

# الكبح المالي من

الحكومات تتلمس طرقا جديدة  
للتلاعب بالأسواق لاحتواء  
تكلفة تمويل الديون

كارمن راينهارت،

وجاكوب كيركغارد،

وماريا بيلين سبرانسيا

Carmen M. Reinhart،

Jacob F. Kirkegaard، and

M. Belen Sbrancia

وتساعد أسعار الفائدة الاسمية المنخفضة في تقليل تكاليف خدمة الديون، في حين أن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية السالبة يصفى القيمة الحقيقية للديون الحكومية أو يقللها. ولا يقتضي الأمر أن يفاجئ التضخم المشاركين في السوق كلية ولا يتطلب أن يكون مرتفعا جدا (بالمعايير التاريخية).

وصول الديون العامة والخاصة إلى أرقام قياسية أو إلى ما يقرب من المستويات القياسية، يرجح أن يظل تخفيض معدلات العجز والديون العامة في صدارة المناقشات بشأن السياسات في معظم الاقتصادات المتقدمة في المستقبل المنظور (راجع دراسة Reinhart and Rogoff, 2010). وعلى امتداد التاريخ، كان يتم تخفيض نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي بمجموعة من الطرق بما في ذلك:

• تحقيق النمو الاقتصادي؛  
• إجراء تصحيحات مالية جوهرية (في الإنفاق والضرائب)، مثل خطط التقشف؛

• عدم السداد الصريح للدين أو إعادة هيكلة الديون الخاصة و/أو العامة؛  
• حدوث انفجارات مفاجئة في التضخم (مما يقلل القيمة الحقيقية للديون)؛  
• الكبح المالي - أي السياسات الرسمية التي توجه أموالا لاستخدام الحكومة كانت ستذهب لمقترضين آخرين (وذلك عادة بأقل من سعر السوق) (راجع الإطار ١).

ونظرا لأن قنوات تخفيض الديون هذه ليست متنافية (يمكن استخدام أكثر من واحدة في الوقت ذاته)، فإن عمليات تخفيض الديون تجمع عادة بين أكثر من وسيلة من هذه الوسائل. وقد أدى الكبح المالي دورا مهما في تقليل نسب الديون إلى إجمالي الناتج المحلي بعد الحرب العالمية الثانية، وعاود الظهور مؤخرا، إلى جانب الزيادات الهائلة في الديون العامة في الاقتصادات المتقدمة. والكبح المالي أكثر نجاحا في تصفية الديون عندما يقترن بجرعة مطردة من التضخم، وهو كالتضخم وحده، لا يعمل إلا في حالة الديون المقومة بعملة محلية.

## الإطار ١

### سمات الكبح المالي

يحدث الكبح المالي عندما تنفذ الحكومات سياسات لتوجه لنفسها أموالا كانت ستذهب إلى جهات أخرى في مناخ الأسواق المتحررة من القيود التنظيمية. وتشمل تلك السياسات الإقراض الموجه للحكومات من جمهور محلي حصري (مثل صناديق معاشات التقاعد والبنوك المحلية)، ووضع سقوف صريحة أو ضمنية لأسعار الفائدة، وتنظيم تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود (وبصفة عامة) إقامة ارتباط أكثر إحكاما بين الحكومة والبنوك، إما صراحة من خلال الملكية العامة لبعض البنوك، أو من خلال «ضغط معنوي» قوي. ويقترن الكبح المالي أحيانا بشروط عالية نسبيا بشأن الاحتياطات (أو شروط السيولة)، أو الضرائب على المعاملات في الأوراق المالية، أو حظر شراء الذهب، أو طرح مقادير ضخمة من الديون الحكومية غير القابلة للتداول. وفي مناقشات السياسات الراهنة، ترد قضايا الكبح المالي تحت المظلة العريضة فيما يخص «التنظيم الاحترازي الكلي»، الذي يشير إلى جهود الحكومة لضمان صحة النظام المالي بأسره.

# جديد

الكبح المالي أسعار فائدة حقيقية سالبة (أسعارا اسمية أقل من معدل التضخم)، فإنه يقلل الديون القائمة أو يصفبها ويصبح معادلا لفرض ضريبة- أي التحول من دائنين (مدخرين) إلى مقترضين، بما في ذلك الحكومة (راجع دراسة Reinhart and Sbrancia, 2011).

لكن ضريبة الكبح المالي هذه تختلف عن ضرائب الدخل أو الاستهلاك أو المبيعات. فسرعا يتحدد حسب التنظيم المالي وأداء التضخم، وهما مبهمان مقارنة بالتدابير المالية الهادئة للعيان على نحو أكبر والمسيبة بدرجة كبيرة. ونظرا لأن تخفيض العجز ينطوي عادة على تخفيضات في الإنفاق و/ أو زيادة في الضرائب لا تحظى بالقبول، قد تجد الحكومات الساعية لتقليل الديون القائمة أن ضريبة الكبح المالي المستترة مستساغة أكثر من الناحية السياسية.

## تختلف ضريبة الكبح المالي تلك عن ضرائب الدخل أو الاستهلاك أو المبيعات.

وقد بلغت تنظيمات أسواق رأس المال المفتوحة وحرية حركة رأس المال الدولي ذروتها في ظل قاعدة الذهب قبل الحرب العالمية الأولى. لكنها بدأت تذوي بعد الحرب العالمية الأولى، ودق كل من الكساد الكبير والحرب العالمية الثانية السمار الأخير في نعش العمل المصرفي الحر. فبعد الحرب العالمية الثانية طبقت اتفاقات بريتون وودز الخاصة بأسعار الصرف الثابتة والأسواق الرأسمالية الدولية والمحلية الموجهة بصورة محكمة. وكانت المحصلة توليفة من أسعار الفائدة الاسمية بالغة الانخفاض وتعاطفا مفاجئا في التضخم بدرجات مختلفة عبر الاقتصادات المتقدمة (التي تشمل هنا: أستراليا، وبلجيكا، وكندا، وفنلندا، وفرنسا، وألمانيا، واليونان، وأيرلندا، وإيطاليا، واليابان، ونيوزيلندا، والسويد، والمملكة المتحدة، والولايات المتحدة). وجاءت أسعار الفائدة الحقيقية في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة على حد سواء سالبة إلى حد كبير- سواء على

ونلمح إلى أن الديون العامة والخاصة الكبيرة في الاقتصادات المتقدمة والأخطار المتوقعة من جراء اختلال أسعار صرف العملات والمغالاة في تقييم العملات في الأسواق الصاعدة التي تواجه موجات عارمة من تدفقات رأس المال الوافدة تتفاعل فيما بينها لإحداث «تحيين للاستثمار المحلي» في التمويل وعودة الكبح المالي للظهور. وفي حين أن الأسواق الصاعدة قد تلجأ على نحو متزايد إلى التدابير التنظيمية المالية لإبقاء رأس المال الدولي في الخارج، فالاقتصادات المتقدمة لديها مجموعة حوافز لإبقاء رأس المال في الداخل، وإيجاد جمهور محلي حصري لتمويل الديون العامة القائمة. وإن ينتاب القلق اقتصادات السوق الصاعدة بشأن احتمالات فورة النشاط الاقتصادي، وارتفاع الضغوط التضخمية، وقضايا القدرة التنافسية ذات الصلة، فإنها عاكفة على تغيير أطرها التنظيمية لمنع المستثمرين الأجانب من سعيهم الأيدي للحصول على عوائد أعلى. ويوفر هذا الأمر لاقتصادات الأسواق المتقدمة والصاعدة أرضية مشتركة للاتفاق على فرض تنظيم و/ أو قيود متزايدة على تدفقات رأس المال الدولية، وبصورة أوسع، العودة إلى مناخ محلي منظم على نحو أكثر إحكاما- وهو بعبارة أخرى، الكبح المالي. وبالطبع لا تطلق الحكومات على هذه الإجراءات اسم الكبح المالي، وإنما تصفها بأنها جزء من «التنظيم الاحترازي الكلي» المصمم لضمان الصحة الكلية للنظام المالي.

## الحفاظ على المعدلات منخفضة

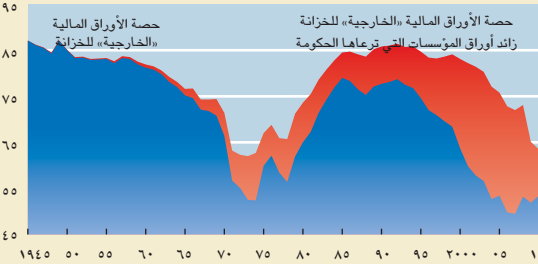
إن الحفاظ على أسعار الفائدة الاسمية عند مستويات أكثر انخفاضا مما ستكون عليه في أسواق أكثر تنافسية يمثل أحد الأهداف الرئيسية للكبح المالي. ومع تساوي العوامل الأخرى، فإن هذا الأمر يقلل مصروفات الفوائد التي تدفعها الحكومة على رصيد معين من الدين، ويسهم في تقليل العجز. بيد أنه حينما ينتج

الشكل ٢

### تراجع الأطراف الفاعلة من القطاع الخاص

الأطراف الفاعلة الرسمية، وهي بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنوك المركزية الأجنبية بصفة أساسية، تشتري حصة متزايدة من الأوراق المالية للخزانة الأمريكية القابلة للتداول وكذلك تلك التي تصدرها مؤسسات ترعاها الحكومات مثل فاني ماي وفريدي ماك.

(% من الإجمالي)



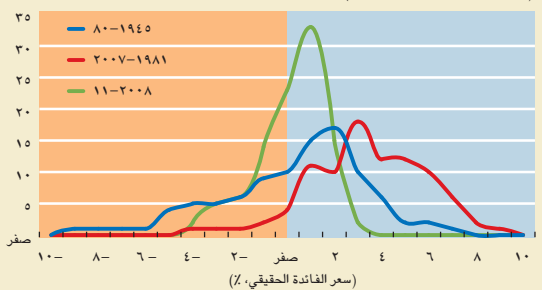
المصادر: بنك الاحتياطي الفيدرالي، تقرير «تدفق الأموال»، وحسابات المؤلفين. ملاحظة: يشمل الرصيد القائم من الأوراق المالية للخزانة الأمريكية بالإضافة إلى المرفوعات التي ترعاها الحكومة أدوات سوق الائتمان الخاصة بالخزانة الأمريكية (من كمبيالات، وسندات إنونية، وسندات بالإضافة إلى إصدارات المؤسسات التي ترعاها الحكومة مضافا إليها مجتمعات الرهون المدعومة من المؤسسات التي ترعاها الدولة مطروحا منها سندات الادخار والأوراق المالية لجهاز الموازنة. والأوراق المالية الخارجية القابلة للتداول هي تلك التي تسجل فوق الحيازات المخصصة من باقي العالم وبنك الاحتياطي الفيدرالي.

الشكل ١

### الأسعار الحقيقية

في الثلاثة عقود ونصف العقد التي أعقبت الحرب العالمية الثانية والسنوات الثلاثة التي مرت منذ الأزمة العالمية، كانت الأسعار الحقيقية سالبة في المتوسط، كما تجسدها تلك المستحقة على سندات الخزانة الصادرة في الاقتصادات المتقدمة.

(الحصة من المشاهدات، %)



المصادر: دراسة (Reinhart and Sbrancia, 2011)، وصندوق النقد الدولي، تقرير الإحصاءات المالية الدولية، وحسابات المؤلفين.

ملاحظة: الاقتصادات الممتلئة هنا هي: أستراليا وبلجيكا وكندا وفنلندا وفرنسا وألمانيا واليونان وأيرلندا وإيطاليا واليابان ونيوزيلندا والسويد والمملكة المتحدة والولايات المتحدة. وتعكس أسعار الفائدة لعام ٢٠١١ مشاهدات شهرية حتى فبراير.

سندات الخزانة (راجع الشكل ١)، أو أسعار الخصم لدى البنك المركزي، أو الودائع، أو القروض - وظلت أدنى بصورة مستمرة (سالبة في المتوسط) خلال العقود الثلاثة ونصف العقد التالية. وقد أغرت سقوف أسعار الفائدة الملزمة على الودائع (التي أبقت أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع أقل حتى من الأسعار الحقيقية السالبة على أذون الخزانة) المدخرين المحليين بالاحتفاظ بالسندات الحكومية. والحقيقة أن حدوث ذلك الأمر في كل مكان تقريبا في ذلك الوقت قد ساعد على تأخير ظهور تسرب المستثمرين الباحثين عن عوائد أعلى.

وعلى الرغم من بدء حقبة جديدة أكثر حرية في حركة رأس المال تقريبا في عام ١٩٨٠، فإن نشوب الأزمة المالية الأخيرة جعل أسعار الفائدة الحقيقية في الاقتصادات المتقدمة تصبح سالبة على نحو متزايد مرة أخرى. ففي السنوات الأربع الماضية، كانت الأسعار الحقيقية في ٢١ اقتصادا متقدما سالبة على امتداد نصف هذه المدة تقريبا وأقل من ١٪ في نحو ٨٢٪ من المدة نفسها. وقد حدث هذا التحول الشامل إلى أسعار فائدة حقيقية ذات مستوى أدنى على الرغم من مطالبة المستثمرين بتطبيق أسعار أعلى على الأوراق المالية في عدة بلدان كانت تترنح على شفا الإعسار أو إعادة الهيكلة. كذلك كانت الأسعار الحقيقية للخصم في البنوك المركزية والأسعار المدفوعة على الودائع في البنوك أدنى مستوى بصورة ملاحظة منذ عام ٢٠٠٧.

## نشوب الأزمة المالية الأخيرة جعل أسعار الفائدة الحقيقية في الاقتصادات المتقدمة سالبة على نحو متزايد مرة أخرى.

ترعاها الحكومة من جانب بنوك مركزية أجنبية (خاصة الصين، وأيضاً آسيا الصاعدة واقتصادات صاعدة أخرى) إلى بلوغ حصة الأوراق المالية الخارجية للخزانة القابلة للتداول حتى عام ٢٠١٠ نحو ٥٠٪ من إجمالي الأوراق المالية المصدرة بدون إدراج المؤسسات التي ترعاها الدولة، ونحو ٦٥٪ عند إدراج هذه المؤسسات.

وتلك أدنى حصة منذ موقف السياسة النقدية الأمريكية التوسعية خلال انهيار نظام بريتون وودز في مطلع السبعينات، وكانت حقبة ما بعد بريتون وودز (مثل الوقت الحالي)، حقبة ارتفاع أسعار النفط والذهب والسلع الأساسية، وأسعار الفائدة الحقيقية السالبة، والاضطراب النقدي، وأخيراً ارتفاع معدل التضخم. والواقع أن الوضع مماثل في المملكة المتحدة. فسياسات التيسير الكمي التي انتهجها بنك إنجلترا منذ الأزمة - (حيث اشترى البنك المركزي ديون الحكومة البريطانية، وكذلك أصولاً مالية أخرى)، مقترنة بالاشتراط الصادر في أكتوبر عام ٢٠٠٩ بحيازة البنوك التجارية حصة أكبر من الأوراق المالية للمملكة المتحدة (سندات الدرجة الأولى) للوفاء بمعايير السيولة الأكثر تشدداً - أدت إلى انخفاض حصة سندات الدرجة الأولى الخارجية إلى نحو ٧٠٪ من الإجمالي القائم. ولو

لامر سؤالا عاما عن المدى الذي تعكس به أسعار الفائدة الحالية موقف الأطراف الفاعلة الرسمية الكبيرة في الأسواق المالية وليس أحوال السوق. وتتمثل إحدى السمات الأساسية للكبح المالي في قيام القوى غير السوقية بدور كبير في تحديد سعر الفائدة.

### قوى غير سوقية

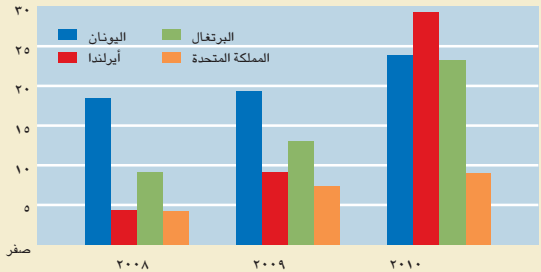
ويوضح الشكل ٢ الدور المتزايد للأطراف الفاعلة الرسمية - أي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أو أي بنك مركزي أجنبي - (أو بالعكس الدور المتقلص للأطراف الفاعلة الخاصة أو القائمة خارج السوق) في سوق سندات الخزانة في

لا ريب أن السياسة النقدية التوسعية المجازفة (وبصفة أعم، تدخل البنك المركزي رسمياً) في كثير من الاقتصادات المتقدمة والصاعدة إبان الأزمة كانت عاملاً مهماً في تفسير زيادة نسبة انتشار أسعار الفائدة الحقيقية السالبة. ويثير هذا الأمر سؤالاً عاماً عن المدى الذي تعكس به أسعار الفائدة الحالية موقف الأطراف الفاعلة الرسمية الكبيرة في الأسواق المالية وليس أحوال السوق. وتتمثل إحدى السمات الأساسية للكبح المالي في قيام القوى غير السوقية بدور كبير في تحديد سعر الفائدة.

الشكل ٣  
الشراء المحلي

تحت ضغوط حكومية، زادت البنوك اليونانية والأيرلندية والبرتغالية والبريطانية بصورة حادة حيازاتها من سندات الديون العامة المحلية.

(٪ من إجمالي الدين العام للبلد المعني)



المصدر: دراسة Kirkegaard and Reinhart (2011)، وصندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي. ملاحظة: تشمل الحيازات كلا من القروض والأوراق المالية للحكومة العامة ولا تشمل المجاميع مشتريات البنك المركزي الأوروبي من السندات اليونانية والأيرلندية والبرتغالية - والتي مثلت حتى مارس ٢٠١١ نحو ١٢٪ من مجموع ديون الحكومة العامة للبلدان الثلاثة. ولا تشمل المجاميع حيازات صناديق معاشات التقاعد من الديون الحكومية.

### القضاء على الدين

يمكن للكبح المالي أن يحو مقدير ضخمة من الديون الحكومية فيما يُسمى أثر التصفية، مما له أثر مكافئ لزيادة الإيرادات الحكومية، وقد استخدمته الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة.

البلد	الفترة	إجمالي الناتج المحلي	إيرادات الضرائب	إيرادات أثر التصفية كنسبة مئوية من
الأرجنتين	١٩٤٤-٧٤	٣.٢	١٩.٣	١٩.٣
أستراليا	١٩٧٨-١٩٧١، ٦٨-١٩٤٥	٥.١	٢٠.٣	٢٠.٣
بلجيكا	١٩٤٥-٧٤	٢.٥	١٨.٦	١٨.٦
الهند	١٩٤٩-٨٠	١.٥	٢٧.٢	٢٧.٢
أيرلندا	١٩٦٥-٩٠	٢.٠	١٠.٣	١٠.٣
إيطاليا	١٩٤٥-٧٠	٥.٣	١٢٧.٥	١٢٧.٥
جنوب إفريقيا	١٩٤٥-٧٤	١.٢	٨.٩	٨.٩
السويد	١٩٨٤-٩٠، ٦٥-١٩٤٥	٠.٩	٦.٥	٦.٥
المملكة المتحدة	١٩٤٥-٨٠	٣.٦	٢٦.٠	٢٦.٠
الولايات المتحدة	١٩٤٥-٩٠	٣.٢	١٨.٩	١٨.٩

المصدر: دراسة Reinhart and Sbrancia (2011).

اتخذت الحكومات في الاقتصادات المتقدمة خطوات كثيرة في السنوات الأخيرة لإيجاد الطلب على الدين العام أو تنميته للوصول مباشرة إلى المدخرات الخاصة، ومن بين هذه الحكومات:

فرنسا، ٢٠١٠: تم تحويل صندوق احتياطي المعاشات إلى مشتر حصري للديون الرسمية الفرنسية، وقامت الحكومة الفرنسية بتصفية صندوق الاحتياطي من أجل المتقاعدين، المصمم لتوفير دعم مالي طويل الأجل لنظام المعاشات، وحولت الصندوق الذي تبلغ قيمته ٣٧ مليار يورو لدفع ٢,١ مليار يورو سنويا للوكالة الحكومية المسماة صندوق استهلاك الدين الاجتماعي من عام ٢٠١١ إلى عام ٢٠٢٤. وفي عام ٢٠٢٤، سيتم تحويل كل الأصول الباقية في صندوق الاحتياطي من أجل المتقاعدين إلى صندوق استهلاك الدين الاجتماعي. وكان هذا يعني تحولا جذريا في تخصيص أصول صندوق الاحتياطي من أجل المتقاعدين من أدوات أطول أجلا إلى أدوات أقصر أجلا، وجعل صندوق الاحتياطي، لفترة أمله الزمني، مشتريا حصريا لسندات الحكومة الفرنسية.

أيرلندا، ٢٠١٠: تم استخدام احتياطي المعاشات الوطنية لإعادة رسمة البنوك، ونتيجة لأزمة البنوك، ربما كان من المتعين على الصندوق الوطني لاحتياطي المعاشات في أيرلندا أن يسهم بما يصل إلى ١٧,٥ مليار يورو لإعادة رسمة بنوك أيرلندا. وقد أقيم الصندوق المذكور في عام ٢٠٠١ للمساعدة في تمويل التكاليف طويلة الأجل للرعاية الاجتماعية في أيرلندا ومعاشات الخدمة العامة بعد عام ٢٠٢٥. بيد أن قانونا صدر في عام ٢٠١٠ وجه الصندوق نحو الاستثمار في الأوراق المالية للحكومة الأيرلندية ومنح سلطة قانونية للحكومة الأيرلندية لتمويل الإنفاق الرأسمالي من الصندوق الوطني لاحتياطي المعاشات خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٣. كما اقترحت الحكومة الأيرلندية تمويل برامج للوظائف من خلال ضريبة قدرها ٠,٥٪ على صناديق المعاشات الخاصة.

اليابان، ٢٠١٠: إلغاء خصخصة هيئة البريد في اليابان وزيادة سقوف الودائع. فألغت الحكومة الجديدة خطة عام ٢٠٠٧ لخصخصة هيئة البريد الياباني، وهو مكتب البريد الوطني الذي يدير أيضا نظاما هائلا للمدخرات هو أكبر مجمع مالي عالمي، بأصول تربو على ٣٠٠ تريليون ين. كذلك ضاعف القانون الجديد المبلغ الذي يستطيع المودعون ادخاره في بنك البريد الياباني إلى ٢٠ مليون ين ورفع حدود تغطية التأمين على الحياة في شركة التأمين اليابانية من ١٣ مليون

ين إلى ٢٥ مليون ين. ونظرا لأن بريد اليابان يخصص بصورة تقليدية نحو ٧٥٪ من أصوله لسندات الحكومة اليابانية، ونظرا لأن المستهلكين يرجح أن يحولوا الودائع إلى شركة معينة للتمتع بضمانات حكومية، فإن إلغاء خصخصة هيئة بريد اليابان يزيد قدرة المستهلك الحصري لديون الحكومة اليابانية.

البرتغال، ٢٠١٠: إعادة صندوق معاشات التقاعد الخاص بشركة البرتغال للاتصالات السابق خصصته إلى الحكومة البرتغالية. واستطاعت الحكومة فورا أن تحقق ٢,٨ مليار يورو من الإيرادات الإضافية، أي نحو ١,٦٪ من إجمالي الناتج المحلي. ونتيجة لذلك، ضيقت الحكومة البرتغالية فجوة عجز ميزانيتها في عام ٢٠١٠ بما يكفي لكي تبدو مسارية لأهداف تخفيض العجز في الاتحاد الأوروبي. إسبانيا، ٢٠١٠: وضع سقوف لأسعار الفائدة على الودائع. فطالبت وزارة المالية المؤسسات التي تقدم أسعار فائدة على الودائع تجد الوزارة أنها تزيد على أسعار السوق - بمضاعفة إسهاماتها في صندوق ضمان الودائع.

المملكة المتحدة، ٢٠٠٩: زيادة الحيازات المطلوبة من سندات الحكومة فطلبت هيئة الخدمات المالية بنوك المملكة المتحدة، وبنوك الاستثمار، والشركات التابعة للمؤسسات الأجنبية أو فروعها بحيازة مزيد من الأوراق المالية الحكومية عالية الجودة وتقليل الاعتماد على التمويل قصير الأجل بمقدار ٢٠٪ في العام الأول وحده. ٢٠١١: خصخصة البريد الملكي. من المتوقع أن تتلقى وزارة الخزانة بالمملكة المتحدة تحويلا قدره ٢٣,٥ مليار جنيه إسترليني من الأصول قبل الخصخصة ٢٩,٥ مليار جنيه إسترليني من الخصوم.

ومنذ عام ٢٠٠٨، اتخذ كثير من بلدان الأسواق الصاعدة خطوة أو أكثر للسيطرة على تدفق رأس المال الأجنبي إلى اقتصاداتها، بما في ذلك البرازيل في الأعوام ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ و ٢٠١٠؛ والجمهورية التشيكية في عام ٢٠٠٨؛ وهنغاريا في عام ٢٠١١؛ وإندونيسيا في عام ٢٠١٠؛ وكوريا في عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠؛ وبيرو في عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠؛ والفلبين في عام ٢٠١٠؛ وبولندا في عام ٢٠١١؛ وروسيا في عامي ٢٠١٠ و ٢٠١١؛ وجنوب إفريقيا في عام ٢٠١٠، وتايلاند في عام ٢٠١٠؛ وتركيا في عام ٢٠١٠.

المصادر: دراستنا (Kirkegaard and Reinhart (2011); and Maguda, Reinhart, and Rogoff (2011)).

### أثر التصفية

أجرينا تحديدا كميا لمقدار مَحَو الكميات الهائلة من الديون العامة بعد الحرب العالمية الثانية في الاقتصادات المتقدمة بقياس ما يسمى أثر التصفية، وهو مقدار تخفيض الديون الحكومية الناجم عن الكبح المالي (راجع دراسة Reinhart and Sbrancia 2011).

ولتحديد مقدار الدين الذي تمت تصفيته بسبب الكبح المالي، يتعين إعادة إنشاء نمط الدين الحكومي بمرور الوقت. وإعادة الإنشاء هذه مطلوبة بسبب الهيكل المعقد للديون الحكومية، الذي يتباين بصورة ضخمة عبر البلدان وداخلها بمرور الوقت. وتتحدد التكلفة الكلية لتمويل الدين بالنسبة للحكومة بفعل الفروق في سعر فائدة الكوبون وأجل الاستحقاق وتوزيع الديون القابلة للتداول وغير القابلة للتداول، والدين المورق مقابل القروض من مؤسسات مالية.

وينبغي أن تعكس حافظة الديون المعاد إنشاؤها الحصص الفعلية من الديون على مستوى طائفة من آجال الاستحقاق وكذلك حصص الديون القابلة للتداول مقابل تلك الديون غير القابلة للتداول. وينبغي أيضا أن تتضمن حساب سعر فائدة اسمي كلي وسعر فائدة حقيقي (معدلا حسب مؤشر أسعار المستهلك).

أضيفت الحيازات الرسمية الأجنبية (المملوكة للبنوك المركزية)، لأصبحت حصة سندات الدرجة الأولى الخارجية أدنى كثيرا وغدت أقرب إلى تلك الخاصة بسوق الخزانة الأمريكية.

وفي السياق نفسه بلغ إجمالي مشتريات سندات البنك المركزي الأوروبي من الديون التي أصدرتها اليونان وأيرلندا والبرتغال أكثر من ١٠٠ مليار دولار في الفترة بين مايو عام ٢٠١٠ ومارس عام ٢٠١١ وهو ما يمثل نحو ١٢٪ من إجمالي ديون الحكومة العامة لهذه البلدان السيادية الثلاثة التي تعاني من متاعب. وقد أصبحت البنوك المركزية أطرافا فاعلة بدرجة أكبر منها في أي وقت مضى في شراء الديون الحكومية - وهو وضع يمكن أن يستمر إلى أجل غير مسمى. والخوف من رفع قيمة عملة هذه البلدان (وهو ما سيكون له تأثير سقيم مصاحب يحيق بالقدرة على المنافسة الدولية) دفع البنوك المركزية في أسواق صاعدة كثيرة إلى شراء سندات الحكومة الأمريكية على نطاق واسع. وبعبارة أخرى، تمثلت أسواق السندات الحكومية على نحو متزايد بأطراف فاعلة غير سوقية، مما يثير التساؤل عن المحتوى المعلوماتي الخاص بأسعار السندات مقارنة بنمط مخاطرها الأساسية، وتلك سمة مشتركة في النظم الخاضعة للكبح المالي.

والسنة التي تحدث فيها التصفية هي سنة يكون فيها سعر الفائدة الحقيقي في المحفظة سالبا. وذلك تعريف متحفظ. ويتضمن التعريف الأشمل فترات كان فيها سعر الفائدة الحقيقي على الديون الحكومية دون سعر السوق الحقيقي. ويرصد هذا التعريف المدخرات التي تتوافر للحكومة من وجود سعر فائدة حقيقي سالب على الديون الحكومية. ويمكن اعتبار هذه المدخرات مكافئا لإيرادات الحكومة، ويمكن التعبير عنه، مثل إيرادات الموازنة العادية، كحصة من إجمالي الناتج المحلي أو كحصة من إيرادات الضرائب المسجلة/ لتوفير مقاييس معيارية لأثر التصفية عبر البلدان وبمرور الوقت. وتساوي المدخرات (أو الإيرادات) التي تتوافر للحكومة من أثر التصفية- سعر الفائدة الحقيقي (السالب) مضروبا في الوعاء الضريبي. والوعاء الضريبي في هذه الحالة هو رصيد الدين الحكومي المحلي القائم.

## وقع أثر التصفية على الأقل في ربع السنوات الواقعة بين عامي ١٩٤٥ و ١٩٨٠ في الولايات المتحدة وعلى نحو أكثر تواترا بكثير في البلدان الأخرى.

وقد وقع أثر التصفية على الأقل في ربع السنوات الواقعة بين عامي ١٩٤٥ و ١٩٨٠ في الولايات المتحدة وعلى نحو أكثر تواترا بكثير في البلدان الأخرى (راجع الجدول). وكان حجم المدخرات المتوافرة للحكومة كبيرا عادة ولم يكن ضئيلا مطلقا.

وبالنسبة للولايات المتحدة والمملكة المتحدة، بلغ أثر التصفية السنوي في المتوسط ما بين ٣٪ و ٤٪ من إجمالي الناتج المحلي سنويا. وسرعان ما يتراكم تخفيض العجز السنوي بهذا الحجم (حتى بدون أي مضاعفة) على مدى عقد من الزمن. وبالنسبة لأستراليا وإيطاليا، اللتين سجلتا معدلات تضخم أعلى، كان أثر التصفية أكبر (نحو ٥٪ سنويا). وتلقي هذه التقديرات - وهي متحفظة - الضوء على الدور الكبير للكبح المالي في تخفيض الديون خلال العقود التالية للحرب العالمية الثانية.

### الكبح المالي حاليا

سندات الديون الحكومية هي الشيء الوحيد الموجود بوفرة في الاقتصادات المتقدمة حاليا، مع التحدي المصاحب لها الذي يواجهه السياسات والمتعلق بالعثور على مشترين محتملين. وكما أشير، فإن شراء البنوك المركزية في شتى أنحاء العالم لكميات ضخمة من الديون الحكومية، أبقى على أسعار الفائدة الحقيقية والاسمية منخفضة. وإضافة لذلك، فإن أحدث معايير دولية لتنظيم البنوك (اتفاقية بازل ٣) تشجع البنوك على حيازة سندات الديون الحكومية بمعاملة تفضيلية لتلبية اشتراطات رأس المال.

وقد تتسم المناهج الأخرى لإيجاد الطلب على سندات الديون الحكومية أو توسيعه بأنها مباشرة بصورة أكبر (راجع الإطار ٢). فعلى سبيل المثال، كانت بنوك المملكة المتحدة مطالبة في ذروة الأزمة المالية بحيازة حصة أكبر من

سندات الدرجة الأولى في حوافظها. وقد قامت بنوك اليونان وأيرلندا والبرتغال بالفعل بتصفية جانب كبير من أصولها الأجنبية واستخدمت الحصيلة في شراء سندات ديون عامة محلية (راجع الشكل ٣). وهكذا، يجري بالفعل في عدة بلدان أوروبية إحلال الديون بأسعار فائدة أقل من أسعار السوق في صناديق المعاشات وغيرها من المؤسسات المالية المحلية الحصرية بدرجة أكبر. وقد عادت إسبانيا مؤخرا إلى تطبيق شكل واقعي من سقف سعر الفائدة على ودائع البنوك. وتتطور اتجاهات مماثلة في أوروبا الشرقية.

وإضافة إلى ذلك، فاستخدام الأسواق الصاعدة لضوابط رأس المال على أمل السيطرة على التدفقات الوافدة المزعزعة للاستقرار (رؤوس الأموال المتنقلة)، وعلى فورة النشاط الاقتصادي المحتملة، والضغط التضخمي المتصاعدة، وقضايا القدرة على المنافسة ذات الصلة - لاقى قبولا في المجتمع الدولي أكبر بكثير من أي وقت منذ انهيار نظام بريتون وودز. والواقع أن كثيرا من الأسواق الصاعدة بدأ بالفعل في اتباع مثل هذه السياسات.

وتقييم المزايا النسبية لهذه السياسات شديدة التنوع يتجاوز نطاق هذا المقال، لكنه يستحق بلا ريب مزيدا من البحث.

### ما الذي يخبئه الغد؟

أسهم الكبح المالي في التخفيض السريع للديون عقب الحرب العالمية الثانية. وفي الوقت الحالي، تسجل مستويات الديون العامة في كثير من الاقتصادات المتقدمة أعلى مستوياتها منذ ذلك الوقت. ويواجه بعض الحكومات احتمال إعادة هيكلة الديون. وقد بلغ الاقتراض الخارجي العام والخاص (وهو مصدر للتمويل متقلب نسبيا) أعلى مستوى تاريخيا. ويبدو من المحتمل أن ينشغل صناعات السياسة لبعض الوقت في الفترة القادمة بتخفيض الديون، وإدارة الديون، وبذل الجهود للإبقاء على تكاليف خدمة الديون عند مستوى معقول. وفي هذا الإطار، فإن الكبح المالي بهدفه المزدوجين المتمثلين في الإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة وإيجاد جمهور محلي حصري أو الإبقاء عليه، سيظل محل ترحيب متجدد، والمرجح ألا تكون التدابير والتطورات التي وصفناها وناقشناها سوى قمة جبل جليد ضخم جدا. ■

كارمن راينهارت، وجاكوب كيركغارد، زميلان في معهد بيترسون للاقتصاد الدولي، وماريا بيلين سبرانسيا طالبة دراسات عليا في جامعة ميريلاند.

المراجع:

Kirkegaard, Jacob F., and Carmen M. Reinhart, 2011, "The Return of Financial Repression in the Aftermath of the Great Recession," forthcoming Peterson Institute Working Paper (Washington: Peter G. Peterson Institute for International Economics).

Magud, Nicolas E., Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, 2011, "Capital Controls: Myth and Reality—A Portfolio Balance Approach," Peterson Institute Working Paper 11-7 (Washington: Peter G. Peterson Institute for International Economics, February).

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2010, "From Financial Crash to Debt Crisis," NBER Working Paper 15795 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research); forthcoming in American Economic Review.

Reinhart, Carmen M., and M. Belen Sbrancia, 2011, "The Liquidation of Government Debt," NBER Working Paper 16893 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, March).