



وجهات نظر في الدين

دعوة لوضع قواعد مالية جديدة

الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة على حد سواء في حاجة إلى معايير جديدة لاستدامة القدرة على تحمل الدين
أرمينيو فراغا

يوم عيد الميلاد عام ٢٠٢١، نشر رئيس الوزراء الإيطالي ماريو دراغي والرئيس الفرنسي إيمانويل ماكرون مقال رأي في جريدة فاينانشيال تايمز تناولا فيها الحاجة إلى إصلاح قواعد المالية العامة في الاتحاد الأوروبي. وكانت نبرتهما متفائلة: فقد أمكن التعامل مع الجائحة بشكل جيد (من منظور اقتصادي كلي) وتوقفت نسب الدين إلى إجمالي الناتج المحلي عن الزيادة. وفي نفس الوقت، فقد أثبتنا أنه يجب تعبئة الاستثمارات كبيرة الحجم، وبعضها عام، لمواجهة تحديات وجودية، مثل تغير المناخ والجوائح. ويتعذر عدم الاتفاق مع ذلك. وعلاوة على ذلك، يجب تخفيض مديونية الحكومة — ولكن ليس عن طريق زيادة الضرائب أو تخفيض النفقات الاجتماعية أو تصحيح أوضاع المالية العامة. وأشاروا بصفة خاصة إلى الإصلاحات الهيكلية المعززة للنمو كحل، وكذلك إلى قواعد جديدة أفضل للمالية العامة، ليس من شأنها أن تقف حجر عثرة في طريق الاستثمار. حسنا، لا يبدو أن المسألة قد استوت.

لقد كانت قواعد ماستريخت القديمة تُعتبر غامضة ومعقدة. دعونا نتوقف هنا. بقدر ما أتذكر، كان معظم هذه القواعد، التي هُجرت لفترة طويلة، يدعو إلى مجرد بقاء نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي أقل من ٦٠٪. وألا يزيد العجز العام الاسمي عن ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي. وفي ذلك الوقت، كانت الفكرة هي أن تظل البلدان في مستويات دون هذه الحدود، وبالتالي يُتاح لها المجال للمناورة إذا دعت الحاجة إلى ذلك. ولم يكن يُفترض حدوث ذلك. وبحلول عام ٢٠١٩، بلغت نسبة دين فرنسا ٩٨٪، ووصلت إيطاليا إلى ١٣٥٪. وعقب الجائحة، ارتفعت نسبتهما بنحو ٢٠ نقطة مئوية. وكان الحد الأقصى المقرر لعجز الميزانية وهو ٣٪ يُعامل، معظم الوقت، كحد أدنى.

فروق ضيقة

كيف أصبح كل هذا ممكنا؟ مر بنا سانتا كلوز منذ ثلاثين عاما إبان توقيع معاهدة ماستريخت وألقى من خلال المدخنة أكثر جولة مثيرة للدهشة من تراجع أسعار الفائدة: كانت سندات الخزنة الألمانية لعشر سنوات آنذاك أعلى من ٦٪، والآن شارفت على الصفر. وأخذت فروق العائد على السندات الإيطالية مقابل سندات الخزنة الألمانية تتقلب جيئة وذهابا لكنها تبلغ الآن ١٣٦ نقطة أساس (من تأثير الجوار بلا شك). وفروق العائد في فرنسا مقارنة بألمانيا لا تزال منخفضة للغاية، برغم أن نسبة ديونها أعلى بمقدار ٤٣ نقطة مئوية. فقواعد المالية العامة القديمة أفلت وتوارت منذ زمن بعيد. وربما أن لنا أن نصمم قواعد جديدة.

وفي الوقت نفسه، بينما أفادت اقتصادات الأسواق الصاعدة ومنفرة السيولة العالمية، أو من المتوقع أن تفيد منها، لم تكن تجربتها ككل جيدة بنفس المستوى. ففي ظل عدم حصولها على تمويل بنفس القدر حتى بالعملة المحلية (وهو تغيير جدير بالترحيب مقارنة بثمانينات القرن الماضي)، تراكمت عليها ديون أقل من الأطراف المقابلة المتقدمة. ويخبرنا أحدث إصدارات صندوق النقد الدولي من تقرير الرائد المالي أن دين

الموارد العامة، و(٢) تحقيق استقرار الاقتصاد من خلال سياسة المالية العامة المعاكسة للاتجاهات الدورية، حيثما يكون ملائماً، و(٣) البساطة، في حالة قواعد المالية العامة بصفة خاصة. ويذكر التقرير كذلك الصلابة، التي أرى رفعها إلى مرتبة رقم أربعة بين قائمة الأولويات.

وقد اقترحت في مقال رأي كتبته مؤخرا الركائز الأربعة التالية ليقوم عليها نظام المالية العامة الجديد في البرازيل:

١- ينبغي تحديد حجم الدين العام بحيث يسمح بالحصول على تمويل (عادة في ظل الضغوط)، بتكلفة معقولة، إذا دعت الحاجة إلى توسع المالية العامة.

٢- ينبغي تحديد الرصيد الأولي بحيث تظل نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي مستقرة، في الأوقات العادية.

٣- إذا حدث لأي سبب انحراف في نسبة الدين عن مستواه المستهدف، ينبغي تعديل الرصيد الأولي لإعادة نسبة الدين بالتدريج إلى الهدف.

٤- وينبغي أن يكون متوسط أجل استحقاق الدين طويلاً، مع تركيز محدود في الأجل القصير. وسوف يتوافق ذلك مع الأفاق الزمنية الطويلة التي تحتاج إليها الحكومات، كما أنه سيقفل المخاطر المالية أو مخاطر العملة الشبيهة بمخاطر الذعر المصرفي والتي يدفعها التوقف المفاجئ في التمويل.

ومن شأن هذه الركائز الأربعة أن تفي بالسمات الأربعة التي يوصي بها صندوق النقد الدولي. وفي واقع الأمر، فهي ستعود بالنفع على الاقتصادات المتقدمة كذلك. وتختلف المعلمات الرئيسية، مثل فروق العائد على سندات الدين والنمو، من بلد إلى آخر، ولكن المنطق نفسه ينطبق على الجميع.

وهدف نسبة الدين في الركيزة ١ غير موضوعي إلى حد كبير. فهو يعتمد على عدة عوامل اقتصادية وسياسية ومؤسسية وتاريخية. وبالتالي، ينبغي تعديل الأهداف في الركيزتين ١ و٢ بشكل دوري، ولكن مع عدم تكرار ذلك كثيراً وفي تواريخ معلنة مسبقاً، من أجل الحد من الإغراءات السياسية قصيرة المدى.

ويمكن قياس مدى نجاح النظام الاقتصادي الكلي لبلد ما أو إخفاقه على أساس تكلفة تمويل ديونه طويلة الأجل. ومع هذا، حتى عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة، يجب ألا ننسى أن الأسواق معرضة لدورات الانتعاش والكساد. وهناك مقولة شهيرة للاقتصاديين بنيامين غراهام (ناصح ومرشد رجل الأعمال الأمريكي وارن بافت) وهي أن «مشاعر المستثمر في السوق تتأرجح بين نوبات التفاؤل والتشاؤم»، «Mr. Market is a manic-depressive»، لذا فإن الاعتقاد الأعمى فيه يعكس ضعف إدارة المخاطر. وبالتالي، لا ينبغي النظر إلى أسعار الفائدة الحالية شديدة الانخفاض في الاقتصادات المتقدمة باعتبارها حالة دائمة. وفي هذا السياق، أعتقد أن دالة رد الفعل التكيفية في الركيزة ٣ هي الأهم بين الأربع ركائز.

ومن شأن وضع نظام للمالية العامة على النحو الذي نرسم ملامحه هنا أن يشكل ركيزة صلبة وربما دائمة، إذا أُدير بشكل صحيح، لكل من الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق

الصاعدة. **FD**

الحكومة العامة في اقتصادات الأسواق الصاعدة يبلغ الآن ٦٤٪ من إجمالي الناتج المحلي في المتوسط، أي أعلى قليلاً من نصف مستواه في الاقتصادات المتقدمة حيث يبلغ ١٢٢٪.

وحتى في اقتصادات الأسواق الصاعدة الأكثر استقراراً، تبلغ عائدات السندات مستويات أعلى بكثير من الاقتصادات المتقدمة. وكانت هذه المجموعة في نقطة زمنية ما خلال السنوات الأخيرة تضم البرازيل، وكذلك الهند وإندونيسيا والمكسيك وروسيا وجنوب إفريقيا — فكانت عائدات السندات لعشر سنوات بالعملة المحلية لديها جميعاً تبلغ نحو ٧٪. وتبلغ النسبة الآن في روسيا ٨٪، وتصل إلى ٧٪ أو أقل في البلدان الأخرى، لكنها لا تزال أعلى من الاقتصادات المتقدمة.

خروج المالية العامة عن المسار

تأتي البرازيل في مقدمة الأسواق الصاعدة فيما يتعلق بنسبة الدين التي تبلغ ٨٣٪. وبدأ خروج المالية العامة عن المسار المحدد أواخر العقد الأول من القرن الحادي والعشرين. وكان تآرجح الرصيد الأولي ككل من الفائض إلى العجز قد بلغ نحو ٦ نقاط مئوية من إجمالي الناتج المحلي بعد الانهيار المالي الكبير في ٢٠١٤. وتسجل البرازيل منذ عام ٢٠١٥ عجزاً في الرصيد الأولي. وعلى عكس الوضع في الاقتصادات المتقدمة، حيث ظلت أسعار الفائدة سالبة بالقيمة الحقيقية لما يزيد على عقد، تدر السندات الحكومية المربوطة بالتضخم لعشر سنوات في البرازيل ما يزيد على ٥٪ (بفارق ٦٪ عن سندات الخزنة الأمريكية المحمية من التضخم). وتدر الأوراق المالية الاسمية لعشر سنوات أكثر من ١٠٪، بفارق أوسع حتى مقابل سندات الخزنة. وإذا اقترن ذلك بالانخفاض الشديد في نصيب الفرد من النمو، تتحقق ديناميكية الدين المثيرة للقلق. فقد بلغت نسبة الدين ذروتها عند ٨٩٪ في عام ٢٠٢٠ مرتفعة من مستوى منخفض لم يتجاوز ٥٢٪ في ٢٠١٤. واليوم، تبلغ هذه النسبة ٨٣٪، بفضل أسعار الفائدة المنخفضة المدفوعة بتراجع النشاط الاقتصادي وبارتفاع غير متوقع في التضخم. والآن عادت أسعار الفائدة إلى الارتفاع، وسوف تستعيد نسبة الدين ارتفاعها وتعود إلى مسارها الصاعد الذي لا يمكن الاستمرار في تحمله.

ويجدر بنا استعراض تاريخ المالية العامة في البرازيل في الفترة الأخيرة. فبعد تطبيق إصلاحات كبيرة في تسعينات القرن الماضي، بما فيها إعادة هيكلة الموارد المالية للدولة وسن قانون المسؤولية المالية في عام ٢٠٠٠ والذي كان يلقي قبولا واسعا آنذاك، بدت الموارد المالية للبرازيل في حالة سليمة ومستدامة (برغم استمرار ارتفاع نسبة الإنفاق الحكومي). ولم يدم هذا النجاح طويلاً. ولم تدوّن بعد أحداث ما بعد وفاة قانون المسؤولية المالية، ولكن الحقيقة هي أنه لم يعد يصيب الهدف. ومنذ ذلك الحين، أُضيف تجميد النفقات الحكومية بالقيمة الحقيقية إلى الدستور، ولكنه أيضاً أصبح الآن مليئاً بالثغرات. وفقدت الثقة في نظام المالية العامة تماماً، ولكن البرازيل أيضاً في حاجة ماسة إلى نظام جديد.

أربع ركائز

يعرض آخر إصدارات صندوق النقد الدولي من تقرير الرائد المالي ثلاث سمات محبذة في أي إطار للمالية العامة: «(١) استدامة

أرمينيو فراغا مؤسس مشارك لمؤسسة Gávea Investimentos ومنتوس أسبق للبنك المركزي البرازيلي.