



السيطرة على الديون

إمانويل بالديتشي، وسانجيف غوبتا، وكارلوس مولاس-غراندوس
Emanuele Baldacci, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Granados

الفترة التي أعقبت نهاية الحرب العالمية الثانية مباشرة (راجع دراسة Cottarelli and Schaechter, 2010). والذي يعكس في شق كبير منه خسارة دائمة في الإيرادات بسبب انفجار فقاعة أسعار الأصول وتراجع الناتج الممكن، والتنشيط المالي المعاكس للاتجاهات الدورية. وكان الدين العام قد بدأ يتراكم قبل الأزمة في هذه البلدان، غالباً بسبب ارتفاع الإنفاق، لكن الزيادة في أعقاب الركود العالمي كانت سريعة وكبيرة، إذ كانت بعض البلدان تقترب بنفس مستويات زمن الحرب.

وفي غياب التغييرات في السياسات، من المتوقع أن يزداد مركز المالية العامة للاقتصادات المتقدمة سوءاً. ومن المرجح أن تفرض شيخوخة السكان ضغوطاً كبيرة رافعة للإنفاق على الرعاية الصحية ومعاشات التقاعد (IMF, 2010).

الأزمة المالية الحادة التي ضربت الاقتصاد العالمي في عام ٢٠٠٨ إلى حدوث تراجع كبير في الناتج وولدت شعوراً بعدم اليقين الذي يغلف الآفاق الاقتصادية المستقبلية، كما أضرت بالموارد العامة لبلدان كثيرة. ويمكن رؤية موروثاتها في التراكم الهائل للدين العام في أنحاء العالم - في اقتصادات الأسواق المتقدمة أكثر منها في اقتصادات الأسواق الصاعدة.

ففي الاقتصادات المتقدمة، من المتوقع أن يبلغ متوسط الدين العام ١٠٨٪ من إجمالي الناتج المحلي في نهاية عام ٢٠١٥، وهو ما يمثل ارتفاعاً بنحو ٣٥ نقطة مئوية مقارنة بنهاية عام ٢٠٠٧، قبل بدء الأزمة العالمية. ولم تشهد هذه البلدان هذا المستوى المرتفع من الدين منذ

عند التعامل مع تبعات الركود الكبير يجب أن يولى صناعات السياسات اهتماماً كافياً لمزيج السياسات التقشفية

أدت

فتولد تيارا من المد سوف تضطر للاقتصادات المتقدمة إلى مواجهته، حتى وإن كانت تسعى إلى تنفيذ سياسات ترمي إلى الحد من أعباء ديونها (ضبط أوضاع المالية العامة).

أما في الاقتصادات الصاعدة، فقد كان وقع الأزمة أخف، وأوضاع المالية العامة الأساسية أقوى مقارنة بالاقتصادات المتقدمة (مع بعض الاستثناءات مثل اقتصادات أوروبا الوسطى والشرقية). ومع ذلك، فقد كانت قدرة الاقتصادات الصاعدة على تحمل الديون أقل، لأن قدرتها على زيادة الإيرادات أكثر محدودية - وذلك على سبيل المثال نظرا لتهرب قطاعاتها غير الرسمية الكبيرة من الضرائب - وأوعيتها الضريبية أكثر تقلبا مقارنة بالاقتصادات المتقدمة. ولا تزال الاقتصادات الصاعدة معرضة لتداعيات مشكلات الدين في الجهات السيادية للاقتصادات المتقدمة، وتواجه مشكلات محتملة من إعادة تمويل الدين القائم عند استحقاقه.

الأزمات تفضي إلى تراكم الديون

ليس ارتفاع مستويات الدين العام في أعقاب الأزمات المالية بالشيء الجديد. وأوضحت الدراسات أن الأزمات المصرفية تكون لها تداعيات مالية كبيرة على اقتصادات الأسواق المتقدمة والصاعدة على السواء. على سبيل المثال، خلّصت دراسة (Rogoff and Reinhart, 2009) من خلال عينة من الفترات التاريخية إلى ارتفاع الدين الحكومي بنسبة ٨٦٪ في المتوسط خلال السنوات الثلاثة التالية لوقوع أزمة مصرفية، وتشير دراسة (Laeven and Valencia, 2008) إلى أن متوسط تكلفة الأزمات المصرفية التي تتكبدها المالية العامة كان أقل قليلا من ١٥٪ من إجمالي الناتج المحلي خلال العقود الثلاثة المنصرمة. علاوة على ذلك، بلغ متوسط ارتفاع نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي نحو ٤٠ نقطة مئوية خلال تلك الفترات (راجع دراسة (Baldacci, Gupta, and Mulas-Granados, 2009)).

والأمر غير المسبوق هذه المرة هو أن بلدانا كثيرة - وهي تلك التي كانت تحظى بأكثر شريحة من الناتج العالمي - ظلت تكسب التزامات حكومية في مناخ اقتصادي عالمي هش وسط درجة عالية من عدم اليقين، الأمر الذي قد يمثل مشكلات لأسباب أربعة.

أولا، إن ارتفاع مستويات الدين من شأنه أن يرفع مخاطر الملاءة المالية ويزيد تكلفة الاقتراض التي تتحملها الجهات السيادية. وثانيا، إن ارتفاع الدين من شأنه أن يحد من قدرة أي حكومة على استخدام سياسة المالية العامة كأداة معاكسة للاتجاهات الدورية، عند وقوع أزمة مثلا. وثالثا، إن ارتفاع أسعار الفائدة الذي أفرزته الديون المرتفعة قد يكون لها تأثير سلبي على نمو الناتج والإنتاجية. ورابعا، إن الحاجة إلى التشديد المالي المتزامن - في غياب تخفيض أسعار الصرف ومحدودية الحيز المتاح لانتهاج سياسة نقدية توسعية عبر عدد من الاقتصادات الكبيرة - من شأنها أن تسبب مخاطر الإضرار بالطلب الكلي على المستوى العالمي.

استعادة القدرة على الاستمرار في تحمل الديون

كيف إذن ينبغي للبلدان أن تخفف نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي لديها؟ يمكنها أن تنفذ تدابير جديدة للإيرادات و/أو المصروفات لتخفيض عجز المالية العامة أو أن تتخذ خطوات لتنشيط النمو - أو كليهما. فتحسن الرصيد الأولي (أي رصيد المالية العامة دون تكاليف الفوائد) من شأنه أن يخفف الإقراض الجديد وأن يساعد على تخفيض رصيد الديون؛ كما أن زيادة نمو الناتج من شأنها أن تساعد على تحسين مركز المالية العامة بطريقتين: زيادة الإيرادات وتخفيض نسبة الإنفاق إلى إجمالي الناتج المحلي.

ومع ذلك، فإن تخفيض الدين العام بعد الأزمة المالية الأخيرة من المرجح أن ينطوي على تحديات كبيرة. وقد تم تصحيح الأوضاع بقدر يكفي لخفض

الديون إلى مستويات قريبة إلى جانب الحذر في كل من اقتصادات الأسواق المتقدمة والأسواق الصاعدة خلال العقدين الماضيين، لكن ضبط أوضاع المالية العامة هذه المرة لا بد من أن يحدث في مناخ يسوده ارتفاع الخطر العالمي وزيادة اضطراب الأسواق المالية وتراجع الطلب. إضافة إلى ذلك، فالمجال المتاح أمام السياسة النقدية لكي تدعم النمو يكون محدودا إذا عمدت البلدان إلى ضبط أوضاع المالية العامة - نتيجة لتدني أسعار الفائدة الأساسية في كثير من الاقتصادات المتقدمة. علاوة على ذلك، سيجد صناع السياسات صعوبة في استخدام سياسات أسعار الصرف في دعم القدرة التنافسية نظرا لحاجة كثير من الاقتصادات الكبرى إلى ضبط أوضاع المالية العامة في نفس الوقت.

فما هو مستوى الدين المرغوب في هذه البلدان لضمان استمرارية أوضاع المالية العامة؟ وهذا سؤال تصعب الإجابة عليه إذ أن المستوى المستهدف ينبغي أن يأخذ في الحسبان الاعتبارات القطرية فيما يتعلق بالدين الذي يمكن الاستمرار في تحمله في ضوء سياسات المالية العامة، والعوامل الديمغرافية، والاستحقاقات غير الممولة، بالإضافة إلى أسعار الفائدة ومعدلات نمو الناتج

تراجع احتمالات النجاح في توحيد الديون عندما تتعرض البلدان لأزمات مصرفية أطول أمدا (ومن ثم أشد حدة).

على المدى الطويل، فعلى سبيل المثال، قد لا تكون العودة إلى مستوى الدين العام الذي كان سائدا قبل الأزمة هدفا طموحا بما يكفي للبلدان التي كانت تشهد معدلات مرتفعة قبل الأزمة. ومن المناهج شائعة الاستخدام وضع حدين هما ٦٠٪ من إجمالي الناتج المحلي للاقتصادات المتقدمة و ٤٠٪ من إجمالي الناتج المحلي للاقتصادات الصاعدة - انعكاسا لتصورات ارتفاع المخاطر في الاقتصادات الصاعدة. والنسبة المستهدفة وهي ٦٠٪ من إجمالي الناتج المحلي للاقتصادات المتقدمة هي تقريبا المعدل الوسيط ذاته لنسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي في تلك الاقتصادات قبل الأزمة.

الأزمات المصرفية السابقة

ما هي العوامل التي تفسر نجاح توحيد الدين العام بعد الأزمات المصرفية، ولماذا تستطيع بعض البلدان تخفيض دينها العام إلى مستوى قريب إلى الحذر بوتيرة أسرع من غيرها؟

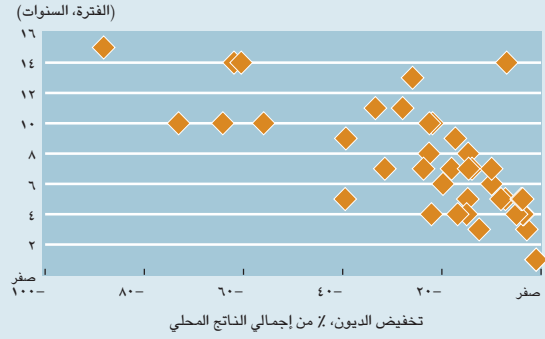
وللإجابة على هذين السؤالين أمعنا النظر في ١٠٠ فترة من فترات الأزمات المصرفية التي وقعت بين عامي ١٩٨٠ و ٢٠٠٨ في اقتصادات الأسواق المتقدمة والأسواق الصاعدة، والاقتصادات منخفضة الدخل (راجع دراسة (Baldacci, Gupta, and Mulas-Granados, 2010)). ويركز التحليل على العوامل التي تؤثر على طول فترات النجاح في خفض الديون، وتعرف بأنها تخفيض نسبة الدين الحكومي إلى إجمالي الناتج المحلي إلى حدود ٤٠٪/٦٠٪ من المستويات الحدية لإجمالي الناتج المحلي، ولكننا نستخدم أيضا مستويات حدية بديلة لاختبار ثبات النتائج.

وحتى نقيم العوامل الكامنة وراء احتمال نجاح تخفيض الدين، حددنا أولا مدة الحالات الناجحة لتوحيد الدين. وتتسم هذه الفترات بهبوط في الدين العام إلى مستوى أدنى من الحد المستهدف (٪ من إجمالي الناتج المحلي). وتتراوح مدة فترات توحيد الدين الناجحة بين سنة واحدة و ٢٤ سنة - أي أن المدة الوسيطة للتصحيح الناجح هي نحو ١٠ سنوات.

وبعد ذلك، سعينا إلى تفسير الفروق في طول مدة العمليات الناجحة لتخفيض الدين عبر الفترات المختلفة على أساس ثلاث مجموعات من

الشكل ١ الأمر يستغرق وقتاً

تحتاج البلدان عادة إلى فترة من ست إلى ثمان سنوات لكي تتخلص من الديون الحكومية في أعقاب أي أزمة اقتصادية عندما يبلغ التخفيض المطلوب ٤٠٪ أو أقل من إجمالي الناتج المحلي.



المتغيرات. أولاً، نقوم بتحديد أثر التكلفة المالية للأزمة عن طريق إدخال طول مدة الأزمة المصرفية السابقة على فترة التصحيح وحجم الدين المتراكم أثناء الأزمة.

كما أننا نحيد أثر نوعية تصحيح أوضاع المالية العامة (الذي يعرف بأنه مقدار التصحيح الذين ينبع من الوفورات في الإنفاق، لأن الدراسات تشير إلى أن التصحيح القائم على الإنفاق يستمر لمدة أطول). وبخلاف الدراسات الأخرى، فإننا نسمح بالتفاعل بين نوعية تصحيح أوضاع المالية العامة وحجم هذا التصحيح، ذلك لأن تخفيض الإنفاق وحده - بالنسبة للبلدان التي تحتاج إلى عمليات تصحيح كبيرة - قد لا يحقق ضبط أوضاع المالية العامة المطلوب. وحتى يتسنى تحقيق ضبط كبير للمالية العامة من خلال تخفيض الإنفاق وحده، قد تضطر الحكومات إلى الاعتماد على طرق ادخار تفتقر إلى الكفاءة (مثل الحد من الأموال الموجهة للاستثمار العام الذي قد يساعد في دعم النمو). وهذا يعنى ضمناً ضرورة التصحيح في هذه البلدان من خلال توليفة متوازنة من تخفيض الإنفاق وزيادة الإيرادات - وهي فرضية رئيسية يتعين اختبارها في سياق صعوبة تخفيض الدين فيما بعد الأزمة.

ونحن أيضاً نحيد أثر السياسات المصاحبة عن طريق إدراج حصة الاستثمار الخاص، وأسعار الفائدة على الودائع، وتكوين الموازنة.

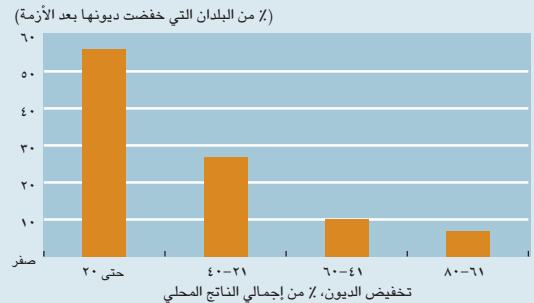
ويوضح تحليلنا تراجع احتمالات النجاح في توحيد الدين عندما تتعرض البلدان لأزمات مصرفية أطول أمداً (ومن ثم أكثر حدة). ويعكس هذا الأمر عادة ارتفاع درجة من عدم اليقين وتكبد خسائر دائمة في الناتج تزيد من صعوبة ضبط أوضاع المالية العامة، كما يعكس في بعض الحالات، اختلالات مالية هيكلية تراكمت قبل الأزمة ويجب عكس مسارها في مناخ اقتصادي أضعف.

والواقع أن تخفيض الدين العام يستغرق وقتاً. وعادة ما تحتاج البلدان إلى فترة تتراوح بين ست وثمان سنوات أو أكثر لكي تخفض الدين بمقدار يعادل الزيادة في الاقتصادات المتقدمة خلال الأزمة الأخيرة (راجع الشكل ١). وبعبارة أخرى، فحتى يتسنى للبلدان الاحتفاظ بثقة الدائنين، ينبغي لها أن تتبنى إستراتيجيات لتصحيح أوضاع المالية العامة في وقت مبكر وأن تبدأ في تنفيذها بمجرد أن تصبح الظروف الاقتصادية ملائمة.

وتشير الشواهد من العمليات السابقة لخفض الديون بعد الأزمات إلى أن ١٢٪ فقط من البلدان قد تمكنت من تخفيض دينها إلى مستويات ما قبل الأزمة. وحققت ١٧٪ فقط من البلدان خفضاً في الدين بلغ ٤٠ نقطة مئوية أو أكثر من إجمالي الناتج المحلي (راجع الشكل ٢)، الأمر الذي يلقي الضوء على صعوبة التصحيح في مناخ ما بعد الأزمة. وقد ارتبطت زيادة الحاجة إلى خفض

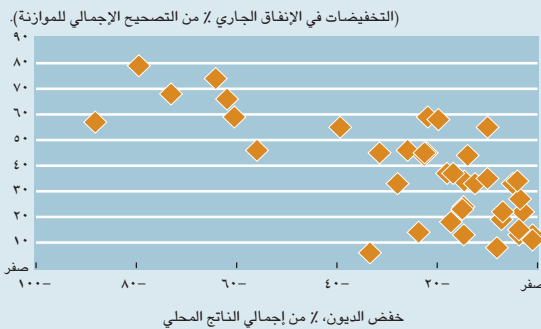
الشكل ٢ من الصعب تسويتها

لم يتمكن سوى ١٧٪ فقط من البلدان التي واجهت تراكمات في الديون من تخفيضها بنسبة ٤٠٪ أو أكثر من إجمالي الناتج المحلي بعد الأزمة.



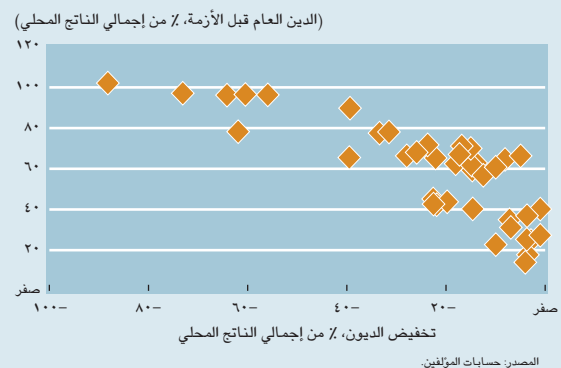
الشكل ٤ تخفيض الإنفاق له دور مهم

يزداد نجاح سياسات خفض الديون بوجه عام عندما تعتمد على تخفيضات في الإنفاق الجاري.



الشكل ٣ حينئذ يكون الوضع سيئاً من البداية

أجريت أكبر عمليات خفض للديون بصفة أساسية بين البلدان التي كانت ديونها مرتفعة كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي عند بدء الأزمة.



الديون بارتفاع المستويات الأولية للدين، إذ أدت المشكلات المتعلقة باستمرارية أوضاع المالية العامة إلى الاضطرار إلى ضبط للموازنة (راجع الشكل ٣).

الاستفادة من درسين

ينبغي أن يدرك صناع السياسات قضيتين عند صياغة إستراتيجيات توحيد الديون على النحو التالي:

● تخفيض النفقات ذات الأولوية المتدنية يبسر تصحيح أوضاع المالية العامة: يزداد احتمال نجاح توحيد الديون بوجه عام عندما يكون معتمدا على تخفيض النفقات الجارية (راجع الشكل ٤). ويصدق ذلك أيضا على البلدان التي لا يرتبط فيها ارتفاع الديون بأي أزمة مالية. لماذا؟ لأن الحد من الإنفاق على التحويلات (مثل معاشات التقاعد والدعم وغيرها من المستحقات) وعلى الأجور يخفف الضغط على الإنفاق الإلزامي الذي يميل إلى الارتفاع بمرور الوقت، وقد يرفع أيضا احتمالات النمو الاتجاهي. والحد من هذه النفقات يحقق وفورات في الموازنة على المدى القصير ويضع حدا لزم نمو الإنفاق العام.

وربما كان من المهم بوجه خاص الحد من الإنفاق المرتبط بالعمر، بما في ذلك الإنفاق على الرعاية الصحية ومعاشات التقاعد، وذلك في ضوء الضغوط الديمغرافية التي ستصاحب ضبط أوضاع المالية العامة في بلدان كثيرة. وفي هذا الصدد، يجب إعطاء الأولوية لإصلاحات برامج المستحقات التي تكون لها أيضا آثار إيجابية على النمو. فعلى سبيل المثال، يمكن لرفع سن التقاعد أن ينعش الاستهلاك الخاص على المدى القصير، فيسهل بذلك في تصحيح أوضاع المالية العامة على نحو أخف وطأة، بينما يضمن توافر مقومات الاستمرارية المالية لنظام معاشات التقاعد على المدى المتوسط. ويؤدي ارتفاع حصة الاستثمار العام إلى زيادة احتمال نجاح تخفيض الديون عن طريق تحويل تكوين الميزانية نحو برامج داعمة للنمو قد تدفع الإنتاجية على المدى المتوسط من خلال بنية تحتية معززة.

● قد يتعين أيضا زيادة الإيرادات الضريبية الإضافية. ورغم ذلك، قد لا يكون تخفيض الإنفاق كافيا في بلدان تواجه احتياجات كبيرة للتصحيح. وخلافا لبحوث سابقة عن ضبط أوضاع المالية العامة، يتضح مما توصلنا إليه من نتائج أن زيادة الإيرادات الضريبية مطلب أساسي للنجاح في خفض الديون في بلدان تواجه احتياجات كبيرة لضبط أوضاع المالية العامة، الأمر الذي يعكس الحاجة إلى الحفاظ على التوازن بين تدابير توفير النفقات وزيادة الإيرادات. وإسهام الإيرادات في عمليات الضبط الكبيرة لا يعتمد على النسبة الأولية بين الضريبة وإجمالي الناتج المحلي، إذ إن إصلاحات الإيرادات تساعد على خفض الديون حتى عندما لا تكون النسبة الأولية بين الضريبة وإجمالي الناتج المحلي منخفضة.

ورغم ذلك، ينبغي تصميم تدابير زيادة الضرائب على نحو لا يضر بالكفاءة ويقلل من التشوه، خاصة حينما تكون الضرائب مرتفعة بالفعل كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي. ومن شأن تبسيط النظام الضريبي عن طريق تخفيض معدلات الضريبة المفردة وتوسيع القاعدة الضريبية أن يساهم في تحسين تحصيل الإيرادات، مع تحويل عبء الضرائب بعيدا عن المدخلات الإنتاجية. على سبيل المثال، فإن القطاع المالي وفرض الضرائب على الكربون قد يسهما في مساندة الميزانية، وقد يعالجا في الوقت ذاته المخاوف بشأن الكفاءة (راجع (IMF, 2010)).

إستراتيجيات ذات مصداقية

تؤكد ما توصلنا إليه من نتائج أهمية مصداقية إستراتيجيات ضبط أوضاع المالية العامة التي تمثل ركيزة لتوقعات السوق بشأن استمرارية الأوضاع المالية. وافتقار سياسات المالية العامة إلى المصداقية يمكن أن يعوق تخفيض

الديون ويؤدي إلى احتمال ظهور توقعات محققة لذاتها بشأن ارتفاع مخاطر الملاءة. ولهذا السبب ربما انتفعت البلدان التي تواجه هذه التحديات من تدابير تعزيز إطار المالية العامة - مثل تبني قواعد مالية لتوجيه سياسات الميزانية عند الحاجة، وتحسين الشفافية المالية من خلال الوكلاء الماليين المستقلين. وهناك سياسات أخرى تدعم الجهود المالية.

● عندما توفر السياسة النقدية أوضاعا تيسيرية وتبقي عليها، ويتم احتواء علاوات المخاطر تزداد احتمالات خفض الديون - وهو درس رئيسي للبلدان التي تخرج من الأزمة وتستعد لسحب الدعم المالي والنقدي.

● تكتسب الإصلاحات الهيكلية المساندة للنمو أهمية دائمة (بما في ذلك تحرير أسواق المنتجات والعمل)، وقد تزداد أهميتها أثناء عملية ضبط أوضاع المالية العامة فيما بعد الأزمة - إذ إن زيادة النمو تسهل تحقيق خفض الديون والحفاظ عليه.

ونبين أن توافر المزيج الصحيح من تدابير الإنفاق والإيرادات من شأنه أيضا أن يقلل من علاوات مخاطر الائتمان ويدعم النمو، بالإضافة إلى تحقيق تحسن مستمر في رصيد المالية العامة الأولي المعدل لمراعاة تقلبات الدورة الاقتصادية.

انعكاسات السياسات

تتزايد احتمالات النجاح في توحيد الديون بوجه عام عندما تكون معتمدة على تخفيض النفقات الجارية، إلا أنه عندما تكون احتياجات التصحيح كبيرة، فقد تؤدي زيادة الضرائب إلى خفض الديون على نحو أكثر استمرارية، الأمر الذي يعكس الحاجة إلى الحفاظ على التوازن بين تدابير الوفورات في الإنفاق وزيادة الإيرادات في مثل هذه الحالات لتجنب عدم الكفاءة، والمساعدة في دعم خطط ضبط الأوضاع الطموحة. ومع ذلك، ينبغي التعامل بحرص مع زيادة الضرائب لحماية الكفاءة الاقتصادية والحد من التشوهات، وخاصة حينما تكون الضرائب مرتفعة بالفعل. ■

إمانويل بالداتشي نائب رئيس قسم، وسانجيف غوبتا نائب مدير، وكلاهما من إدارة شؤون المالية العامة في صندوق النقد الدولي؛ وكارلوس مولاس - غرانادوس أستاذ اقتصاد في جامعة كومبلوتنس، وزميل معهد التعاون الاقتصادي الدولي ICEI، والمدير التنفيذي لمؤسسة IDEAS في مدريد.

المراجع:

Baldacci, Emanuele, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Granados, 2009, "How Effective Is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises," IMF Working Paper 09/160 (Washington: International Monetary Fund).

—, 2010, "Restoring Debt Sustainability after Crises: Implications for the Fiscal Mix," IMF Working Paper 10/232 (Washington: International Monetary Fund).

Cottarelli, Carlo, and Andrea Schaechter, 2010, "Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies," IMF Staff Position Note 10/13 (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund (IMF), 2010, "Fiscal Exit: From Strategy to Implementation," Fiscal Monitor (Washington, November).

Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: a New Database," IMF Working Paper 08/224 (Washington: International Monetary Fund).

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