

تخفيض الديون

ستين كلايسنز

العمومية للمؤسسات المالية وقطاع الأسر والحكومات في الاقتصادات المتقدمة إلى مستويات الأصول والديون التي يمكن الاستمرار في تحملها. ومن المسائل الخلافية اليوم أسباب الصعوبة البالغة في تخفيض التمويل بالديون، وما يمكن أن تقدمه الحكومات من مساعدة، ومدى ما أحرزه العالم في تخفيض الديون، و تحديد السياسات الأفضل للمستقبل.

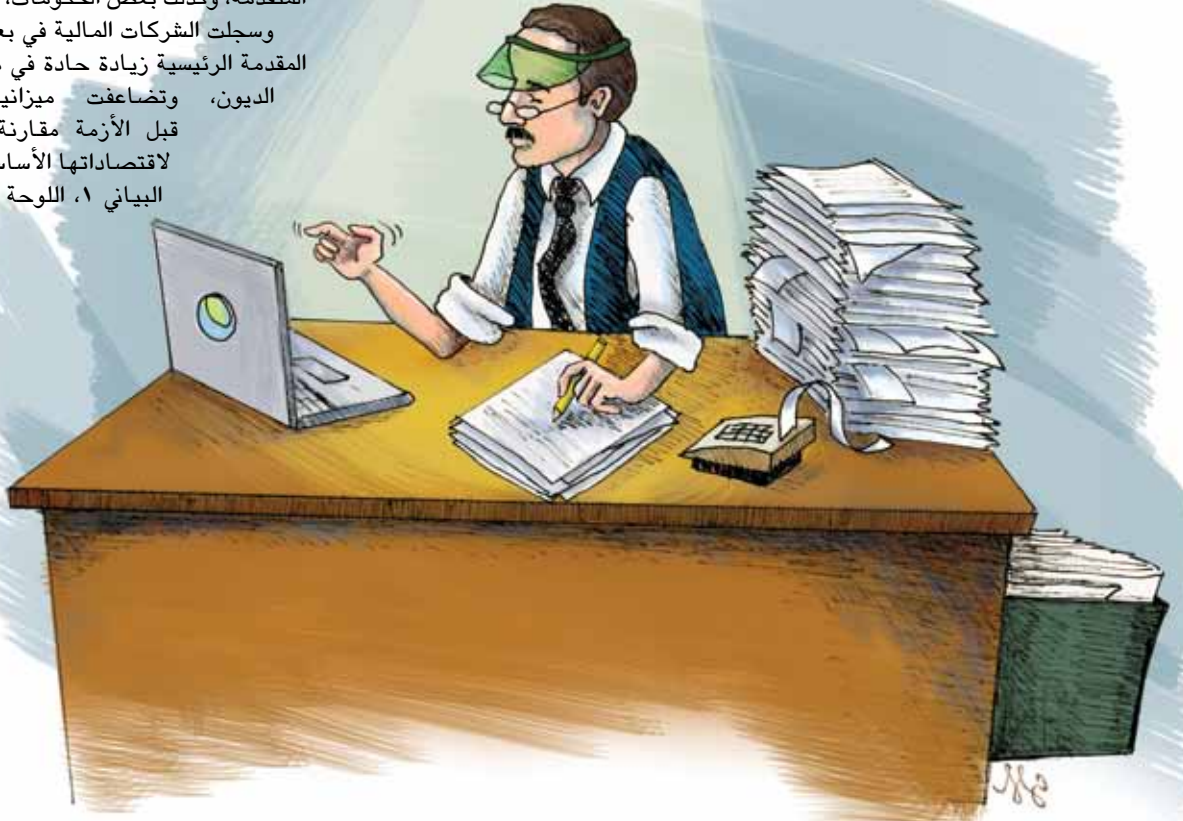
جذور الأزمة

تنشأ معظم الأزمات المالية من الاقتراض الزائد. وتختلف الأطراف التي تُقدم على الاقتراض المفرط من أزمة إلى أخرى. ففي الماضي، كانت الحكومات أو الشركات هي التي تقترض في الغالب بصورة مفرطة. فقبل وقوع الأزمة الأخيرة، كان اقتراض المؤسسات المالية وقطاع الأسر في الاقتصادات المتقدمة، وكذلك بعض الحكومات، أكثر مما ينبغي. وسجلت الشركات المالية في بعض الاقتصادات المقدمة الرئيسية زيادة حادة في مستويات ارتفاع الديون، وتضاعفت ميزانياتها العمومية قبل الأزمة مقارنة بالحجم الكلي لاقتصاداتها الأساسية (راجع الرسم البياني ١، اللوحة العليا). وارتفعت

عادة ما يكون هبوط الجبل أسهل من صعوده. ولكن يبدو أن النظام المالي يعمل على نحو مغاير لقانون الجاذبية. فقد ثبت أن تخفيض مستوى المديونية، أي «الحد من التمويل بالديون»، يتطلب بذل جهد أكبر بكثير من صعود جبل الديون. ولذلك فإن حالات الركود الناتجة عن الخلل في الميزانيات العمومية، كتلك التي عانى منها كثير من الاقتصادات المتقدمة مؤخراً، أسوأ بكثير من حالات الركود التي لا تنوء الميزانيات العمومية فيها بأعباء ديون لا يمكن الاستمرار في تحملها (راجع المقال بعنوان «تتبع مسار التعافي العالمي» في هذا العدد من مجلة «التمويل والتنمية»).

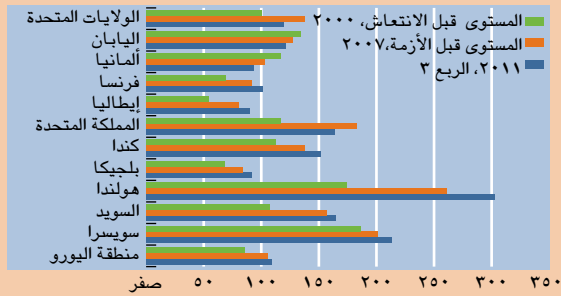
وسوف يستمر تأخر التعافي من أسوأ هبوط اقتصادي يشهده العالم منذ «الكساد الكبير» في ثلاثينات القرن الماضي إلى أن تعود الميزانيات

سيظل التعافي الاقتصادي متوقفاً في كثير من الاقتصادات المتقدمة إلى أن يتم إصلاح الخلل في الميزانيات العمومية لقطاع الأسر والمؤسسات المالية



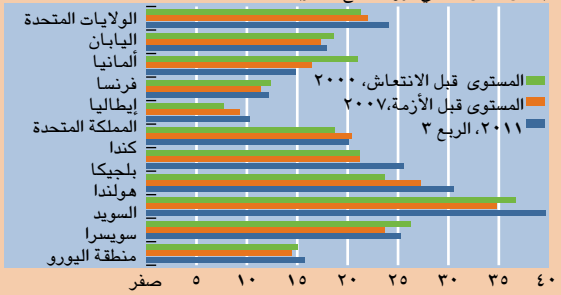
الرسم البياني ٢ ضائقة المستهلكين

سجل قطاع الأسر ارتفاعا كبيرا في الدين مقارنة بدخله المتاح، مدفوعا بالاقتراض لأغراض السكن والاستهلاك.
(مديونية قطاع الأسر % من الدخل المتاح)



ولكن نتيجة لانتعاش أسعار المساكن والأسهم، ظل صافي ثروة الأسر عاليا حتى وقوع الأزمة حينما هبطت الأسعار، وانخفض صافي الثروة، وارتفع الدين.

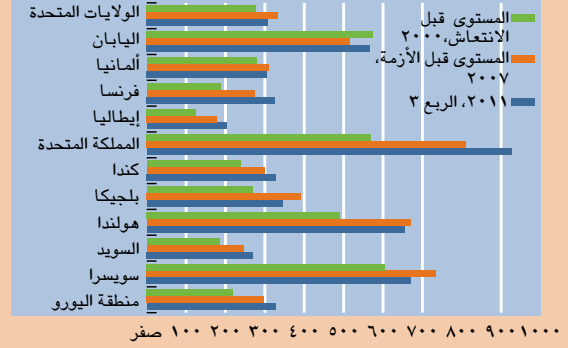
(الدين % من صافي ثروة قطاع الأسر)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.
ملحوظة: لا تتوافر بيانات نسبة الدين إلى صافي الثروة في حالة بلجيكا.

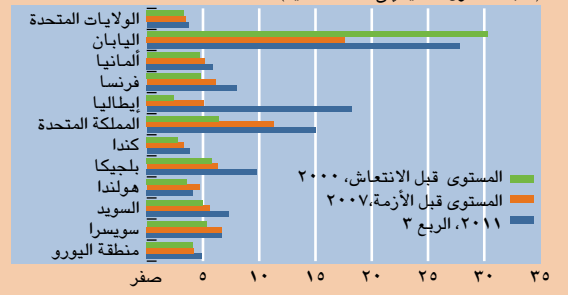
الرسم البياني ١ تراكم الدين

سجل الدين ارتفاعا حادا كنسبة من إجمالي الناتج المحلي في سجلات المؤسسات المالية في كثير من الاقتصادات المتقدمة.
(الدين % من إجمالي الناتج المحلي للبلد الأم)



كذلك سجل التمويل بالديون (نسبة الأصول المالية إلى حصة الملكية) ارتفاعا حادا.

(نسبة الأصول المالية إلى حصة الملكية)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

غالبا ما يجري تخفيض التمويل بالديون بين أولئك الأكثر ميلا إلى الاستهلاك الأمر الذي يُحدث تأثيرا غير متكافئ على الطلب الكلي. وعلى العكس من بعض الأزمات السابقة، لم يشهد التمويل بالديون (نسبة الدين إلى حصة الملكية) في قطاع الشركات غير المالية ارتفاعا كبيرا، بل تراجع في بعض البلدان مقارنة بفترات سابقة (الرسم البياني ٣). واحتفظت الشركات عموما بميزانيات عمومية متحفظة، وقامت في الغالب بالفعل برفع مراكزها النقدية، مما أدى إلى تراجع صافي ديونها - الخصوم ناقص الأصول المالية.

ما الصعوبة في تخفيض التمويل بالديون؟

عندما وقعت الأزمة وتراجعت أسعار الأصول، انخفض صافي الثروة بصورة حادة. واضطرت الأسر والمؤسسات المالية إلى تخفيض مستوى مديونيتها. وكان هذا المسار الهبوطي أصعب من عملية الصعود لأنه يستغرق وقتا في عملية تخفيض الديون وليس كل شخص يستطيع أو ينبغي له أن يفعل ذلك في نفس الوقت.

ويحيد قطاع الأسر من وجهة نظره أن تستغرق عملية تخفيض التمويل بالديون وقتا أطول. فقد تقضى الأسرة سنوات عديدة لادخار قدر كاف من المال تسدده كدفعة مقدمة في شراء أول سكن لها. ولكن عند امتلاكها للمسكن يمكنها أن تقترض أضعاف دخلها. وفي أوقات اليسر، يمكن أن تحقق الأسر منفعة من ارتفاع أسعار المساكن وترى

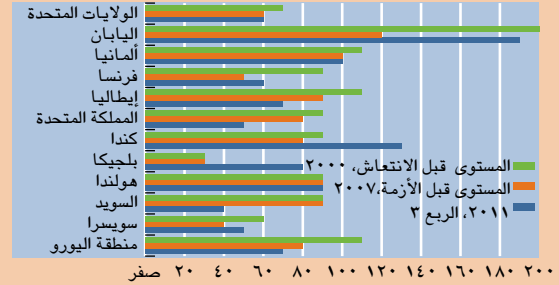
نسبة المديونية إلى حصص الملكية (التمويل بالديون) في المؤسسات المالية بصورة حادة في كثير من الأحيان (راجع الرسم البياني ١، اللوحة السفلى). ومن الأمثلة الجديرة بالذكر بعض بنوك الاستثمار الأمريكية الكبرى والبنوك الأوروبية الشاملة التي سجلت ارتفاعا في التمويل بالديون بلغ ٣٠ مرة ضعف حصص الملكية، وذلك أعلى بكثير من النسبة التي بلغت في الفترات السابقة.

وسجل قطاع الأسر كذلك معدلات ارتفاع كبيرة في الديون، مدفوعة في الغالب بالاقتراض لأغراض السكن والاستهلاك. ويتضح من الرسم البياني ٢ (اللوحة العليا) أن كل الاقتصادات المتقدمة تقريبا شهدت ارتفاعا حادا في نسب الدين إلى الدخل المتاح في قطاع الأسر خلال السنوات السابقة على الأزمة. ولكن نظرا للطفرات المتزامنة في أسعار كل من المساكن والأسهم، لم تُترجم هذه القروض إلى زيادات في التمويل بالديون تقاس في الميزانيات العمومية المجمعة؛ وظلت مديونية قطاع الأسر ثابتة إلى حد كبير كنسبة من الأصول التي تحتفظ بها (الرسم البياني ٢، اللوحة السفلى). ولكن هذا المقياس الذي كان يبدو مباشرا حجب وراءه انكشاف قطاع الأسر بصورة متزايدة لمخاطر الهبوط الحاد في أسعار الأصول، لا سيما أسعار المساكن. وتجدر الإشارة إلى أنه كان يحجب وراءه أيضا اتساع توزيع الانكشاف على مستوى قطاع الأسر. وبينما يميل أصحاب مراكز الأصول الموجبة إلى الادخار الصافي، وأصحاب مراكز الأصول السالبة إلى الإنفاق بقدر أكبر نسبيا،

قيود الشركات

على العكس من الأزمات السابقة، لم تتجه الشركات غير المالية إلى رفع نسب الدين إلى حصة الملكية، واحتفظت عموماً بميزانيات عمومية متحفظة.

(الدين % من حصة الملكية في الشركات غير المالية)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

حدة الانكماش. وقد تراجع استهلاك قطاع الأسر بصفة خاصة في الاقتصادات عالية المديونية بأكثر من أربعة أضعاف المقدار الذي يمكن عزوه ببساطة إلى تأثير انخفاض أسعار المساكن على الثروة. ولم تكن زيادة الانكماش مدفوعة بمجرد وقوع أزمات مالية. فالعلاقة بين مديونية قطاع الأسر وانكماش الاستهلاك تصدق أيضاً على الاقتصادات التي لم تمر بأزمة مصرفية في فترة قريبة من كساد سوق المساكن.

ومن الصعب أيضاً تخفيض التمويل بالديون في حالة المؤسسات المالية، كما أن تخفيضها للديون يمكن أن يسفر عن آثار اقتصادية كلية مساوية لما ينتج عن تخفيض الديون في قطاع الأسر أو ربما أسوأ. وقد تضطر البنوك إلى استعادة سلامة ميزانياتها العمومية في ظل ارتفاع القروض المتعثرة، أو انخفاض قيمة الأوراق المالية في الحوافز المصرفية (الذي يؤدي إلى تدهور مركز نسبة الدين إلى حصة الملكية في البنوك)، أو تشديد القواعد التنظيمية بعد وقوع أزمة مالية. وبرغم ذلك يمكن أن تدخر البنوك قليلاً، شأنها في ذلك شأن قطاع الأسر، فيما عدا من خلال تخفيض توزيعات الأرباح وتعديل الرواتب. فيمكنها إصلاح الخلل في ميزانياتها العمومية عن طريق تعبئة أسهم رأس المال، ولكنها غالباً ما تحجم عن ذلك، فجمع رأس المال بسرعة يمكن أن يكون مكلفاً.

وبدلاً من ذلك، تتجه البنوك في الغالب إلى إصلاح ميزانياتها العمومية بتقليص الأصول الخطرة - أي تخفيض القروض الجديدة. ولكن هذه الاستجابة تضر الاقتصاد الحقيقي لأنها تقلص فرص توافر التمويل الخارجي. وإذا انصرف القطاع المالي عن تقديم تمويل جديد، قد تنشأ ضائقة ائتمانية تضطر قطاع الأسر والشركات إلى تخفيض التمويل بالديون، مما يؤدي بدوره إلى إضعاف الاستثمار والاستهلاك. وقد تنشأ عن ذلك حلقة مفرغة يتعاقب فيها تراجع الناتج الكلي والنشاط، وهبوط الدخل، وسوء أوضاع القروض، وانخفاض أسعار الأسهم، ثم يعقبها الاضطرار إلى زيادة تخفيض التمويل بالديون.

هل في وسع الحكومات إنعاش التباطؤ الاقتصادي؟

هناك حالات كثيرة عبر التاريخ أفضت فيها الزيادة الكبيرة في التمويل بالديون في القطاع الخاص إلى وقوع أزمة مالية - مثلما حدث في البلدان الاسكندنافية وبلدان شرق آسيا في تسعينات القرن الماضي. وأوضحت الأبحاث أن الأزمات المالية من هذا النوع تتبعها فترات طويلة من الركود العميق تصل فيها المؤشرات الحاسمة مثل البطالة وأسعار المساكن إلى نقطة القاع في وقت أطول بكثير مما تستغرقه فترة الركود العادي. ومع ذلك ففي بعض الحالات، كان التعافي يأتي سريعاً بفضل قدرة الحكومات على الاستعاضة عن المشتريات العامة بالشراء من القطاع الخاص. وعلى سبيل المثال، عندما وقعت أزمة كبيرة في مطلع تسعينات القرن الماضي، اتجه المقرضون أصحاب الديون المفرطة في القطاع الخاص في السويد إلى تخفيض التزاماتهم بالحد من الإنفاق. أما الحكومة السويدية التي كان وضعها الائتماني أفضل من القطاع الخاص، فقد عمدت إلى زيادة نفقاتها، وسجلت عجزاً كبيراً في المالية العامة. وفي نفس الوقت، قامت الحكومة على الفور بإعادة هيكلة النظام المالي، ولجأت البنك المركزي إلى تخفيض أسعار الفائدة. وبفضل تعديل سعر الصرف، أمكن وقف انهيار النشاط، وتحقق التعافي الاقتصادي ومن ثم استطاعت الحكومة أن تبدأ في تخفيض ديونها.

ولكن لسوء الحظ، فهذا المسار غير متاح أمام كثير من الاقتصادات المتقدمة اليوم بنفس السهولة التي كان عليها في تسعينات القرن الماضي. فمستويات الدين العام كانت مرتفعة بالفعل قبل وقوع الأزمة المالية، بينما يلوح كثير من الخصوم الأخرى في الأفق - ومنها معاشات التقاعد وخدمات الرعاية الطبية وغيرها من الخدمات الاجتماعية. وكانت حالات الركود تسفر عن عجز كبير في المالية العامة، وذلك بصفة أساسية بسبب بطء النشاط الاقتصادي وزيادة ارتفاع النفقات، مما يرجع جزئياً إلى إعادة رسملة البنوك عندما أعقدت

زيادة أكثر حدة في صافي الثروة. ولكن تراجع أسعار المساكن يمكن أن يؤدي إلى تجاوز القرض لقيمة المنزل، فيمحو صافي الثروة. وتتفاقم المشكلات إذا أضفنا مشكلات البطالة وتراجع الدخل - التي تواجه كثيراً من الأسر المعيشية في الاقتصادات المتقدمة اليوم. وبالفعل، عندما أخذت أسعار المساكن تتراجع بدءاً من عام ٢٠٠٧، إيداناً بوقوع الأزمة المالية العالمية، انكسرت ثروات كثير من الأسر بالنسبة إلى ديونها. وفي ظل انخفاض الدخل وارتفاع البطالة، يواجه كثيرون صعوبة في سداد مدفوعات قروضهم العقارية والتزاماتهم المالية الأخرى رغم انخفاض أسعار الفائدة الأساسية إلى مستويات قياسية.

وعندما تواجه الأسر هذه الظروف، يجب أن تزيد من مدخراتها كي تستعيد صافي ثروتها. ولكن قدرتها على تنفيذ ذلك بسرعة تتسم بالحدودية. فإذا كان بناء الدفعة المقدمة قد استغرق بعض الوقت، سينطبق ذلك أيضاً على إعادة بناء صافي ثروتها. وفي حالة الأسر التي اضطرت للتوقف عن السداد، إعادة هيكلة الديون مع مقرضها يمكن أن تستغرق عاماً أو أكثر. وإضافة إلى ذلك، فهي في حاجة إلى فترة زمنية لكي تستعيد جدارتها الائتمانية - حتى تتمكن من إعادة التمويل بشروط أكثر جاذبية - بينما يمكن أن تستغرق عملية تخفيض التمويل بالديون كل سنوات حتى تتخذ مسارها العادي.

هذا فيما يتعلق بالاقتصاد الجزئي. أما على المستوى الإجمالي أو الاقتصادي الكلي، فالقصة أشد تعقيداً. فحينما يقلص الجميع الإنفاق في آن واحد تكون النتيجة الكلية أسوأ. فإذا بدأ عدد كبير من الأسر يرفع فجأة مقدار ما يدخر بقدر أكبر كثيراً، سيسجل الطلب الكلي هبوطاً كبيراً، فيتراجع الناتج مؤدياً إلى ارتفاع البطالة وانخفاض الدخل - ويضطر مزيد من الأسر إلى الحد من التمويل بالديون. وإذا حاول عدد كبير من الأسر أن يبيع مساكنه لاستعادة السيولة، فإن أسعار المساكن سوف تشهد مزيداً من الانخفاض، فتزداد حالات عدم السداد وغلق الرهن، ويزداد تشديد شروط الائتمان للمقرضين الآخرين. ويطلق خبراء الاقتصاد على هذه الحالة حلقات التأثير السلبي المرتد، لأنها تقضي إلى البيع البخس الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار المساكن إلى مستويات أدنى من قيمها التوازنية.

ويؤكد لنا التاريخ أن تخفيض التمويل بالديون عملية بطيئة. ففي الاقتصادات المتقدمة على مدار العقود الثلاث الماضية كانت فترات كساد وركود قطاع المساكن في الغالب أشد وأطول إذا كانت مسبقة بارتفاعات أكبر في مديونية قطاع الأسر (صندوق النقد الدولي، IMF، 2012). وعلى وجه التحديد، يبدو أن مزيج انخفاض أسعار المساكن، وارتفاع التمويل بالديون في الفترة السابقة على الركود يفسران

وبينما لم تتجه الشركات غير المالية في معظم البلدان إلى زيادة التمويل بالديون، لا يزال القطاع غير المالي في بعضها - لا سيما اليابان وكندا - مثقلا بالديون.

السياسات يمكن أن تُحدث فرقا

سوف يستغرق إصلاح الميزانيات العمومية وقتا طويلا. وبالرغم من تقدم القطاع الخاص في عملية الإصلاح، فلا يزال أمامه شوط كبير للانتهاج منها. ويواجه كثير من الحكومات مشكلات كبيرة في المالية العامة إلى حد لا يمكنها من سد فجوة الطلب الناجمة عن تخفيض التمويل بالديون. ومع ذلك، ففي بعض الجوانب يكون هذا التقدم البطيء محمودا.

الحكومات الأموال على البنوك والمؤسسات المالية الأخرى لكي تظل عاملة. ونتيجة لذلك، أصبحت الجدارة الائتمانية لكثير من البلدان الآن موضع شك، ولا يستطيع كثير من الحكومات زيادة الإنفاق بسهولة لحماية الاقتصاد من تقلص الإنفاق الاضطراري في القطاع الخاص. ويصدق هذا الأمر بصفة خاصة على البلدان على هامش منطقة اليورو التي اضطرت حكوماتها إلى اللجوء إلى التقليل.

ومع هذا، يمكن أن تضطلع الحكومات بأدوار مهمة. ويمكن الاعتماد في ذلك على برامج إعادة هيكلة ديون قطاع الأسر كالتالي طبقت في الولايات المتحدة في ثلاثينات القرن الماضي ويتم تطبيقها في أيسلندا اليوم. فتحمّل الحكومة الأمريكية حوالي واحد من كل خمسة قروض عقارية، ومددت آجال الاستحقاق وخفضت أسعار الفائدة، وشطبت أصل الدين في عدد من الحالات، مما أدى بالتالي إلى تخفيض أعباء



نجحت الولايات المتحدة وألمانيا دون سواهما في تخفيض نسبة المديونية إلى إجمالي الناتج المحلي في القطاع المالي.

وكما ذكر آنفا، فالسرعة الكبيرة في تخفيض التمويل بالديون، وخاصة من جانب المؤسسات المالية، يمكن أن تسفر عن تدهور الأداء الاقتصادي ككل بسبب تخفيض الطلب الكلي وتقليل النشاط الاقتصادي. وتبشر البوادر في بعض البلدان بأن الإصلاح الجاري لا يسفر عن عواقب اقتصادية كلية سلبية. أما التحدي الذي يواجه جميع البلدان فهو إصلاح الميزانيات العمومية بوتيرة ملائمة، فلا تكون مفرطة في السرعة ولا في البطء.

وتستطيع السياسات أن تُحدث فرقا. أما التوصيات المعتادة بشأن تخفيض نسب التمويل بالديون على نحو منظم على مستوى العالم فتشمل العناصر التالية:

- يجب أن يتوخى صناع السياسات العناية في التنسيق بين السياسات المالية والاقتصادية الكلية والهيكلية لضمان وصول النظام المالي إلى وضع موات يسمح له بدعم الاقتصاد.
- من الضرورة بمكان إحراز مزيد من التقدم في إعادة هيكلة البنوك وتسوية أوضاعها مع الاستعانة بدعم رسمي إذا لزم الأمر، كعنصر مكمل لعمليات زيادة رؤوس الأموال ومخصصات خسائر القروض الجارية في البنوك (راجع المقال بعنوان "إصلاح عيوب النظام"، في هذا العدد من مجلة «التمويل والتنمية»). وينبغي أن تضمن السلطات فرض البنوك لقيود ملائمة على مدفوعات توزيع الأرباح والمكافآت للحفاظ على رأس المال الوقائي الذي يمكنه استيعاب الخسائر.
- يجب أن تصل أعباء الديون العقارية في قطاع الأسر لدى بعض البلدان إلى مستويات يمكن الاستمرار في تحملها من خلال برامج تسهل تخفيض قيمة أصل الدين.
- يجب رسم الطريق نحو التقشف المالي في كثير من البلدان لضمان الملاءة أو استعادتها في نظر الأسواق المالية، ولكن مسار تخفيض الديون لا ينبغي أن يعرقل التعافي على المدى القصير.
- يجب على صناع السياسات تنسيق أنشطتهم لمنع انتشار تداعيات معاكسة، ويجب أن يتجنبوا الإفراط في تفضيل أنظمتهم الاقتصادية والمالية. ■

سداد الديون وتقليل عدد حالات عدم السداد وغلغ الرهن في قطاع الأسر. ومن شأن هذه السياسات أن تساعد على منع الدورات الداعمة لذاتها التي يتعاقب فيها توقف الأسر عن سداد الديون، وزيادة تراجع أسعار المسكن، وزيادة انكماش الناتج.

أين نحن اليوم؟

يختلف مقدار التقدم نحو تخفيض التمويل بالديون الآن باختلاف قطاعات الاقتصاد المحددة واختلاف البلدان. وتعرض الرسوم البيانية ١ و ٢ و ٣ أيضا لمحة سريعة عن وضع المديونية في قطاع الأسر والقطاع المالي وقطاع الشركات في الربع الثالث من عام ٢٠١١. وتُعدّ مقارنة بسيطة بين مستويات الدين ونسب التمويل بالديون الحالية والسابقة على الانتعاش (عام ٢٠٠٠)، يتبين من خلالها أن أمام قطاع الأسر طريقا طويلا لإصلاح الخلل في ميزانياته العمومية. كذلك يتعين على القطاع المالي تخفيض نسبة ديونه إلى إجمالي الناتج المحلي ونسبه خصومه إلى حصة الملكية بقدر كبير. أما وضع قطاع الشركات فهو أفضل بوجه عام.

وفي إطار هذه العملية، حقق بعض البلدان تقدما محدودا مقارنة بغيره. فتراجعت في ألمانيا بالفعل نسبة المديونية إلى الدخل في قطاع الأسر. وفي الولايات المتحدة، انخفضت النسبة أيضا من مستوى الذروة، وإن كان ذلك راجع في الأساس إلى حالات التوقف عن السداد التي أدت إلى محو الديون. وفي المملكة المتحدة، انخفضت نسبة المديونية إلى الدخل في قطاع الأسر إلى حد ما منذ وقوع الأزمة، وإن كان مستواها لا يزال مرتفعا. وبرغم هذا، لم ترتد مديونية قطاع الأسر في معظم البلدان الأخرى حتى الآن إلى مستواها قبل الأزمة ولم تتوقف عن الارتفاع بعد. فعلى سبيل المثال، لا يزال التمويل بالديون في قطاع الأسر أخذا في الارتفاع في فرنسا وهولندا، الأمر الذي يرجع جزئيا إلى انخفاض أسعار المساكن.

وبوجه عام، حققت القطاعات المالية تقدما أقل في تخفيض التمويل بالديون. وبينما نجحت الولايات المتحدة وألمانيا في تخفيض نسبة المديونية إلى إجمالي الناتج المحلي في القطاع المالي، لم ترتد هذه النسبة بعد إلى مستوياتها قبل الأزمة. أما في بلدان مثل كندا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة، لم يُقدّم القطاع المالي على تخفيض التمويل بالديون بعد، ولا يزال هناك ارتفاع كبير في نسبة المديونية إلى إجمالي الناتج المحلي أو نسبة المديونية إلى حصة الملكية أو في كليهما.

ستين كلايسنز، مدير مساعد في إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي.

المراجع:

International Monetary Fund (IMF), 2012, "Dealing with Household Debt," World Economic Outlook, Chapter 3 (Washington, April).