

استقرار الأسعار واستدامة مسار الدين

يُتوقع أن يظل الدين العام مرتفعاً مما يجعل استقرار
الأسعار مطلباً أكثر أهمية من أي وقت مضى
ريكاردو ريس

شهد

القرن الحالي ارتفاعا غير مسبوق في

مستويات الدين العام. ويتكرر الأمر عبر

الاقتصادات المتقدمة واقتصادات السوق

الصاعدة ومعظم الاقتصادات الفردية: ارتفاع مستمر في

مستويات الدين منذ عام ٢٠٠٠ تليه طفرة مفاجئة عقب الأزمة

المالية لعام ٢٠٠٨ وطفرة أكبر في بداية الجائحة عام ٢٠٢٠.

وقد نشأ هذا الارتفاع العالمي في مستويات الدين العام قبل

ظهور فيروس كورونا المستجد وما اقترن به من إنفاق عام

إضافي لدعم الأسر والشركات. وفي الولايات المتحدة الأمريكية،

لم تسجل الحكومة الفيدرالية أي فوائض مالية منذ عام ٢٠٠١.

وتبلغ ديونها العامة في الوقت الحالي مستويات هائلة تصل

إلى ٣٠ تريليون دولار أمريكي، أي ما يعادل حوالي ١٣٠٪ من

إجمالي الناتج المحلي، وهو المستوى الأعلى على الإطلاق منذ

أن بدأ الدين العام في تسجيل ارتفاعات قياسية عام ١٧٩١.

وحتى البلدان التي اقترضت مبالغ ضخمة في السابق للتغلب

على الحروب والكوارث الطبيعية وأزمات الدين السيادي بلغت

قروضها في الوقت الحالي أعلى مستوياتها على الإطلاق مقارنة

بحجم اقتصاداتها.

ويبدو أن النجاح الكبير الذي أحرزته البنوك المركزية في

السيطرة على التضخم على مدار العشرين عاما الماضية لم يكن

من قبيل المصادفة. فمنذ عام ٢٠٠٠، سجلت الأسعار في بلدان

عديدة معدلات نمو ثابتة قرب المستويات الرسمية المستهدفة.

وكانت هذه الفترة بمثابة العصر الذهبي للسياسية النقدية

وتميزت بثلاث سمات: اتفاق المؤسسات على استقلالية البنوك

المركزية عن وزارات المالية (وفصل السياسة النقدية بالتالي

عن سياسة المالية العامة)، وتضمين السياسة النقدية أهدافا

واضحة للتضخم، وتنفيذ استراتيجيات تشغيلية تستهدف تركيز

السياسة النقدية على أسعار الفائدة لمختلف الأجل باستخدام

أدوات متعددة. واقترن تراجع معدلات التضخم بأسعار فائدة

منخفضة ومستقرة على الدين العام. ونتيجة لذلك، ظلت

مدفوعات الفائدة ثابتة كنسبة من الموازنة الحكومية حتى مع

استمرار نمو مستويات الدين نفسها.

ولكن في ظل تسارع معدلات ارتفاع الأسعار حول العالم

— وتسجيل معدل التضخم السنوي الأسرع على الإطلاق في

الولايات المتحدة منذ أوائل الثمانينات — هل يوشك هذا العصر

الذهبي على الانتهاء؟ ومع تزايد أسعار الفائدة بالفعل في العديد

من الأسواق الصاعدة، هل نشهد نوبات متكررة من أزمات الدين

السيادي؟ وهل ستسعى الحكومات إلى استعادة سلامة مالياتها

العامة والسيطرة على ديونها حتى وإن حمل ذلك مخاطر إثارة

اضطرابات اجتماعية؟ وفي ظل الارتفاع الكبير في مستويات

الدين العام، هل أصبح تأثير السياسة النقدية على المالية

العامة كبيرا بحيث لم يعد من الممكن استمرار استقلالية البنوك

المركزية؟ وهل يتعين في الوقت الحالي تكليف سلطة واحدة

بالتنسيق بين السياستين النقدية والمالية؟ وهناك عدد من

النسائلات الخاصة بالسياسة الاقتصادية الكلية في الوقت

الحالي تحمل نفس القدر من الأهمية.

«خصوصية» الدين العام

يمكن للحكومات الحفاظ على استدامة مسار الدين العام

بإحدى طريقتين. تتمثل الأولى في تحقيق فوائض أولية

مستقبلا من خلال تحصيل إيرادات ضريبية أكبر مقارنة

بحجم الإنفاق على التحويلات والمشتريات. وقد ساهمت

الفوائض الفعلية والمتوقعة في استدامة مسار الدين العام

خلال القرنين التاسع عشر والعشرين، حيث كانت الحكومات

تلجأ إلى تقييد الإنفاق العام عقب الحروب أو الكوارث

الطبيعية. ولكن القرن الحادي والعشرين لم يشهد سوى

فوائض زهيدة أو منعدمة في جميع الاقتصادات المتقدمة

تقريبا. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، تشير التنبؤات

إلى تسجيل عجز كبير خلال الأعوام الثلاثين القادمة على

الأقل. وتبدو القدرة على رفع الضرائب أو خفض الإنفاق

على الخدمات العامة محدودة في معظم البلدان الأوروبية.

ولا يسعنا القول بأن ارتفاع الدين العام خلال العشرين عاما

الماضية اقترن بزيادة حجم الضرائب المستقبلية أو تخفيض

الإنفاق بقدر يتناسب مع حجم الدين.

عوضا عن ذلك، أمكن الحفاظ على استدامة مسار الدين

العام في ظل ارتفاعه مؤخرا بطريقة أخرى. فقد نجحت

الحكومات في الاقتراض من المستثمرين بأسعار أقل من

تلك التي يستخدمها نفس المستثمرين في خصم التدفقات

المستقبلية. ويمثل هذا الخصم معدل العائد الذي يحصل عليه

المستثمرون من الاستثمار في الاقتصاد الخاص. والفجوة

بين العائدين تعني أن الحكومة تحصل بشكل ما على إيرادات

من ديونها. وبعبارة أخرى، إذا استخدمت الحكومة المبلغ

المقترض في الاستثمار من خلال المساهمة في رأس المال

الخاص، فإنها تحصل بذلك على إيرادات في صورة أرباح

نتيجة عن هذا الاستثمار. وحتى إن لم تفعل ذلك بصورة

مباشرة، فإن الفجوة بين العائدين تمثل تكلفة الفرصة البديلة

بالنسبة للمقترض، ومكسبا تحصل عليه الحكومة المقترضة

بالتالي من خلال تجديد الدين بهذا العائد المنخفض. ويظل

مسار الدين مستداما ما دام يحتفظ بقدرته الخاصة على

جذب المستثمرين الباحثين عن الأمان أو السيولة أو أي

مميزات أخرى يجدهونها في الدين العام. وهذه «الخصوصية»

هي التي تتيح دفع أسعار فائدة منخفضة على الدين العام.

كذلك فإن ديون بعض الحكومات أكثر خصوصية من

ديون البعض الآخر. فحكومات الاقتصادات المتقدمة (ولا

سيما الولايات المتحدة) يمكنها دفع فائدة أقل كثيرا مقارنة

بحكومات اقتصادات الأسواق الصاعدة. وفي البلدان التي

نجحت بفضل قوة سمعتها ومؤسساتها في تعظيم الإيرادات

الناجمة عن ديونها، أمكن الحفاظ على استدامة مسار الدين

رغم ارتفاعه مقارنة بالبلدان الأخرى قبل الجائحة وأثناءها.

غير أن جميع البلدان تشترك في ربط أسعار فائدتها بسعر

الفائدة العالمي التوازني، والذي يعرف أحيانا باسم «سعر

الفائدة الحقيقي»، وهو السعر الذي يتساوى عنده العرض

العالمي للمدخرات والطلب العالمي عليها. وقد استمر سعر

عندما يباغت التضخم حائزي الأسهم، تنتقل الثروة من أيديهم إلى الحكومة.

حالات الطوارئ الوطنية، مثل الجوائح، غالبا ما يليها تكليف وزارات المالية بمهام البنك المركزي.

وثانيا، أشاعت البنوك المركزية حالة من عدم الاكتراث بالتضخم أكسبتها أهمية كبيرة، فقد نجحت عاما تلو الآخر في تحقيق معدلات تضخم ثابتة لم تتجاوز ٢٪ تقريبا. واعتادت الأسر والشركات على عدم الاكتراث بتحركات الأسعار نظرا لنجاح البنوك المركزية في إبقاء معدلات التضخم قرب المستويات المستهدفة في ظل الأزمات المالية والدورات الانتخابية وصدمة أسعار السلع الأولية والنفط. ويعني انخفاض معدلات التضخم المتوقعة واستقرارها أن أسعار الفائدة الاسمية التي تحملتها الحكومة تراجعت هي الأخرى على غرار سعر الفائدة الحقيقي. وقد يتغير ذلك أيضا، فالطفرة التي سجلتها معدلات التضخم خلال الفترة ٢٠٢١-٢٠٢٢ كانت بمثابة صدمة لحالة عدم الاكتراث تلك. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، كانت هناك بالفعل بوادر واضحة خلال صيف ٢٠٢١ على أن الأسر أصبحت تتوقع ارتفاع معدلات التضخم مستقبلا. وإذا ما استمر هذا الاتجاه، فإنه سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الدين الحكومي، نظرا لأن المقرضين سيطلبون بالتعويض عن انخفاض قيمة عملة السداد.

وثالثا (ومن نفس المنطلق)، عادة ما يستجيب حائزو السندات لارتفاع التضخم بالبحث عن تعويض أكبر لتغطية خطر استمرار تقلبات معدلات التضخم. وقد ساهم استقرار الأسعار خلال العقدين الماضيين في تعظيم إيرادات الدين لصالح الحكومات من خلال أثره في خفض معدلات التضخم وتجنب خطر تقلباتها. علاوة على ذلك، تقترن التقلبات في معدلات التضخم وأسعار الفائدة الحكومية بتقلب مصروفات الفائدة التي تتحملها الخزنة العامة. وفي ظل غياب هوامش الأمان المالي اللازمة، سيزيد ذلك من احتمالات لجوء وزارات المالية إلى رفع الضرائب، ربما بشكل قد يسفر عن بعض التشوهات التي تؤدي بالتالي إلى زيادة المخاطر الكلية التي تهدد الاستثمارات في الاقتصاد.

ومنذ وقوع الأزمة المالية، ساهمت البنوك المركزية من خلال قناة رابعة في زيادة إيرادات الدين. فسياسات السلامة الاحترازية الكلية التي وضعتها هذه البنوك ألزمت المؤسسات المالية بحياسة أصول أكثر أمانا وسيولة وفرضت عليها تحمل تكلفة أكبر على حيازات الأصول الخاصة عالية المخاطر. لذلك ازداد الطلب على السندات الحكومية التي تصلح كضمان وتلبي متطلبات الجهات التنظيمية في الوقت نفسه. كذلك ساهمت البنوك المركزية في الحد من احتمالات وقوع أزمات مالية أخرى، وهو ما أدى بدوره إلى تراجع التوقعات بشأن الحاجة إلى عمليات إنقاذ ذات تكلفة مالية مرتفعة مستقبلا. وبذلك ساعدت

الفائدة الحقيقي في التراجع خلال العقدين الماضيين على الأقل نتيجة عدة عوامل، منها التحول الديمغرافي وتزايد أعداد المسنين وما نتج عن ذلك من رغبة المزيد من المواطنين في الادخار لمرحلة التقاعد، وتباطؤ الإنتاجية الذي نتج عنه تراجع الطلب على رأس المال، وتزايد عدم المساواة والمخاطر المالية الذي أدى إلى زيادة رغبة الأسر في الادخار وتراجع رغبة الشركات في الاستثمار.

وقد استفادت الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة بدرجات متفاوتة من هذه التغيرات المطولة في الحفاظ على استدامة مسار الدين. ولا يُتوقع حدوث تغير مفاجئ في هذه الاتجاهات خلال السنوات القليلة التالية. وحتى إن حدث، فإنه لن يؤثر على الدين الحكومي وحده. فالزيادة المفاجئة في مستويات الإنتاجية على سبيل المثال ستؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الدين. ولكنها ستؤدي أيضا إلى زيادة الناتج الحدي لرأس المال والإيرادات الضريبية الحكومية — مما يجعل من الأسهل الحفاظ على استدامة مسار الدين.

كذلك تؤثر السياسة النقدية على إيرادات الدين، ولكن بصورة مختلفة. فنظرا لأن حكومات عديدة تقترض في الوقت الحالي بعمالتها، تعتمد تكلفة الاقتراض العام أيضا على قيمة العملة وقت السداد. فضلا عن ذلك، عندما تقترض الدول السيادية، لا يمكن إرغامها على السداد بالقوة (على عكس الأفراد والشركات)، لذلك فإن الوفاء بالدين يكون له شق طوعي في هذه الحالة. وبالتالي يتعين على حائزي الدين العام تحمل نوعين من المخاطر، وهما التضخم والتعثر السيادي، مما يؤدي إلى الحد من جاذبية الدين وتراجع الإيرادات الحكومية الناتجة. وعلى مدار العقدين الماضيين، ساهمت السياسة النقدية في تحقيق إيرادات مرتفعة من الدين من خلال خمس قنوات على الأقل. والسؤال المهم هنا الذي سيحدد مدى استدامة مسار الدين مستقبلا هو ما إذا كانت هذه القنوات ستواصل دورها في تحقيق إيرادات مرتفعة من الديون.

خمس قنوات لضمان استدامة مسار الدين

أولا، الحكومات قد يغيرها استخدام التضخم لخفض القيمة الحقيقية للمدفوعات التي يتعين عليها سدادها. ومن الإجراءات المرتبطة بذلك تنقيد الدين — أي طباعة العملة لسداد مدفوعات الدين — الذي يؤدي إلى التضخم أيضا. غير أن هذا الخيار لم يكن متاحا لبلدان عديدة خلال العقدين الماضيين نتيجة استقلال البنوك المركزية الذي ساهم في حماية الدين العام من خطر التضخم، وهو الأمر الذي استفاد منه خصوصا المستثمرون الأجانب الذين يتعرضون للخسارة بمجرد التنبؤ بارتفاع التضخم من خلال تراجع قيمة العملة. هل يمكن أن يتغير ذلك؟ يتضح من تاريخ البنوك المركزية أن

الخمسة المذكورة، ألا وهي الالتزام باستقرار الأسعار. فاستقرار الأسعار يساعد في حماية الدين العام من خطر التضخم، وبقاء توقعات الدين حول مستهدفاتها، وتجنب علاوات المخاطر المقترنة بالتضخم، والتأكيد على ضرورة التركيز على التضخم لأغراض سياسة السلامة الاحترازية الكلية، وتوجيه سياسة الميزانية العمومية للبنك المركزي وتحديد حجم الدعم الذي ينبغي أن تقدمه الحكومة لها من خلال المالية العامة. ومن شأن استقرار الأسعار أيضا تعظيم إيرادات الدين والمساهمة في استدامة مسار الدين العام.

وقد تبدو دوافع الحفاظ على استقرار الأسعار مثيرة للدهشة لتعارضها مع البديهييات الشائعة: ألا يساعد بعض التضخم في مواجهة مستويات الدين العام لدى ارتفاعها كما هو الحال اليوم؟ فضريبة التضخم التي يتحملها حائزو السندات تعد أداة مكمل للضرائب المحصلة من مختلف أشكال الضريبة التشويهيية الأخرى، وهو ما يمثل ثاني أفضل بديل في ظل ضرورة سداد الديون الذي سيؤدي بشكل أو بآخر إلى بعض التشوهات. كذلك فإن زيادة التضخم في مرحلة لاحقة قد تبدو تكلفة ملائمة مقابل استمرار البنك المركزي في تطبيق أسعار فائدة منخفضة وحماية الاقتصاد بالتالي من أزمة دين محققة. وإيجازا لما سبق، ألا يوجد تعارض بين استدامة القدرة على تحمل ارتفاع الدين العام واستقرار الأسعار؟

الإجابة «لا»، نظرا لأن مزايا التضخم المفترضة لا تتحقق إلا في حالات التضخم المفاجئة. فعندما يباغت التضخم حائزي الأسهم، تنتقل الثروة من أيديهم إلى الحكومة، على غرار ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية عام ٢٠٢٠. وما دام البنك المركزي قادرا على تطبيق أسعار فائدة أساسية منخفضة وزيادة حجم ميزانيته العمومية دون زعزعة مصداقية سياسة التضخم التي يتحمل مسؤوليتها، تظل أسعار الفائدة الحقيقية الأطول أجلا على السندات الحكومية منخفضة وإيرادات الدين مرتفعة. ولكن التضخم الفعلي قد ينحرف طويلا عن التضخم المتوقع. لذلك فما إن يبدأ مستثمرو السندات الحكومية في توقع التضخم أو ينتابهم القلق حياله، يجب أن تولي السياسة النقدية الأولوية لاستقرار الأسعار في ضوء الدوافع الخمسة المذكورة. فاستدامة مسار الدين العام المرهونة بمباغته حائزي السندات بنوبة تضخمية موقوتة ليست إلا سياسة خطيرة ومعيبة.

ويمكن للحكومات تجنب أزمات الدين السيادي دون اللجوء إلى تدابير تشفوية حادة ما دام الدين العام يحتفظ بخصوصيته وتتولد عنه إيرادات مرتفعة. ويتطلب ذلك منح قدر أكبر من الاستقلالية للبنوك المركزية، وليس العكس، والالتزام أكثر قوة من جانب الحكومات والبنوك المركزية على حد سواء بمستويات التضخم المستهدفة. فلا يمكن لاتجاهات التضخم غير المتوقعة الاستمرار طويلا. أما استدامة القدرة على تحمل ارتفاع الدين العام الذي نشهده حاليا، فتتطلب جهدا متواصلا لسنوات عديدة قادمة. **FD**

سياسة السلامة الاحترازية الكلية بوجه عام على استدامة مسار الدين العام رغم ارتفاعه، حتى وإن لم يكن ذلك هو هدفها الأساسي. غير أن هذه الأوضاع قد تتغير أيضا. فإذا ما واجهنا سيناريو يكمن خطره الرئيسي في احتمالية وقوع أزمة على جانب المالية العامة، وليس في القطاع المالي كما سبق (وهو سيناريو مستبعد ولكنه ممكن)، يؤدي ذلك إلى تراجع مؤشرات السلامة الاحترازية الكلية. وتشكل سوق السندات الحكومية ضمانا أساسيا للنظام ككل. فإذا ما أصبحت هذه السوق هي المصدر الأساسي لعدم الاستقرار المالي، يصبح الخط الفاصل بين سياسة السلامة الاحترازية الكلية والكبح المالي هشًا. وقد يستخدم البنك المركزي صلاحياته لزيادة الطلب على السندات الحكومية لمنع وقوع أزمة في الدين الحكومي. ولكن في حالة عدم قدرة الخزانة العامة على خدمة الدين أو عدم رغبتها في ذلك، فإنها قد تستغل هذه الأوضاع لزيادة مستويات العجز. وسيؤدي ذلك إلى انهيار الأسواق في أي لحظة.

وهناك قناة خامسة بين السياسة النقدية واستدامة القدرة على تحمل مستويات الدين المرتفعة من خلال إيرادات الدين. فخلال العقد الماضي، أدت سياسات التيسير الكمي التي انتهجتها البنوك المركزية إلى سحب السندات الحكومية طويلة الأجل من القطاع الخاص لتحل محلها الودائع المصرفية لليلة واحدة لدى البنك المركزي. وتراجعت أسعار الفائدة سواء على الأجل القصيرة أو الطويلة، مما نتج عنه تحمل البنك المركزي تكلفة قليلة على موارده نظرا لأن الفائدة التي قام بتحصيلها على السندات الحكومية كانت أعلى قليلا مقارنة بالفائدة التي سدها للبنوك. ولكن البنوك المركزية كانت عادة ما تستجيب لطفرات التضخم من خلال تطبيق زيادة كبيرة في أسعار الفائدة قصيرة الأجل عن قيمتها طويلة الأجل. وإذا تكرر الأمر في الوقت الحالي، قد تواجه البنوك المركزية خسائر: فسيكون عليها دفع فوائد للمودعين تتجاوز ما تحصله من فوائد على السندات الحكومية التي قامت بشرائها في الماضي والتي لا يزال سعر الفائدة عليها منخفضا. ويمكن موازنة الخسائر من خلال طرح إصدارات نقدية وتحصيل رسوم عليها — وهي وسيلة مؤكدة لزيادة التضخم. وعوضا عن ذلك، يمكن تمرير الخسائر إلى الخزانة من خلال مطالبتها بإعادة رسملة البنك المركزي، وهو ما قد يؤدي إلى زيادة العجز الحكومي. وفي الحالتين، تصبح الخصوم العامة التي يحوزها القطاع الخاص أقصر أجلا نتيجة التيسير الكمي. وأي تغير مفاجئ في هذه الأوضاع قد يستلزم بيع السندات العامة بأسعار مخفضة، مما قد يتسبب في أزمة. لذلك نجد أن البلدان عالقة في وضع قد يفرض عليها ارتفاعا سريعا في أسعار الفائدة قصيرة الأجل، مما يعني أن الدولة ككل قد تواجه قيودا أكثر تشددا على الموازنة العامة.

دوافع الحفاظ على استقرار الأسعار

هناك طريقة واحدة لضمان استمرار مساهمة البنوك المركزية في استدامة مسار الدين العام من خلال القنوات

ريكاردو ريس هو أستاذ كرسي إيه دبليو فيليبس في الاقتصاد بكلية لندن للاقتصاد والعلوم السياسية.