

كيف تسهم السياسة المالية للولايات المتحدة في النمو الأمريكي والعالمي

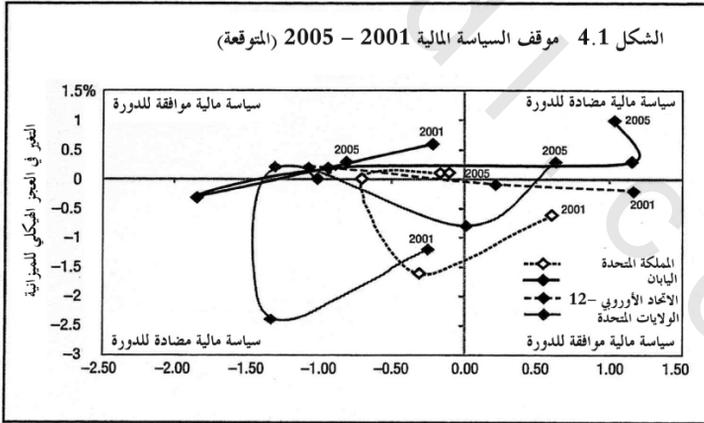
بقلم كاثلين ستيفانسن

تقدم لنا كاثلين ستيفانسن فيما يلي فصلاً مقتضباً، ليس مستغرباً عند معجبيها الكثر. تشغل منصب مدير الاقتصاديات العالمية في مصرف كريدي سويس فيرست بوسطن Credit Suisse First Boston ويعرفها قراؤها أنها تقتصد في الكلام ولكنها تربط الأفكار ربطاً محكماً حتى ليخال القارئ أنه يقرأ شعراً بليغاً. في مقالتها هذه تقدم ستيفانسن واحدة من روائعها حول الاقتصاد المالي الأمريكي وحول التداخلات بين الميزانية العمومية الأمريكية وبعض التجارب المالية الأخرى. وقد نشرت تحليلاتها المالية قبل سنوات عدة في المجلة الأسبوعية Maroon Book الصادرة عن Donaldson, Lufkin & Jenrette، وحققت شهرة واسعة، لما تضمنته من معلومات جديرة بالدراسة، كذلك هذا الفصل.

كانت السياسة المالية الأمريكية خلال الأعوام الثلاثة الماضية ذات فائدة كبرى في تخفيف الصدمة الناشئة جراء الإنكماش الدوري للاقتصاد، ليس فقط في الولايات المتحدة نفسها بل وفي الاقتصاد العالمي أيضاً. وبسبب التكامل الاقتصادي المتصاعد بات للتغيرات الطارئة على سياسات بلد معين أثرها الكبير في النشاط الاقتصادي للبلدان الأخرى. وعلاوة على ذلك، يتسم الاقتصاد

الأمريكي بميل شديد نحو الاستهلاك والاستيراد، ناهيك عن المرونة التي تطبع سياسة هذا البلد، مما يؤكد مرة تلو الأخرى أن الولايات المتحدة هي المحرك الذي يحرك عجلة النمو العالمي.

قبل منتصف العام 2004، وحين كان النمو العالمي في أوجه، قريباً جداً من أعلى معدل حققه في ثلاثين عاماً، تزايدت الدعوات واستجمعت زخمها مطالبة بأن ينوس النواس المالي نحو المزيد من التقييد. لكن العودة إلى الانضباط المالي تبدو غير مؤكدة، كما يبدو أن ثمة تهيئة لسياسة مالية مضادة للدورة الاقتصادية، حسبما ما نشاهد من وجود الضمان الاجتماعي والإصلاح الضريبي على جدول الأعمال للسنوات القليلة القادمة - وهذا يعني سياسة مالية ذات توسع ساكن في ظل اقتصاد قد وصل (أو اقترب من الوصول) إلى توظيف كامل للعمال (انظر الشكل 4.1).



المصدر Datastream International، منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، كريدي سويس بوسطن

إن العودة إلى الانضباط المالي، وبرغم أننا بحاجة ماسة له في هذه المرحلة من دورة الأعمال، سوف تكون بطيئة في أكثر احتمالاتها، لا سيما وأن التدفقات

المتواصلة لرأس المال الأجنبي تلعب دوراً بالغ الأهمية في تمويل الاختلال في التوازن المالي وتعمل على إرجاء اتخاذ الخيارات الصعبة في السياسة.

سوف أتناول في هذا الفصل كيف يمكن للتغيرات الطارئة على ملامح الميزانية أن تؤثر في النمو الاقتصادي ليس فقط في الولايات المتحدة بل وفي العالم أيضاً. كما أناقش الوضع الراهن للسياسة المالية.

التغيرات في الملامح العامة للميزانية

لقد طرأ تغير كبير على الوضع المالي للولايات المتحدة خلال الأعوام الأربعة الماضية. ففي عام 2000 كان ثمة توقعات بحصول فائض في الميزانية خلال العقد القادم من السنين. لكن النقاط الإيجابية تحولت إلى نقاط سلبية قبل حلول العام 2002، ومالت كفة الميزان من فائض قدره 236 مليار دولار في عام 2000 نحو عجز بلغ 377 مليار دولار في عام 2003، أي بلغ مجموع التدهور المتراكم 613 مليار دولار. وهذا يعني في منظور الناتج المحلي الإجمالي 5.9 نقطة من النسبة المئوية (انظر الشكل 4.2).

من خلال تحليل هذا التدهور نجد أن 180 مليار دولار تعكس عوامل ذات صلة "بالدورة الاقتصادية"، أي التغيرات الطارئة على دورة الأعمال، وأن 420 مليار دولار تعكس عوامل "تشريعية / هيكلية"، أي التغيرات الطارئة على قانون الضرائب والإنفاق الإضافي المنفذ. ويعزى السبب في المبلغ 13 مليار دولار إلى توفيق وتعديلات "فنية". لكن الإيرادات هي التي كانت أكثر تضرراً حيث بلغ الهبوط فيها ما يعادل 75 بالمائة من إجمالي الانخفاضات في الميزانية. كما ارتفعت النفقات لتلك الفترة بمعدل 1.5 نقطة مئوية حيث مثلت 25 بالمائة من إجمالي التدهور في الميزانية.

الشكل 4.2 الميزانية، الإيرادات، النفقات (ونسبها المئوية من الناتج المحلي الإجمالي)

	2000	2003	التغير (%)	حصة التغير (%)
فاتص الميزانية (+) / عجز (-)	2.4	-3.5	-5.9	100
الإيرادات	20.9	16.5	-4.4	75
أفراد	10.3	7.3	-3	51
شركات	2.1	1.2	-0.9	15
النفقات	18.4	19.9	1.5	25
استنساوية	6.3	7.6	1.3	22
الدفاع	3	3.7	0.7	12
محلي	3.1	3.6	0.5	8
برامج مساعدات	9.8	10.9	1.1	19
الضمان الإجماعي	4.2	4.3	0.1	2
الرعاية الصحية	2.2	2.5	0.3	5
المعونات الطبية	1.2	1.5	0.3	5
دعم الدخل	1.4	1.8	0.4	7
القوائد	2.3	1.4	-0.9	-15

المصدر: وزارة الخزانة الأمريكية، CSFB

إنما هنالك ثلاثة عوامل تسبب ذلك التحول من الفائض إلى العجز يجدر بنا أن نسلط الأضواء عليها، من هذه العوامل واحد له علاقة بالدورة واثنان يتصلان بأمور تشريعية:

التطورات ذات الصلة بالدورة:

يتعلق العامل الأول بأثر ونتائج دورة الأعمال على الواردات من الضرائب وتنامي الإنفاق. فالركود الاقتصادي الحاصل عام 2001 والانتعاش دون المعدل الوسطي للعام 2002 ولدت انكماشاً في المقبوضات الإجمالية من الضرائب للسنة المالية 2001 والسنة المالية 2002. وكانت الشركات الأكثر تضرراً إبان فترة الركود التي شهدت ضعفاً في أرباح الشركات وبالتالي المقبوضات من الضرائب المفروضة على الشركات، وقد كان هذا العامل المؤثر الأكبر في انخفاض الإيرادات للسنة المالية 2001، وكذلك كان ضعف المقبوضات الضريبية من

الأفراد العامل الأكبر تقريباً في الهبوط الإجمالي في الإيرادات للسنتين التاليتين (السنة المالية 2002 و2003) وذلك للأسباب التالية:

- انعدام المكاسب الرأسمالية - خسائر أسواق الأوراق المالية عام 2001 المتحققة على العائدات الضريبية في نيسان/أبريل 2002 و 2003 دفعت نحو الانخفاض في ضرائب الدخل غير المقتطعة.
- أضعف انتعاش يشهده سوق العمل منذ الحرب العالمية الثانية كان سبباً في تزايد ضعف ضرائب الدخل المقتطعة.

كما أن الإنفاق تأثر أيضاً بالدورة الاقتصادية، وبخاصة ذلك الإنفاق المتزايد على شكل مساعدات مالية للعاطلين عن العمل. ولكن حين انخفضت أسعار الفائدة أمكن إيجاد تسوية ولو جزئية لهذا الإنفاق المتزايد من خلال التكاليف المنخفضة لخدمة الدين.

التغييرات التشريعية:

كانت التغييرات التشريعية المعمول بها خلال الأعوام الثلاثة الماضية العامل الأكثر أهمية في حصول هذا التحول من فائض في الميزانية إلى عجز. وبداية نقول إن السنة المالية 2002 ابتدأت بعد انقضاء أسابيع معدودة على أحداث الحادي عشر من أيلول/سبتمبر، فارتفعت النفقات الدفاعية ارتفاعاً حاداً مع ابتداء الحرب على الإرهاب. وتمويل الحرب يعني التخلي، ولو مؤقتاً، عن أية آلية لاحتواء الإنفاق والجهود الهادفة إلى البت في قضايا طويلة الأجل مثل تمويل الضمان الاجتماعي. ارتفع الإنفاق الدفاعي من 3 بالمائة إلى 7ر3 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي في السنوات المالية 2000 وحتى 2003، وكما ارتفع الإنفاق الاستثنائي غير الدفاعي أيضاً بنسبة لا تقل كثيراً عن الإنفاق الدفاعي، إذ بلغت 6ر0 بالمائة.

بعد ذلك، صدرت ثلاثة تشريعات بخصوص رزم تخفيض ضريبي لعشر سنين، هي: رزمة تخفيض ضريبي بمبلغ إجمالي قدره 1ر348 ترليون دولار صدرت عام 2001، تضمنت حسوماً ضريبية لصالح العائلات قدرها 40 مليار دولار. ثم صدر قانون خلق فرص العمل ومساعدة العمال عام 2002 بكلفة 42 مليار دولار، وفي عام 2003 صدر قانون التسوية والتوفيق في الإعانة الضريبية بين فرص العمل والنمو بكلفة 350 مليار دولار. يتضمن هذا القانون الأخير إجراءات تهدف إلى تسريع التخفيضات الضريبية التي يقتضيها القانون الصادر عام 2001 (بتكلفة تقدر بـ 171 مليار دولار على مدى عشرة أعوام)، إضافة إلى تقديم حوافز للشركات مثل الحوافز الأكثر سخاءاً بخصوص خفض القيمة (بتكلفة تقدر بـ 10 مليار دولار على مدى عشرة أعوام)، وكذلك تخفيضات في الضرائب على مكاسب رؤوس الأموال وأرباح الأسهم (بتكلفة تقدر بـ 148 مليار دولار على مدى عشرة أعوام).

الميزانية الدورية مقابل ميزانية هيكلية:

من المتوقع أن يتزايد عجز الميزانية. فقد ارتفع هذا العجز حتى سجل 413 مليار دولار عام 2004 بينما كان 377 مليار دولار في العام 2003. إنما كان للانتعاش الاقتصادي أثره في خفض العجز الدوري بشكل ملحوظ، من 90 مليار دولار عام 2003 إلى نحو 35 مليار دولار في عام 2004. لذلك فإن كتلة اختلال التوازن هي الآن هيكلية. طبقاً لحسابات مكتب الميزانية في الكونغرس للعجز الحاصل عام 2003 فإن العجز الهيكلية يبلغ 310 مليار دولار (أخذاً بنظر الاعتبار الميزانية الدورية والتعديلات الفنية) وهو أعلى عجز هيكلية على الإطلاق، وأعلى من ذروته السابقة البالغة 211 مليار دولار التي وصل إليها عام 1986. أما العجز الهيكلية لعام 2004 فقد وصل إلى الرقم 330 مليار دولار. لكن هذا الرقم أقل إيلاماً من سابقه كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي المحتمل، حيث

سجل العجز الهيكلي عام 2003 نسبة 2ر8 بالمائة، وحافظ على موقعه هذا في عام 2004، إنما كان أقل كثيراً من نسبة 4ر8 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي لعام 1986. بعد هذا التوضيح يمكن القول أن الدينامية واضحة بجلاء، أي أن النمو الاقتصادي لن يكون كافياً لإجراء أي تصحيح مفيد لعجز الميزانية، ذلك أن الأمر يقتضي بالضرورة إجراءات تشريعية على شكل زيادة في الضرائب أو تخفيض في الإنفاق. فإن لم تتخذ أية إجراءات تشريعية وبافتراض النمو الاقتصادي الثابت خلال ما تبقى من سني العقد الحالي، فإن الميزانية الإجمالية (الهيكلية والدورية) سوف تواصل تسجيلها لعجز من مرتبة 3ر5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي (انظر الشكل 4.3).

نتائج ذلك على الاقتصاد (*):

كان للحافز المالي المضاد للدورة الاقتصادية الذي اتخذته الولايات المتحدة نتائج الملموسة على الاقتصاد الأمريكي. ففي العامين 2002 و2003 شكل الإنفاق الدفاعي وغير الدفاعي ثقلًا كبيراً على الناتج المحلي الإجمالي (انظر الشكلين 4.4 و 5.4)، وانخفض العبء الضريبي الكلي انخفاضاً كبيراً، وفي الوقت نفسه أسهم العمل على إعادة التوازن للهيكلية المالية في الولايات المتحدة لصالح خزينة أكثر أمناً وهيكلية خاصة للمطالب ذات فعالية مالية أدنى بأن جعلت الميزانية العمومية للشركات تستعيد عافيتها.

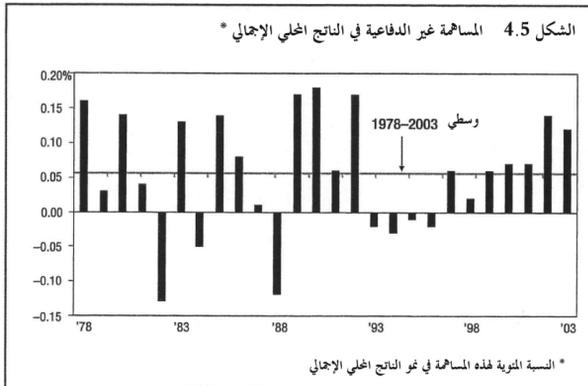
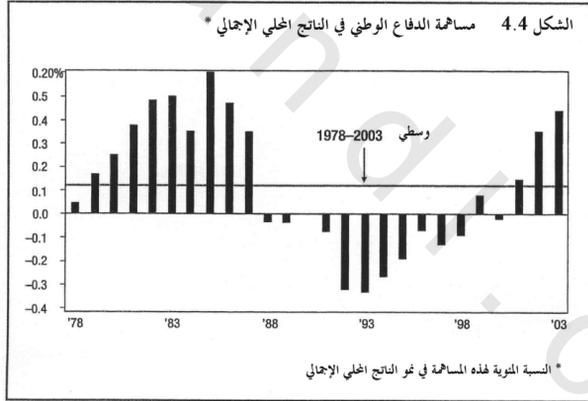
من جهة أخرى تشير المعطيات أن مدفوعات ضرائب الشركات ومدفوعات الضرائب الشخصية مجتمعة (بما في ذلك الضرائب على الرواتب والضرائب المحلية في الولايات) قد سجلت 17ر6 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي الإسمي

(*) اعتمدت في بحث النتائج على الاقتصاد وتحديدًا فيما يتعلق بقطاع الشركات والقطاع المنزلي على تحليلات CSFB لوزارة الاقتصاد الأمريكية المنشورة في CSFB بمجلة US .Economic Digest

للربع الثالث من عام 2003، وهو أدنى معدل له فيما يقرب من ثلاثين عاماً، وأدنى بخمس نقاط مئوية من ذروة ما وصل إليه في الربع الأول من عام 2000 (انظر الشكل 4.6).



المصدر: وزارة الخزانة الأمريكية CSFB



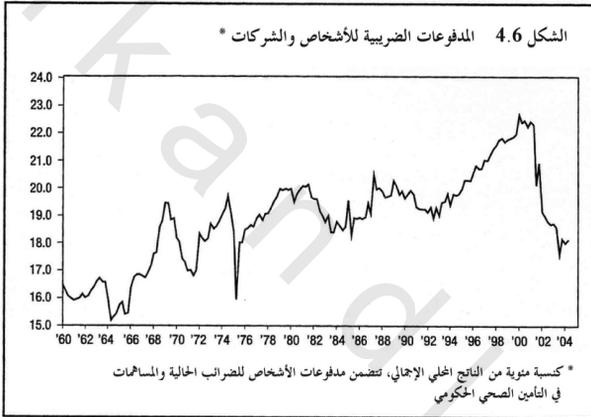
المصدر: BEA و CSFB

تعزى بعض أسباب انخفاض حصة الضريبة خلال السنوات القليلة الماضية إلى الهبوط الحاد في الضرائب على المكتسبات الرأسمالية خلال فترة الركود الذي أصاب سوق الأوراق المالية، وهذا ما أثر سلباً على التراكم الكبير لضرائب المكتسبات الرأسمالية خلال سوق المضاربات في أواخر التسعينيات. كما أن النمو في الإيرادات الضريبية تباطأ أيضاً بسبب انخفاض أعداد الأفراد الذين يدفعون الضرائب (أي ارتفاع البطالة) والهبوط المتسارع في أرباح الشركات خلال تلك الفترة للركود. أما الأسباب الأخرى لهذا الانخفاض - وبخاصة خلال العام 2003 - فتعود إلى التخفيضات الضريبية لقطاعي المنازل والشركات. لكن ارتفاعاً طفيفاً قد حصل منذ ذلك التاريخ انعكس في ازدياد المدفوعات من الضرائب التي ارتبطت بالانتعاش الاقتصادي لكن دخل الفرد بعد حسم الضريبة استأثرت بالقسم الأكبر من الدخل القومي على حد سواء (انظر الشكل 7.4). ففي مطلع العام 2004 كانت حصة كل من الدخل الفردي بعد حسم الضريبة وأرباح الشركات بعد حسم الضريبة مجتمعة من الدخل القومي في أعلى معدلاتها على الإطلاق. لكن كلاً منهما يسير باتجاه معاكس للآخر مع الزمن حيث أن ارتفاع أرباح الشركات عادة يكون على حساب العمالة ولو جزئياً على الأقل، والعكس صحيح.

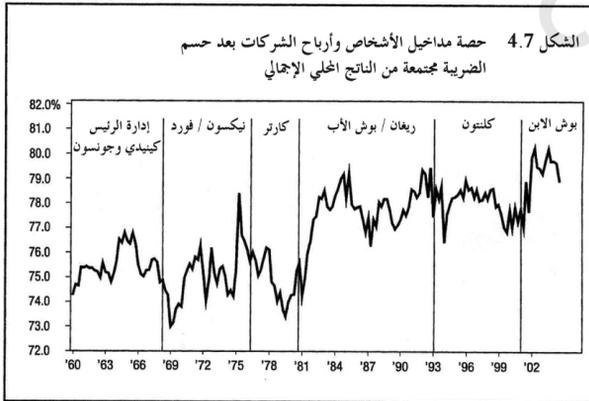
أثر ذلك على القطاع المنزلي:

وكما يتضح مما تقدم فإن التخفيضات الضريبية، وليس قوة أسواق العمالة، هي السبب في ارتفاع حجم المداخل الشخصية القابلة للتصرف بعد حسم الضريبة خلال السنوات القليلة المنصرمة. فقد سجل الدخل الحقيقي من الرواتب والأجور - وهو الدخل الشخصي المتولد عن فرص العمل والأجور وساعات العمل - ارتفاعاً قدره 17 بالمائة منذ مطلع العام 2001. كما سجل الدخل الحقيقي القابل للتصرف بعد اقتطاع الضريبة، أي متضمناً أثر التخفيض

الضريبي وغيرها من التخفيضات، ارتفاعاً قدره 9ر6 بالمائة للفترة نفسها (انظر الشكل 8.4). وهذا يعني بعبارة أخرى أنه في الفترة الواقعة بين مطلع 2001 ومطلع 2004 حقق الدخل بعد حسم الضريبة نمواً تجاوز نمو الدخل قبل حسم الضريبة، وهذا بدوره يعني زيادة مالية إيجابية في دخل الأسرة. واعتباراً من شهر نيسان/أبريل 2004 بدأت المداخيل قبل حسم الضريبة تنمو بسرعة أكبر قليلاً من المداخيل بعد حسم الضريبة، في إشارة إلى عدم وجود حافز مالي جديد للقطاع المنزلي (انظر الشكل 4.9).



المصدر: BEA و CSFB



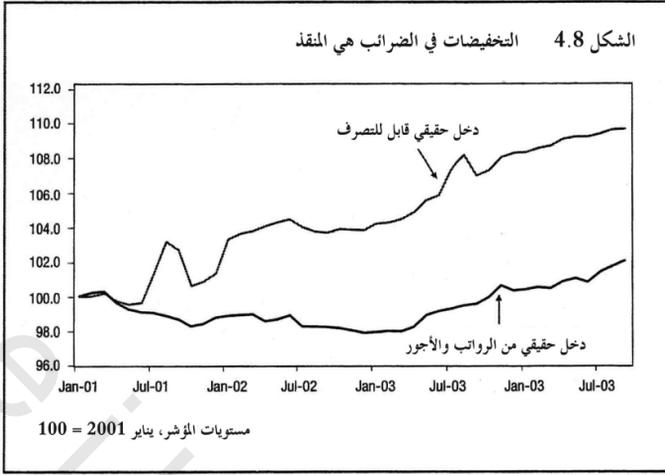
المصدر: BEA و CSFB

إن غياب الحافز المالي يضع مسؤولية نمو التدفقات النقدية في القطاع المنزلي - وبالتالي النفقات الاستهلاكية - على كاهل الانتعاش الذي شهدته الأجور وفرص العمل وعلى كاهل مصرف الاحتياطي الفدرالي الذي اتبع سياسة نقدية تقضي بسحب الحافز النقدي، إنما بصورة تدريجية فقط. وإذا أريد التعبير عن ذلك بمصطلحات معدلات النمو فإن التنبؤات المركزية لـ CSFB تفترض أن المداخيل الشخصية الحقيقية القابلة للتصرف سوف تزداد بمعدل 3 - 5% بالمائة في عام 2005. والنواحي الإيجابية لهذه التوقعات حصول تسارع أقوى من المتوقع في ازدياد فرص العمل وانخفاض أشد من المتوقع في أسعار النفط.

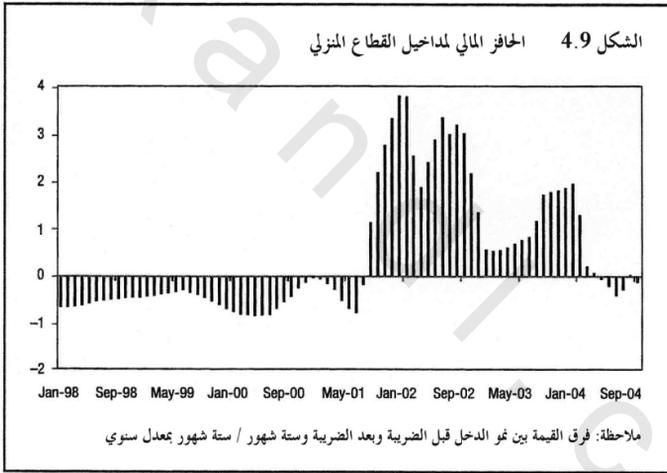
والأثر على قطاع الشركات:

لعب انخفاض العبء الضريبي على الشركات الذي اتخذ شكل "تعويض" عن انخفاض القيمة دوراً كبير الأهمية إلى جانب المكتسبات السريعة في نمو الإنتاجية وفي انتعاش أرباح الشركات. وبحسب تقديرات CSFB، على سبيل المثال، سجل مستوى أرباح الشركات بعد الضريبة ارتفاعاً في الربع الثالث من عام 2003 قدره 49 مليار دولار فوق ما هو متوقع أن يكون لو لم يوجد برنامج للضرائب.

لذلك لعبت هذه الثروة غير المتوقعة جراء الضرائب المفروضة على الشركات دوراً بالغ الأهمية في سد "الفجوة التمويلية" لقطاع الشركات. فالفجوة المالية هي نسبة الإنفاق الرأسمالي إلى التدفق النقدي (بعد حسم الضريبة) المتولد داخلياً. والارتفاع السريع في هذه النسبة الحاصل في أواخر عقد التسعينيات هو السبب في ازدياد الإنفاق الرأسمالي. لكن هذه الفجوة المالية انخفضت كثيراً اعتباراً من عام 2004 حتى صارت دون المعدل الوسطي على مدى طويل. أما حالياً فإن التدفق النقدي بعد الضريبة يفوق النفقات الرأسمالية - وهي إشارة إيجابية للإنفاق الرأسمالي.

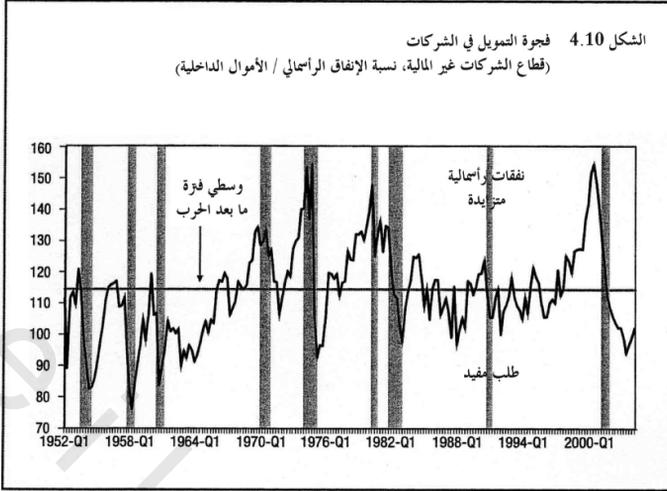


المصدر: BEA وCSFB



المصدر: BEA وCSFB

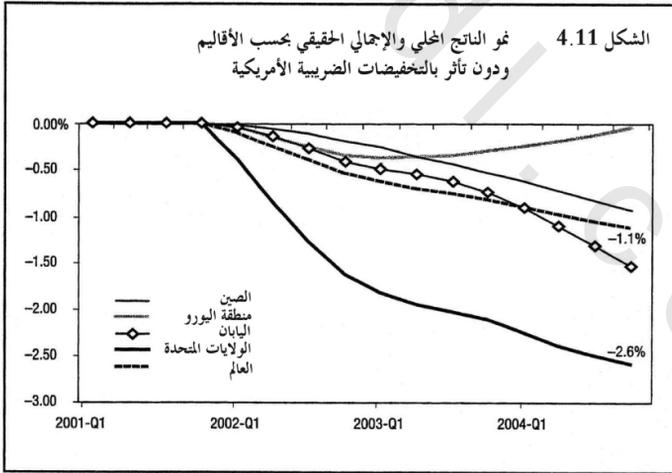
وخلاصة القول، إن سندات الخزينة الأمريكية، ومن خلال التخفيضات الضريبية، قدمت القناة لقطاع الشركات لكي تزيد من تدفق النقدية بعد الضريبة (انظر الشكل 4.10) دون إصدار سندات الدين. وفي هذا الصدد، يمكن القول إن الارتفاع المكافئ في عرض سندات الخزينة إذا أضيف له عرض دين الشركات الذي هو أقل (من خلفه) قد كان على الأرجح عاملاً أسهم في خفض فرق القيمة بين سندات الشركات وسندات الخزينة خلال الفترة 2003 - 2004.



الأثر على الاقتصاد العالمي:

لقد كان للسياسة المالية الأمريكية المضادة لدورة الأعمال أثرها المشجع على النمو العالمي ناهيك عن دعمها لعملية النمو داخل الولايات المتحدة، وهذا ما كان من شأنه التأكيد على الآليات القوية لانتقال السياسات نحو الاقتصاد العالمي. فمناذج الاقتصاديات الكبرى، مثل نموذج المعهد القومي للاقتصاد القياسي العالمي في المملكة المتحدة NIGEM، تعطي حجماً كبيراً جداً لآثار الحافز الأمريكي متعدد السنوات على الاقتصاد العالمي. لكن هذه النتائج يجب أن تستخدم بشيء من الحذر، لا سيما وأن عيوب مثل هذه النماذج معروفة جيداً، إلا أنها برغم ذلك تشير الاهتمام. وبافتراض استقرار أسعار الصرف الاسمية الثابتة، فإن آثار رزم التخفيضات الضريبية على الاقتصاد الأمريكي تقدر بأثر تراكمي قدره 1ر2 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي للفترة ما بين مطلع عام 2002 ونهاية عام 2003، و 6ر2 بالمائة إذا امتدت هذه الآثار على النحو ذاته لعام 2004. أو بعبارة أخرى، يقدر الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأنه ازداد بفعل أثر التخفيضات الضريبية بمقدار 6ر2 بالمائة عما يمكن أن يزداد بدون هذه

التخفيضات (انظر الشكل 4.11). غير أن هذا النموذج يعطي تقديرات للنمو العالمي تشير إلى أن هذا النمو إن لم تحدث تخفيضات ضريبية في الولايات المتحدة قد يكون دون 1 بالمائة. لكن آثار الانتقال هذه كانت أشد قوة في النمو الآسيوي منها في النمو الأوروبي. لا سيما وأن مستوردات الولايات المتحدة من الصين واليابان أكثر قليلاً من مستورداتها من دول الاتحاد الأوروبي مجتمعة، إلا أن صادراتها إلى الاتحاد الأوروبي تعادل ما تصدره إلى اليابان والصين. فاليابان يمكن أن تسجل تباطؤاً تراكمياً في النمو بمقدار 0.8 بالمائة في الربع الرابع من عام 2003 و 1.5 بالمائة مع حلول نهاية العام 2004 لو أن التخفيضات الضريبية لم تحدث، بينما قد يكون تباطؤ النمو في الصين بمعدل 0.5 بالمائة و0.9 بالمائة لهاتين الفترتين على التوالي. لهذا فإن أثر تلك التخفيضات الضريبية في منطقة اليورو أقل من ذلك بشكل ملحوظ حيث سجل 0.3 بالمائة في الربع الرابع من عام 2003، وتقريباً لا أثر ألبتة في نهاية عام 2004.



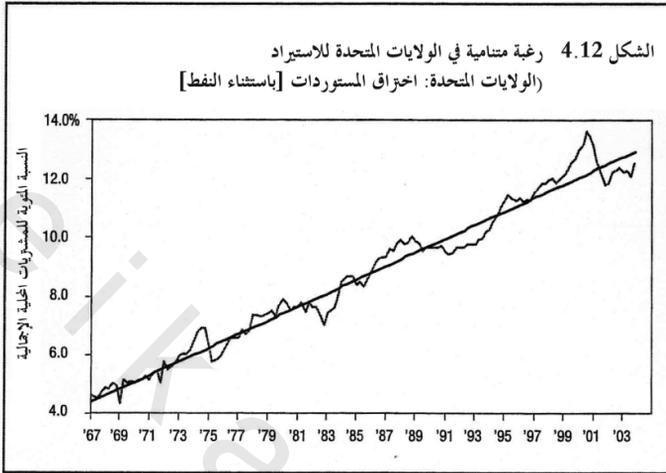
المصدر: BEA وCSFB

إن النزوع القوي للاستهلاك مضافاً إليه ميل شديد نحو الاستيراد يجعلان الولايات المتحدة "مقترض الملاذ الأخير" للنمو العالمي (انظر الشكل 12.4). فكان

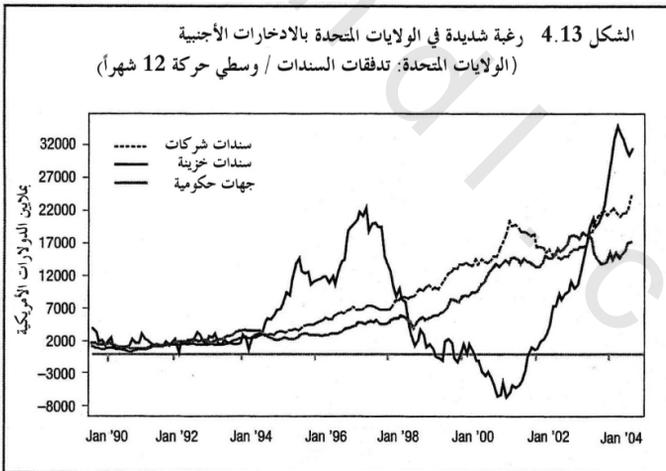
من نتيجة ذلك ظهور شهوة عارمة للمدخرات العالمية. تشير تقديرات صندوق النقد الدولي ان الولايات المتحدة امتصت 74ر2 بالمائة من رأس المال العالمي في العام 2003 - وقد تواصل هذا النهج في العام 2004 - ومن المرجح أن يستمر طالما بقيت توقعات المستثمرين بأن عائد راس المال في أمريكا افضل منه في أي مكان آخر في العالم (انظر الشكل 13.4). كانت اليابان أكبر مصدر لرأس المال في العام 2003، بمعدل اقترب من 21 بالمائة من العرض العالمي في حين سجلت فرنسا وألمانيا متجمعتين معدلاً قدره 13ر5 بالمائة.

لكن الوجه الآخر لهذا السخاء المالي الأمريكي يتمثل بسياسات مالية أكثر تقييداً في باقي دول العالم. فالسياسة المالية بمنطقة اليورو محكومة بأهداف اتفاقية الاستقرار التي تنص على ألا يتجاوز العجز نسبة 3 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي والديون 60 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي. ولكن اعتباراً من مطلع العام 2003 اتخذت السياسة المالية لمنطقة اليورو منحى أقل تقييداً برغم تلك الفجوة السلبية في الناتج إنما تبين أن تحقيق أهداف اتفاقية الاستقرار ليس بالأمر اليسير (انظر الشكل 4.14)، وسادت التباينات بين الأقاليم في تلك المنطقة. وعلى سبيل المثال، اعتمدت فرنسا سياسة مالية مضادة للدورة الاقتصادية، بينما اتخذت ألمانيا إجراءات تقييدية وسجلت انخفاضاً في العجز بتحريض دوري. وتبنت إيطاليا إجراءات معينة بينما حافظت اسبانيا على ميزانيتها المتوازنة. في حين بنت الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي توقعاتها للفترة 2005 - 2007 بأن تعمل مجتمعة لتخفيض العجز بمعدل 0ر5 بالمائة سنوياً، وذلك من خلال ضغط الإنفاق. لكن هذا التحسن قد يعجز عن تخفيض العجز في حال كون نمو الناتج المحلي الإجمالي أقل من خط الأساس له. من هذا المنطلق يمكن القول إن إصلاحات هيكلية قد اعتمدت بحيث يكون التركيز فيها على استدامة أنظمة الضمان الاجتماعي في جميع أنحاء أوروبا (وبخاصة

إصلاح نظام التقاعد والرعاية الصحية) وذلك في أعقاب الإجراءات الإصلاحية المستمرة في أسواق العمل الأوروبية.



المصدر: Datastream و CSFB



المصدر: وزارة الخزانة الأمريكية، CSFB

أما في آسيا، فقد طبق الدمج والتوحيد المالي أيضاً في العام 2004. ففي اليابان يعد التقعيد المالي جزءاً من برنامج الحكومة للإصلاح الهيكلي الرئيس والحكومة سوف تعقل التنامي في الإنفاق في عام 2004، لا سيما وأن نسبة

الإنفاق العام قد ارتفعت بمقدار 0ر1 بالمائة للعام. وسوف تنخفض الأشغال العامة للسنة الرابعة على التوالي، بينما تنخفض المنح للحكومات المحلية بمعدل 5ر2 بالمائة للعام. ومن المتوقع أن تبقى إيرادات الضرائب على وضعها المتباطئ، عاكسة بذلك التخفيضات الضريبية والضعف الاقتصادي للعقد المنصرم. فالمستوى قريب جداً من معدله المتدني كما كان في السنة المالية 1986 (فترة ما قبل فقاعة الهواء). لذلك فمن المحتمل أن تكون نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي عند معدلها 7ر2 بالمائة لعام 2004 برغم الجهود التقيدية وبيئة نمو اقتصادي أفضل نسبياً.

لكن السياسة المالية لدول جنوب شرق آسيا سوف تكون محايدة على الأرجح أو سوف تكون أكثر تقييداً للعام 2005. ففي ماليزيا، وإلى حد ما في أندونيسيا وسنغافورة، سوف تنخفض نسبة العجز المالي من الناتج المحلي الإجمالي إلى درجة أنه سوف يوّد موقفاً تقييدياً في السياسة المالية. ومن المتوقع أن يتقلص العجز في هذه البلدان بخطوات أكثر سرعة في العام 2005. تايلاند، مثلاً، رفعت وتيرة الإنفاق في عام 2004 لكي تحافظ على قوة مالية محايدة، لكنها قد تتحول إلى سياسة أكثر تقييداً في العام 2005 حيث تسعى إلى سد الفجوة في الإنتاج فيما بعد. أما حكومة الفيلبين فقد وضعت خطة لوضع مالي أكثر إحكاماً من حيث كونه حصة من الناتج المحلي الإجمالي للعامين 2004 و 2005. ومن المتوقع أن تكون الهند قادرة على إدارة التحسن التدريجي في عجزها المالي، إنما بسرعة حذرة للحيلولة دون حدوث أية قوة دافعة سلبية قد يكون لها أثر ما.

وأخيراً، لا بد من القول إن الموقف المالي للصين قد تحول نحو وضع أكثر تقييداً قليلاً عما كان عليه عام 2003، وقد يستمر حتى نهاية العام 2005. فالاستراتيجية المتبعة تقضي بأن تضع الحكومة سياستها المالية في وضع

"التأهب" وفي الوقت نفسه تعمد إلى تقييد سياستها النقدية. فإن تحرك الاقتصاد نحو التباطؤ بخطى سريعة، تأتي السياسة المالية لإنقاذ الوضع، إنما يبقى الطابع العام يميل نحو التقييد. ومن المحتمل أن تكون هونغ كونغ وتايوان في وضع محايد، بينما يتوقع أن تشهد كوريا الجنوبية نمواً أكبر وأن تستخدم سياستها المالية لدعم هذا النمو.

وضعية السياسة المالية:

بما أن باقي دول العالم تهدف إلى تحقيق درجة معينة من التوحيد والاندماج المالي، فمن الواضح بجلاء أنه كلما طال أمد مساعدة السياسة الأمريكية يطول أمد استدامة النمو العالمي. لكن الخطر الكامن في هكذا وضع أن تواصل الولايات المتحدة عملياتها في الإنفاق والإقتراض. فهذا الأمر لا يدل على وضع مستقر، وستكون عواقبه مكلفة جداً من حيث انخفاض الدخل القومي مستقبلاً والمرونة المستقبلية في السياسة المالية. ولدينا في ذلك سوابق في التاريخ. ففي الفترة الواقعة بين عامي 1980 و 1993 ارتفعت مديونية الحكومة الأمريكية لجمهور العامة من 26 بالمائة إلى ما يقرب من 50 بالمائة كحصة من الناتج المحلي الإجمالي. ثم انخفضت بعد ذلك إلى 33 بالمائة مع حلول السنة المالية 2001، والفضل في ذلك يعود إلى الفائض المتحقق في أواخر التسعينيات، ومستفيدة من التقييد بالإنفاق عام 1990 (عهد الرئيس بوش الأب) وفي عام 1993 (عهد الرئيس كلنتون) والاندفاع الكبير في أسواق الأوراق المالية نحو تحقيق هذا الفائض. لكن من المتوقع ألا يستمر هذا النمط على حاله في زمن الحرب، ولو مؤقتاً على الأقل، حيث تكمن المخاطر في التزايد المتسارع على المدى المتوسط والطويل لنسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. أما إذا ظلت أسعار الفائدة منخفضة فإن مبالغ فائدة الدين سوف تتباطأ في ارتفاعها. إنما ينبغي للسياسة المالية أن تهدف على المدى المتوسط إلى ضبط وتنظيم عملية الانتقال من سياسة مالية لينة جداً إلى سياسة تمتاز بالاستقرار وتهدف إلى الحفاظ

على نسبة ثابتة للعجز مقابل الناتج المحلي الإجمالي، وحتى حينئذ، لن تتحقق استدامة الدين (لدى الجمهور العام) - أي تلك السياسة التي تهدف إلى استقرار، أو خفض، النسبة بين المديونية والناتج المحلي الإجمالي، فإن وصلت نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى 3ر5 بالمائة في عام 2005 و بقيت مستقرة للأعوام المتبقية من هذا العقد فإن نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي ستظل ترتفع من وضعها الحالي 36ر1 بالمائة إلى 46ر5 بالمائة في العام 2012. ولكي تبقى نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي مستقرة، أي ضمن مجال 37 - 38 بالمائة، فإن نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي يجب أن تنخفض إلى مجال 2 - 3 بالمائة، وهذا يعني تخفيضاً حاداً في عجز الميزانية بحدود 100 مليار دولار على فترة تتراوح بين السنة والسنة ونصف.

لكن تخفيض العجز بهذا القدر يقتضي اتخاذ خيارات صعبة في السياسة كما يتضمن مخاطر حصول تباطؤ اقتصادي غير مطلوب. بيد أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وقدرة الولايات المتحدة على جذب رأس المال الأجنبي لتمويل ذلك الاختلال في الميزان المالي يساعدان على إرجاء اتخاذ تلك الخيارات، ذلك أن الانخفاض في المدخرات المحلية تعوض جزئياً الادخارات الخارجية.

الدين	الميزان الحكومي العام					الميزان الفعلي					الميزان الحكومي في منطقة اليورو				
	2002	2003	2004E	2005E	2002	2003	2004E	2005E	2002	2003	2004E	2005E	2003		
(% من الناتج المحلي الإجمالي)															
% GDP	2002	2003	2004E	2005E	2002	2003	2004E	2005E	2002	2003	2004E	2005E	2003		
البنما	-0.2	-1.1	-1.1	-1.5	-0.2	-0.8	-0.8	-1.3	-0.6	-0.6	0.0	-0.5	65		
بلجيكا	0.1	0.4	-0.3	-0.2	0.0	0.1	-0.5	-0.5	0.5	0.1	-0.6	-0.1	101		
فيلندا	4.3	2.3	2.5	2.5	3.8	2.3	2.5	2.6	0.6	-1.5	0.3	0.0	45		
فرنسا	-3.2	-4.1	-3.6	-3.0	-3.7	-3.9	-3.6	-3.4	-1.1	-0.2	0.3	0.2	63		
ألمانيا	-3.7	-3.8	-3.7	-3.3	-3.4	-2.6	-2.5	-2.0	-0.3	0.8	0.1	0.5	64		
اليونان	-3.7	-4.6	-5.3	-3.9	-1.5	-1.3	-2.3	-0.9	0.5	0.2	-1.0	1.4	109		
إيرلندا	-0.2	0.1	0.0	0.0	-1.9	-0.3	-0.4	-0.3	-0.9	1.6	-0.2	0.1	32		
إيطاليا	-2.3	-2.4	-2.9	-3.0	-2.3	-2.1	-1.8	-1.8	0.5	0.2	0.4	0.0	106		
هولندا	-1.9	-3.2	-3.0	-2.7	-2.1	-1.5	-0.8	-0.2	0.0	0.6	0.7	0.6	55		
البرتغال	-2.7	-2.8	-2.9	-3.0	-2.7	-1.5	-1.4	-1.4	1.1	1.2	0.1	0.0	59		
إسبانيا	-0.1	0.4	-0.7	0.0	-0.2	0.3	0.0	-0.2	0.4	0.5	-0.3	-0.2	51		
12 دول الاتحاد الأوروبي	-2.4	-2.7	-2.8	-2.6	-2.4	-2.4	-2.4	-2.1	0.0	0.0	0.0	0.2	70		
الملكة المتحدة	-1.7	-3.3	-2.9	-2.7	-1.4	-2.7	-2.6	-2.5	-1.8	-1.3	0.2	0.0	40		
الولايات المتحدة	-3.4	-4.6	-4.9	-4.3	-2.7	-3.2	-4.0	-3.7	-1.6	-0.5	-0.8	0.3	63		
اليابان	-7.4	-7.7	-7.2	-5.9	-6.3	-7.5	-7.0	-6.0	-6.3	-0.5	0.5	1.0	155		

لكن السؤال الذي يطرح نفسه، ما مدى استقرار هذه التدفقات؟ من الملاحظ أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تتوزع في نوعين، هما: استثمارات أجنبية مباشرة، وهي الشكل الأكثر استقراراً للتمويل عموماً الموجه نحو استثمارات طويلة الأمد في الأصول المنتجة، والنوع الثاني هو تدفقات حقائق الاستثمار نحو الأسهم والسندات، وهي عادة الشكل الأكثر تقلباً في تمويل انعدام المدخرات في بلد ما. والملاحظ أن هذا النوع من التدفقات هو المهيمن على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الولايات المتحدة، ويعكس توجهين رئيسيين. التوجه الأول هو التدفقات القادمة من آسيا والمرتبطة بنموذج النمو الاقتصادي الذي تقوده الصادرات. وهي تعكس التدفقات الخارجية، لهذا يبدو نموذج النمو راسخاً ومتميناً، يضمن تدفق رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة حتى إن تغير نظام العملة بالصين. وما يضيف إلى هذه الدينامية مداخلات سعر الصرف، ذلك أن هذه المداخلات تحول دون ارتفاع قيمة العملة المحلية مقابل الدولار (وذلك بغية ضمان استمرار التصدير إلى الولايات المتحدة)، وهذا يعني شراء الدولار وإعادة استثماره في سندات الخزينة. فاليابان، مثلاً، تدخلت بقوة في بورصة القمع الأجنبي عام 2003، وهذا ما أضاف الشيء الكثير إلى حيازتها من سندات الخزينة التي كانت أصلاً كبيرة الحجم.

أما التوجه الثاني فهو تلك التدفقات القادمة من أوروبا والتي تسعى للحصول على عائد وديمومة في السوق الأمريكي الأكثر تنوعاً والأكثر سيولة، وهي تعكس التغييرات الطارئة على قوانين التقاعد في أوروبا (التي جعلت الشركات الأوروبية تخفض استثماراتها في الأسهم وتقارن مطالبها مقابل استثمارات ذات دخل ثابت) وعلى طلبات شركات التأمين. وطالما أن المستثمرين الأجانب يتوقعون عائداً على رؤوس أموالهم يكون في الولايات المتحدة أكبر منه في أي مكان آخر، فسوف تستمر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى هناك

وهذا بدوره يزود الولايات المتحدة بمرونة في السياسة تفوق أي وضع آخر، أو قد لا يكون حافظاً لارتفاع معدلات الادخار المحلي. غير أن انخفاض قيمة الدولار خلال العام الفائت تذكرنا أن المستثمرين الأجانب يطلبون وبصورة متزايدة امتيازاً في الأسعار مقابل مشترياتهم من الأصول والأرصدة الأمريكية.

الخلاصة:

لا ريب أن الوضع المالي في الولايات المتحدة قد تأرجح كثيراً بين عام 2001 وعام 2004، وأن التغييرات التشريعية المعتمدة في هذه الفترة هي العامل الأهم الذي أسهم في إحداث تحويل من فائض إلى عجز في الميزانية. إن تكاليف تلك الرزم من التشريعات الخاصة بتخفيض الضرائب التي طبقت في هذه الأعوام الثلاثة كبيرة جداً على مدى عشرة أعوام، حيث أنها تقدر بـ 174 تريليون دولار. ومع ذلك، وهذا هو الأهم، كان دور السياسة المالية الأمريكية طوال السنوات الأربع الماضية عظيم الأثر إذ شكلت هذه السياسة مصداً واقياً من الانكماش الاقتصادي الدوري، ليس فقط في الولايات المتحدة، بل وفي الاقتصاد العالمي أيضاً. ومن خلال العولة وبالتالي تزايد التكامل والاندماج الاقتصادي، يصبح للتغيرات في سياسات الولايات المتحدة أثر كبير في النشاط الاقتصادي في البلدان الأخرى، ويتوطد دور الولايات المتحدة كمحرك يقود حركة النمو العالمي. وحيث أنها كذلك، فإن النزوع الشديد لديها نحو الاستهلاك والاستيراد يجعل من هذا البلد "المقترض المالي المثالي في الملاذ الأخير" لصالح النمو العالمي. لقد وُلد هذا الوضع رغبة عارمة في المدخرات العالمية. ولكن بما أن النمو العالمي قد اقترب من أعلى معدلاته في ثلاثين عاماً، ينبغي على السياسة المالية أن تهدف إلى تنظيم وضبط إيقاع الانتقال من سياسة مالية لينة جداً إلى سياسة تتميز بالاستقرار على الأقل.