لهؤلاء تأثير كبير على سياسة المالية العامة على مستوى العالم طوال عقدين حتى عام ٢٠٠٨ ولكن لا خوف منهم بعد الآن. فلم تتمكن سوق السندات من تحديد علاوات المخاطر — عوائد أعلى — للبلدان ذات السياسات المالية غير القابلة للاستمرار في السنوات الأخيرة. كذلك فإن القوى السياسية المعتادة التي يتم حشد دعمها للحكومة الصغيرة لم تحرك ساكنا. وعلى سبيل المثال فإن تحفظ صقور المالية العامة مؤخرا في الكونغرس الأمريكي قد أربك الكثيرين.

ماذا حدث؟ هل تغير الهيكل الاقتصادي في الاقتصادات المتقدمة لاستيعاب دين عام أكبر مما كان يُقدَّر من قبل؟ وهل دعم الجمهوريين للتوسع المالي في اقتصاد وصل إلى مستوى التوظيف الكامل يعكس مطلبيا سياسيا عاجلا، أم هو مؤشر على تغييرات أعمق في الاقتصاد؟ وهل ستضغط أسواق السندات على الحكومات مرة أخرى؟ إن الإجابة عن هذه الأسئلة أمر غاية في الأهمية لكل من السياسة والأسواق.

## غيرت عوائد السندات المنخفضة سياسات الدين والعجز تغييراً جذرياً.

ضريبية، كما قد تجعل الاعتماد على سلاسل العرض الدولية أمراً مكلفاً.

وإذا تحول اتجاه الانكماش إلى تضخم، سيدفع إلى سحب تدابير التيسير الكمي على مستوى العالم. وسيؤدي ذلك إلى زوال دعم المالية العامة الضمني الذي كان سمة غير معلنة وإن كانت قوية للتيسير الكمي. وسوف تنعكس السلسلة الكاملة من الأحداث التي جعلت حراس السندات على وشك الزوال. وسيبدأ محرك البحث «غوغل» في نشر تقارير حول حراس السندات، وستظهر صقور المالية العامة في الكونغرس على نحو غير متوقع. عندئذ، ستشعر الحكومات بالضائقة المالية، وستغير المبادئ التي تقوم عليها سياسة المالية العامة تغييراً جذرياً. **FD**

**رامانا راماسوامي** هو زائر أكاديمي متميز في كلية كوينز بجامعة كامبريدج.

وزيادة أسرع في شيخوخة السكان. وهو مزيج مرهق يحول دون استمرارية القدرة على تحمل الدين.

وكما هو الحال في الولايات المتحدة، يتمثل الهدف المعلن للتيسير الكمي في اليابان ومنطقة اليورو في دفع التضخم إلى مستوى أعلى. لكن تأثيره غير المقصود — والبعض قد يقول «هدفه غير المعلن»، رغم أن البنوك المركزية تنكر ذلك بشدة — تمثل في إلغاء علاوات مخاطر التوقف عن السداد من سوق السندات. وعندما يتمكن بلد تبلغ نسبة الدين لديه ٢٤٠٪ من إجمالي الناتج المحلي، كما هو الحال في اليابان، من تثبيت عوائد السندات لأجل ١٠ سنوات بالقرب من الصفر، فإنه يجعل من الصعب على أسواق السندات تسعير احتمالات التوقف عن السداد في أماكن أخرى. وبالتالي فعندما يصبح التيسير الكمي جزءاً لا يتجزأ من مجموعة أدوات البنك المركزي، فإنه يغير بشكل جذري تصور السوق بشأن التوقف عن السداد — وقدرته على تسعيره. ويفرض الإسراف المالي الحد الأدنى من التكاليف على الحكومات.

إن العامل الذي ساعد على ارتفاع مستوى الدين مع حدوث انخفاض طفيف في قيمة الضمانات هو عدم قدرة سوق السندات على تسعير علاوات المخاطر وليس التغيرات في هيكل الاقتصاد. فقد التهمت العملية السياسية ببساطة وجبة الغذاء المجانية. بل إن هيكل الاقتصادات المتقدمة قد يبرر انخفاض مستويات الدين اليوم. وتعني شيخوخة السكان ارتفاع الإنفاق على الصحة والمعاشات التقاعدية في المستقبل، إلى جانب انخفاض القدرة على النمو.

لقد تم تحييد تأثير حراس السندات من خلال اقتران تدابير التيسير الكمي بالقوى الانكماشية القوية المتمثلة في التكنولوجيا والعولمة ووضع العمالة الضعيف. ورغم السحب التدريجي لتدابير التيسير الكمي في اقتصاد أقوى كالولايات المتحدة، فإنها لا تزال قائمة في كل من اليابان ومنطقة اليورو. وفي ظل التضخم المنخفض وما يوفره من دعم ضمني للمالية العامة، يصبح مستوى سحب تدابير التيسير الكمي في كل منهما مرتفعاً. وبالتالي ستظل سوق السندات العالمية تشعر بأثار تدابير التيسير الكمي رغم سحبها تدريجياً في الولايات المتحدة.

إن التضخم هو العنصر الأساسي لإحياء نشاط حراس السندات. ولا نعرف إلى أي مدى سيستمر اتجاه الانكماش الهيكلي السائد طوال العقدين الماضيين، ومن غير المرجح أن يستمر إذا تراجعت العولمة. وربما نكون في مثل هذا المنعطف لأن رد الفعل المناهض لحرية التجارة وانتقال العمالة عبر الحدود يكتسب قوة. وقد تدفع السياسة أيضاً إلى استعادة مزيد من عمليات الإنتاج إلى الداخل من خلال تقديم حوافز

