

## الرائد المالي

### ملخص واف

يبلغ الدين العالمي للقطاع غير المالي - الذي يتألف من الحكومة العامة وقطاع الأسر والشركات غير المالية - ٢٢٥% من إجمالي الناتج المحلي العالمي، وهو أعلى مستوى وصل إليه على الإطلاق. ويتألف ثلثي هذا الدين، أي حوالي ١٠٠ تريليون دولار أمريكي، من التزامات القطاع الخاص التي يمكن أن تتطوي على مخاطر كبيرة عندما تبلغ مستويات مفرطة، مثلما يثبت عدد كبير من الأدبيات الاقتصادية. غير أن هناك تبايناً كبيراً في هذا الخصوص، لأن البلدان ليست كلها في نفس المرحلة من دورة الدين، وليست معرضة لنفس المخاطر. ومع ذلك، توجد مخاوف من أن يؤدي مجرد حجم الدين إلى تهيئة الساحة لعملية خفض غير مسبقة لنسب الرفع المالي في القطاع الخاص مما يمكن أن يحبط التعافي الاقتصادي الهش. لكن حل مشكلة "أعباء الديون الخاصة المفرطة" ليس بالأمر السهل في البيئة العالمية الحالية التي تتسم بانخفاض نمو الناتج الاسمي.

وفي ضوء هذه التطورات، ينظر هذا العدد من تقرير الرائد المالي في حجم وتكوين الدين العالمي ويتساءل عن الدور الذي يمكن أن تؤديه سياسة المالية العامة في تيسير عملية التصحيح، متجاوزاً في ذلك نطاق الدراسات السابقة نظراً لاستفادته من مجموعة بيانات موسعة تغطي الأسواق الصاعدة والبلدان منخفضة الدخل، بالإضافة إلى الاقتصادات المتقدمة. وينطوي التقرير على ابتكار آخر وهو استخدام إطار تحليلي يضع نماذج صريحة للروابط المتبادلة بين دين القطاعين العام والخاص عند تحليل دور سياسة المالية العامة في الحد من نسب الرفع المالي. وأخيراً، تتيح دراسات الحالة الفُطرية رؤى متعمقة مفيدة لما ينبغي أن تقوم به سياسة المالية العامة وما ينبغي أن تتجنبه لتيسير خفض نسب الرفع المالي مع الحد من العبء الذي يفرضه ذلك على الاقتصاد.

ويخلص الفصل إلى أن دين القطاع الخاص مرتفع ليس فقط في الاقتصادات المتقدمة بل وفي بضع اقتصادات من الأسواق الصاعدة ذات الأهمية النظامية أيضاً. وبالرغم من أن بعض الاقتصادات المتقدمة حققت إنجازات في تخفيض مديونية الأسر - مصدر المشكلة الأصلي - فإن نسب هذه الديون لا تزال تواصل الارتفاع في بعض الحالات. وبالإضافة إلى ذلك، أدى تيسير الأوضاع المالية إلى زيادة حادة في دين قطاع الشركات غير المالية في بضعة أسواق صاعدة. وتشير السوابق التاريخية والمؤشرات البديلة لأعباء المديونية المفرطة إلى أن عملية الحد من نسب الرفع المالي في القطاع الخاص قد تستغرق بعض الوقت حتى يظهر تأثيرها، ولا سيما في ضوء النمو الاسمي المنخفض. وتتسبب المعالجة غير الكاملة لخلل الميزانيات العمومية في البنوك تأثيرات معاكسة إضافية أمام عملية الحد من نسب الرفع المالي عن طريق إعاقة تدفق الائتمان بكفاءة، ومن ثم المساهمة في تحقيق نمو باهت. كذلك تؤثر الأوضاع الاقتصادية الكلية الضعيفة على الميزانيات العمومية للحكومة العامة، وخاصة في الاقتصادات المتقدمة، حيث تفسر قرابة ٥٠% من الزيادة في الدين العام منذ بدء الأزمة المالية العالمية. وقد أدى التعميق المالي وتحسن فرص النفاذ للأسواق على مدار السنوات القليلة الماضية إلى ارتفاع نسب الدين العام والخاص في البلدان منخفضة الدخل، وإن ظلت مستويات الدين منخفضة بوجه عام. كذلك ساعد التقدم في مجال التمويل المصغر والصيرفة المتنقلة على تعزيز الاحتواء المالي في كثير من هذه البلدان.

وتؤكد أدلة الدراسات التجريبية الجديدة أن الأزمات المالية غالبا ما تقتزن بمستويات مفرطة من الدين الخاص سواء في الاقتصادات المتقدمة أو اقتصادات الأسواق الصاعدة، ولكن ارتفاع الدين العام لا يخلو من المخاطر أيضا. وعلى وجه الخصوص، يؤدي الدخول في أزمة مالية بينما تعاني المالية العامة من الضعف إلى تفاقم عمق الركود الذي تسببه هذه الأزمة وإطالة مدة استمراره. والسبب في ذلك هو أن الافتقار إلى هوامش وقائية في المالية العامة قبل وقوع الأزمة يشكل عائقا كبيرا أمام إدارة سياسة المالية العامة على نحو مضاد للاتجاهات الدورية، وخاصة في اقتصادات الأسواق الصاعدة. وتؤيد هذه النتائج ضرورة تقوية الميزانيات العمومية الحكومية في فترات الصعود الدوري، مع توجيه العناية الكافية للدورات المالية عند تقييم مركز المالية العامة لكل بلد، وضمان المراقبة الدقيقة للدين الخاص من خلال الأطر التنظيمية والرقابية الملائمة. وبشكل هذا أهمية خاصة في الأسواق الصاعدة حيث شهد الرفع المالي في القطاع الخاص زيادة كبيرة على مدار السنوات القليلة الماضية.

ومن الواضح أن خفض نسب الرفع المالي بصورة مؤثرة سيكون بالغ الصعوبة ما لم يتحقق نمو قوي ويعود التضخم إلى معدلاته العادية، ولكن ما الذي يمكن أن تقوم به سياسة المالية العامة لتيسير عملية الحد من نسب الرفع المالي؟ إن المسار نحو تحقيق نمو قوي في تلك البلدان المثقلة بأعباء المديونية المفرطة قد يتطلب تحركا حاسما وعاجلا لمعالجة خلل الميزانيات العمومية في البنوك - وهي أولوية واضحة في بعض البلدان الأوروبية - والقطاع الخاص، ولا سيما الشركات غير المالية في الصين. وسيعتمد تحديد حزمة السياسات المطلوبة على ظروف كل بلد والهوامش الوقائية المتوافرة في مالهته العامة. وبوجه عام، من الضروري التعجيل بحل المشكلة الأساسية حيثما كان النظام المالي خاضعا لضغط حاد. وقبل انتقال مشكلات القطاع غير المالي إلى القطاع المصرفي، يمكن خلق الحوافز المطلوبة لتنقية الميزانيات العمومية عن طريق التدخلات المالية جيدة التصميم والاستهداف في شكل برامج تحت رعاية حكومية لإعادة هيكلة الدين الخاص - وهو ما يمكن أن يتضمن تدابير مثل تقديم دعم للدائنين بما يمكنهم من إطالة آجال الاستحقاق، وتوفير الضمانات، والإقراض المباشر، وشركات إدارة الأصول. وينبغي دعم هذه التدابير بإجراءات قوية للإعسار والإفلاس. فكما أوضحت التجارب السابقة، يعتبر تصميم تدخلات المالية العامة لتيسير عملية الحد من نسب الرفع المالي عاملا حيويا لتخفيض تكلفتها، وتخفيف الخطر المعنوي، وضمان نجاحها في نهاية المطاف. وعلى وجه الخصوص، ينبغي أن تستهدف هذه التدابير قطاعات أو أفراد بعينهم وتقوم على اقتسام الأعباء. فإذا كان من الضروري إجراء إعادة رسملة مصرفية، ينبغي أن تتم بسرعة، على أن يأخذ القطاع الخاص زمام القيادة. وينبغي تطبيق مبادئ قوية للحكومة في عملية اتخاذ القرار بغية حماية الأموال العامة.

ومع صعوبة المفاضلات في الفترة الراهنة نظرا لضيق الحيز المالي، فمن المرجح أن يكون السكون أكثر تكلفة من التحرك، حتى من منظور الاستمرارية في تحمل الدين العام. غير أن سياسة المالية العامة لا يمكن أن تعمل بمفردها؛ فيجب دعمها بسياسات تكميلية ضمن أطر موثوقة. وبتحديد أكبر، ينبغي أن تظل السياسة النقدية تيسيرية في البلدان التي لا يزال التضخم فيها أقل بكثير من المستوى المستهدف، بينما تقدم السياسات المالية حوافز للبنوك تشجعها على تسجيل الخسائر وتيسير معالجة الخلل في ميزانياتها العمومية. أما السياسات الهيكلية فيمكن أن تخفف قيود الميزانية عبر الفترات الزمنية من خلال رفع النمو الممكن. وفي الواقع، تستطيع هذه السياسات، إذا اتسمت بالمصداقية وكانت وجيدة التصميم، أن توسع حيز الحركة الذي تتيحه السياسات لدعم النمو والوصول بالتضخم إلى المستوى المستهدف مع تيسير عملية الحد من نسب الرفع المالي.