

جایگزینی سیاست مالی به جای سیاست پولی برای خروج از تله رشد پایین اقتصادی کشورهای توسعه یافته

سازمان همکاری اقتصادی و توسعه در گزارشی در اواخر نوامبر ۲۰۱۶ اعلام کرده که دیگر استفاده از سیاست پولی در شرایط کنونی برای کشورهای عضو این سازمان کارساز نخواهد بود و به کارگیری سیاست مالی را برای خروج از تله رشد پایین اقتصادی کشورهای عضو توصیه می‌کند. همچنین تأکید سازمان مذکور بر این است که اعمال اصلاحات ساختاری همزمان با سیاست مالی اثر دوجندانی بر رشد اقتصادی خواهد داشت.

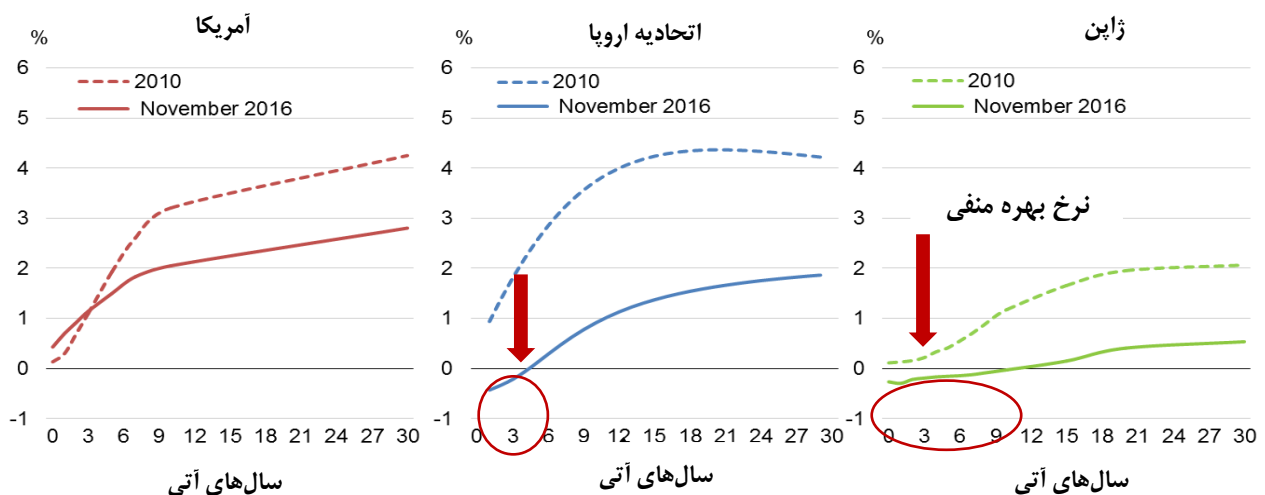
بعد از گذشت حدود یک دهه از وقوع بحران مالی، اقتصاد جهانی در دام رشد پایین همراه با تضعیف سرمایه‌گذاری، تجارت، بهره‌وری و رشد دستمزد و افزایش نابرابری در برخی کشورها باقی مانده است. استفاده بیش از حد از سیاست پولی موجب افزایش ریسک و اختلالات مالی شده است و به توصیه سازمان همکاری اقتصادی و توسعه به منظور تقویت رشد در کوتاه مدت و بهبود چشم انداز بلندمدت برای ایجاد رشد فراگیر در کنار اصلاحات ساختاری، نیاز به یک سیاست مالی قوی وجود دارد.

با این حال، در شرایطی که بدهی عمومی در اکثر کشورهای عضو سازمان توسعه و همکاری اقتصادی به سطح بالایی رسیده؛ ارزیابی وسعت فضای مالی کشورها و توانایی آن‌ها برای اجرای سیاست مالی بسیار حائز اهمیت است. در چند سال گذشته، سیاست مالی بیشتر بر روی تعادل بودجه عمومی تمرکز داشته و کمتر به پیامدهای این سیاست بر رشد پرداخته شده است. نتیجه این تمرکز منجر به بالا رفتن نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در کوتاه مدت از طریق کمبود سرمایه‌گذاری، سرمایه انسانی و بهره‌وری شده است. از این رو نیاز به یک تجدید نظر در ارزیابی سیاست مالی وجود دارد، به ویژه اینکه کاهش شدید نرخ بهره اوراق بدهی دولت، فضای مالی بیشتری را ایجاد کرده است.

۱. کاهش نرخ بهره

طی چند سال اخیر نرخ بهره اوراق بدهی دولت‌ها در کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه، کاهش زیادی یافته است. به طوری که حدود ۳۰٪ از اوراق بدهی دولت در این کشورها با بازدهی منفی مبادله می‌شود. همانطور که در شکل ۱ نشان داده شده، نرخ بهره اوراق بدهی دولتی منتشر شده در ماه نوامبر ۲۰۱۶ در اتحادیه اروپا طی پنج سال اول و در ژاپن طی نه سال اول منفی است.

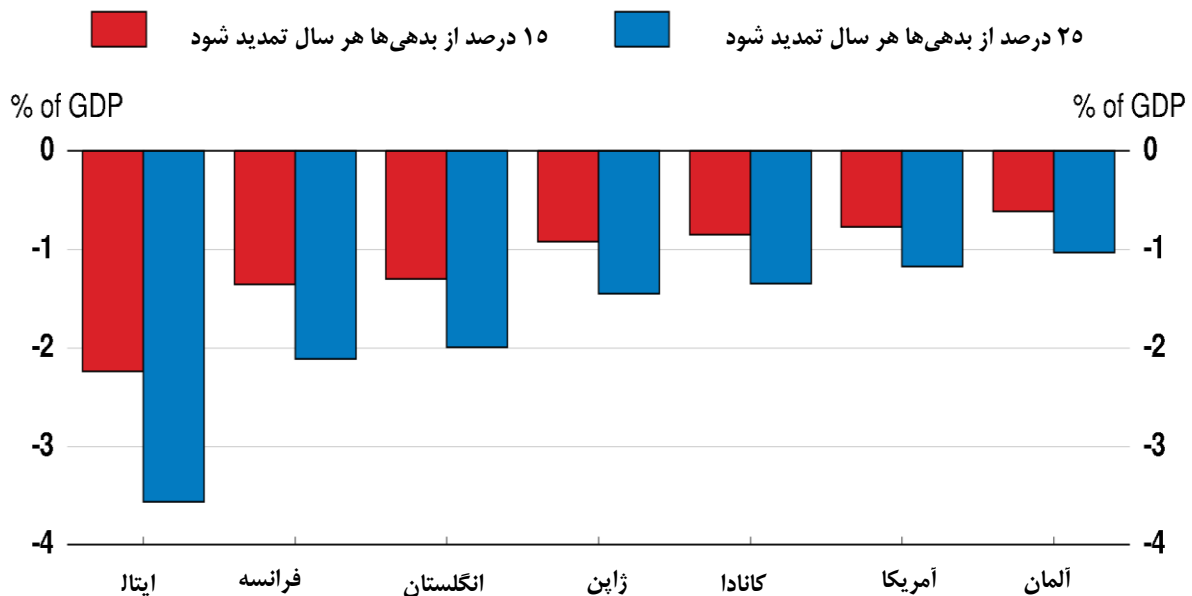
شکل ۱: منحنی بازده اوراق بدهی دولت



معاونت بررسی های اقتصادی

کاهش نرخ بهره منجر به کاهش پرداختی‌های بهره‌ای دولت^۱ شده و در نتیجه دولت می‌تواند این کاهش هزینه را پس‌انداز کند. در دوره ۲۰۱۷-۲۰۱۵ کاهش پرداختی‌های بهره‌ای دولت منجر به ایجاد پس‌انداز قابل توجهی در ایتالیا و کمتر از آن در فرانسه و انگلستان می‌شود (شکل ۲). در اینجا دو سناریو در نظر گرفته شده است. سناریو اول آن است که ۱۵ درصد از بدهی دولت هر سال تمدید شود و سناریو دوم آن است که ۲۵ درصد از بدهی دولت هر سال تمدید شود. همانطور که در شکل ۲ مشاهده می‌شود در سناریو دوم منفعت بودجه‌ای (کاهش پرداختی‌های بهره‌ای دولت) بیشتری نصیب کشورها خواهد شد.

شکل ۲: تخمین منفعت بودجه ناشی از کاهش پرداختی‌های بهره‌ای



منبع: OECD Economic Outlook database and OECD analytical database

۲. ارزیابی فضای مالی با کاهش نرخ بهره

نرخ بهره بسیار پایین اوراق بدهی دولت در کشورهای توسعه یافته، این سوال را بوجود آورده که آیا می‌توان از سیاست مالی استفاده کرد، در شرایطی که تله رشد پایین و سطح بدهی بالا وجود دارد. با فرض ثبات سایر شرایط، کاهش نرخ بهره، میزان فضای مالی را افزایش می‌دهد.

این تغییر یک بده-بستان میان قرض گرفتن برای حمایت از رشد و تثبیت^۲ محیا می‌کند و برای برخی کشورها شرایط را برای قرض گرفتن بیشتر بدون از دست رفتن پایداری مالی محیا می‌کند. با این حال، رشد پایین و بدهی بالا و همچنین ریسک‌ها و چالش‌های بلندمدت باید در ارزیابی اندازه و مطلوبیت استفاده از فضای مالی در نظر گرفته شود.

۱. منظور از پرداختی‌های بهره‌ای دولت میزان پرداختی‌های سالانه دولت بابت سود اوراق بدهی منتشر شده است.

۲ consolidation

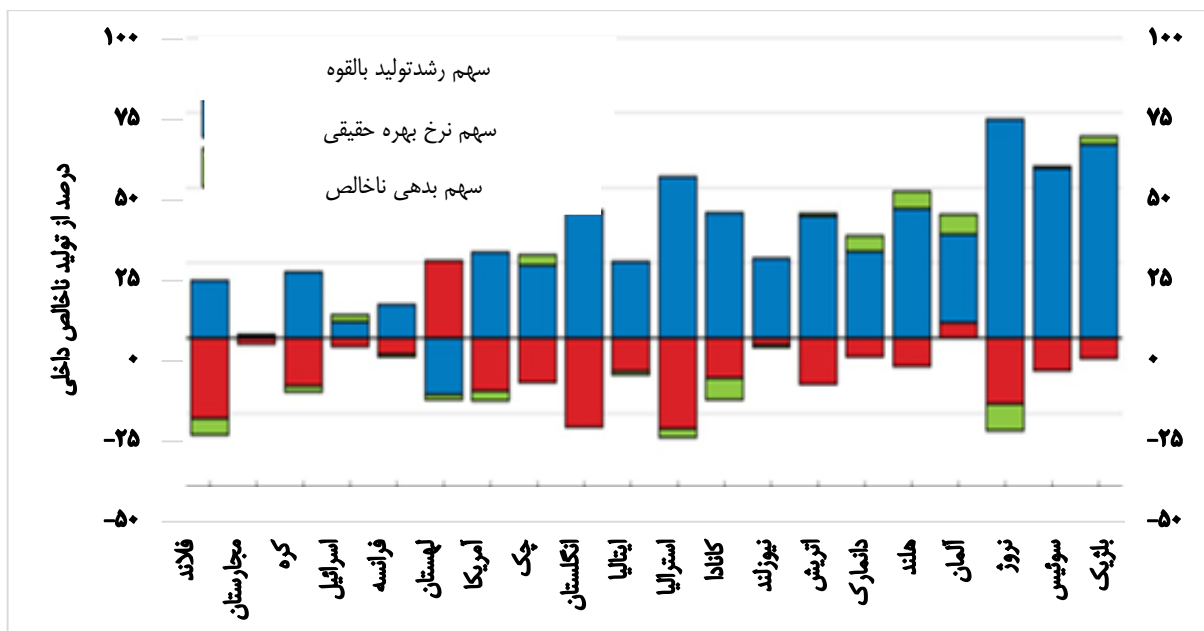
معاونت بررسی های اقتصادی

بحران مالی ۲۰۰۸ و افزایش مخارج برای مقابله با آن، منجر به افزایش بدهی عمومی شد. پس از آن، سیاست مالی در اکثر کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه کمی تخفیف یافت، که در نتیجه نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی بر روی مسیر پایدارتری قرار گرفت اما تقاضا کاهش یافت.

فضای مالی میزانی است که دولت می‌تواند قرض بگیرد؛ بدون اینکه دسترسی به بازار کاهش یابد و یا پایداری مالی دچار مشکل شود. دو روش متداول برای اندازه‌گیری فضای مالی، دسترسی به بازار^۳ و پایداری مالی^۴ وجود دارد. از یک طرف، این عدم اطمینان وجود دارد که تا چه حد دولت با این ریسک مواجه است که قادر به تمدید بدهی‌های بیشتر نباشد. از این نظر فضای مالی تفاوت بین سطح بدهی‌های جاری و سقف بدهی‌هایی است که بیشتر از آن دولت دسترسی به بازار را از دست می‌دهد. از طرف دیگر، فضای مالی می‌تواند در اصطلاح پایداری مالی بلندمدت تعریف شود. البته این دو جنبه از فضای مالی، گاهی اوقات با هم ارتباط دارند. به عنوان مثال ملاحظات پایداری مالی اغلب دسترسی به بازار را از طریق صرف ریسک^۵ تحت تاثیر قرار می‌دهد.

با تمرکز بر رویکرد دسترسی به بازار، فضای مالی در بسیاری از کشورهای پیشرفته، بین سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۶، افزایش قابل توجهی یافته؛ به گونه‌ای که کاهش نرخ بهره نسبت به کاهش رشد تولید بالقوه و افزایش سقف مجاز بدهی تاثیر بیشتری در افزایش فضای مالی داشته است (شکل ۳). البته میزان افزایش برآورد شده از فضای مالی در کشورهای مختلف تفاوت قابل ملاحظه‌ای دارد. این فضا در هفت کشور عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه از جمله آلمان و انگلستان بیش از ۲۰ درصد از تولید ناخالص داخلی است.

شکل ۳: سهم هر یک از عوامل در تغییرات فضای مالی بین سال‌های ۲۰۱۶-۲۰۱۴



منبع: OECD Economic Outlook, November 2016

³ market access

⁴ Fiscal sustainability

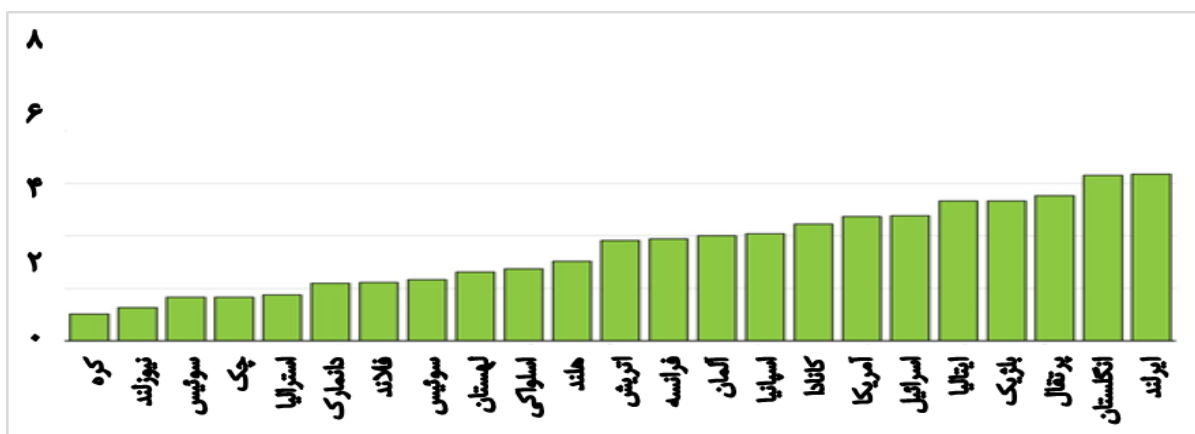
^۵ به بهره اضافی و بهایی که بابت ریسک از سوی سرمایه‌گذاران، با در نظر گرفتن میزان ریسک اوراق بهادار و درجه ریسک پذیری سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود. صرف ریسک می‌گویند.

۳. نقش برنامه مالی در کمک به رشد بلندمدت

ادامه رشد اقتصادی پایین در سال‌های اخیر منجر به تضعیف ثبات مالی بلندمدت شده است؛ از این رو به منظور بالا بردن ظرفیت‌های تولیدی نیاز به طراحی برنامه‌های محرک مالی مناسب وجود دارد. چنین برنامه‌ای می‌تواند شامل مخارج با کیفیت بالا در آموزش، بهداشت و تحقیق و توسعه و همچنین زیرساخت‌های سبز باشد که اثر قابل توجهی بر رشد فراگیر و بلندمدت می‌گذارد. سوال این است که تا چه حد چنین محرکی می‌تواند از طریق صدور اوراق بدهی بلندمدت بدون به خطر انداختن ثبات مالی بلندمدت، تامین مالی شود؟

یک برنامه مالی افزایش بهره‌وری به طور موقت می‌تواند توسط اوراق بدهی تامین مالی شود. در شکل ۴ تعداد سال‌هایی که یک طرح مالی می‌تواند از طریق کسری بودجه موقت تامین مالی شود، نشان داده شده است. نتایج شبیه سازی‌ها در این مثال که مربوط به سرمایه گذاری عمومی است، نشان می‌دهد سرمایه‌گذاری عمومی به میزان ۰٫۵ درصد از تولید ناخالص داخلی می‌تواند از طریق افزایش کسری بودجه به مدت ۱ سال در کره و ۶ سال در ایرلند یا انگلستان تامین مالی شود.

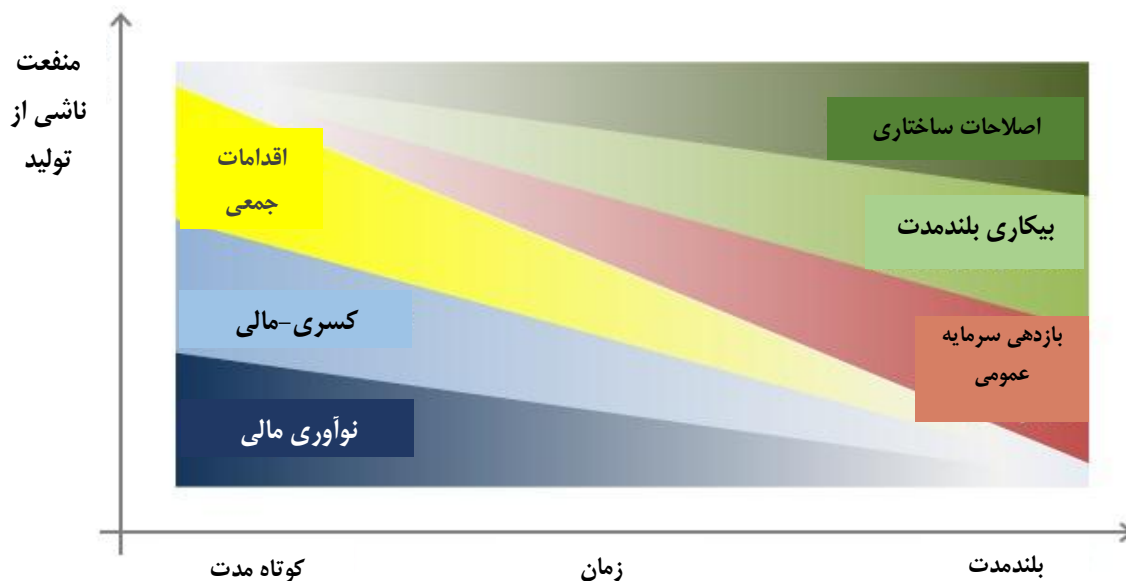
شکل ۴ : تعداد سال‌هایی که افزایش پایدار سرمایه گذاری می‌تواند از طریق کسری بودجه موقت تامین مالی شود.



منبع : OECD Economic Outlook, November 2016

اثرات احتمالی کوتاه مدت و بلندمدت چنین طرحی بر رشد اقتصادی در شکل ۵ نمایش داده شده است. در واقع، تاثیر بازده بالای سرمایه، تداوم بیکاری بلندمدت و اجرای اصلاحات ساختاری در طول زمان افزایش خواهد یافت. در حالی که اثر اقدامات جمعی، ایجاد نوآوری مالی و تامین مالی طرح از طریق کسری بودجه در کوتاه مدت زیاد بوده؛ ولی طی زمان کاهش می‌یابد.

شکل ۵ : شرایط لازم برای استفاده بیشتر از برنامه مالی

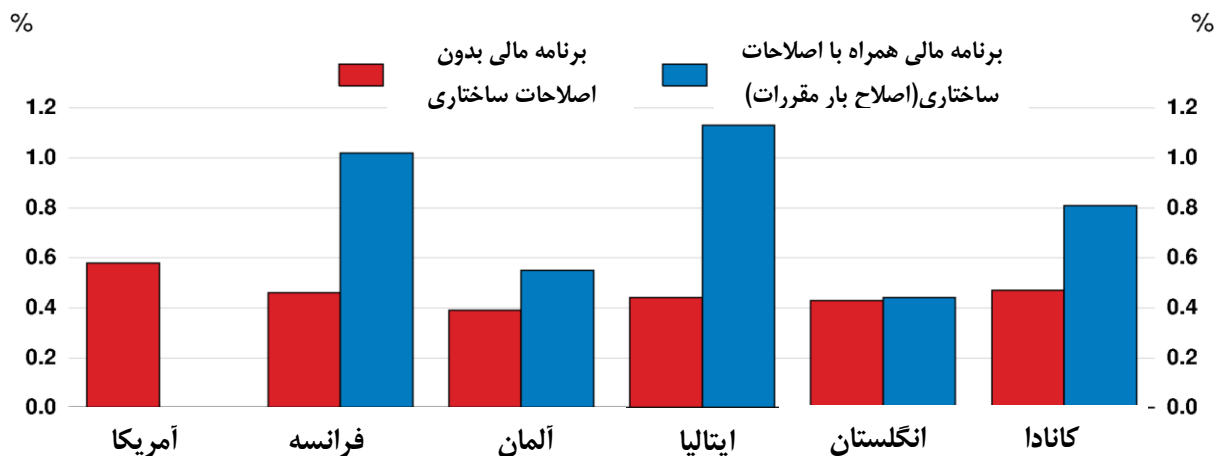


منبع : OECD Economic Outlook, November 2016

۴. نقش اصلاحات ساختاری در کمک به برنامه مالی برای ایجاد رشد بیشتر

اگر کشورها متعهد به انجام اصلاحات ساختاری شوند، افزایش تولید ناشی از برنامه مالی افزایش خواهد یافت. در این صورت بهره‌وری کل عوامل تولید و تولید بالقوه افزایش می‌یابد. در سال‌های اخیر، سرعت رشد اصلاحات ساختاری در هر دو کشورهای نوظهور و پیشرفته کاهش یافته است. این کاهش سرعت به خصوص برای چشم انداز رشد بلندمدت نگران‌کننده است. انجام طیف گسترده‌ای از اصلاحات شامل رقابت در بازار محصول، تحرک نیروی کار و استحکام بازارهای مالی برای معکوس کردن روند رشد بهره‌وری و ایجاد بهبود ضروری است.

شکل ۶: افزایش تولید ناشی از انجام برنامه مالی و اصلاحات ساختاری بعد از یکسال



منبع: OECD calculations using the FM model.

معاونت بررسی های اقتصادی

شکل ۶ تاثیر انجام یکی از اصلاحات ساختاری بر روی تولید را نشان می‌دهد. در این جا فرض شده که ۱۰ درصد از مقررات حذف شود، همانطور که مشاهده می‌شود در اینجا اثر انجام برنامه مالی به همراه این اصلاح ساختار در اکثر کشورها بیشتر است.

۵. جمع بندی

نرخ بهره اوراق بدهی دولت در کشورهای توسعه یافته بسیار پایین است، این مسئله موجب کاهش هزینه قرض گرفتن برای دولت و افزایش فضای مالی شده است. با توجه به کاهش پایدار تقاضا در این کشورها، اتخاذ یک برنامه مالی برای تقویت رشد در این کشورها ضروری است.

اگر در کشورهای عضو سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، دولت برنامه مالی (از طریق کسری بودجه موقت) با حجم حدود ۰,۵ درصد از تولید ناخالص داخلی برای سه تا چهار سال اجرا کند؛

- اثر کوتاه مدت اجرای این برنامه مالی بر روی تولید اقتصادهای توسعه یافته در سال اول بین ۰,۴-۰,۶ واحد درصد است. در حالی که اثر بلندمدت آن بر روی تولید به حدود ۲ واحد درصد می‌رسد.

- اگر کشورها متعهد به انجام اصلاحات ساختاری باشند که بهره‌وری عوامل تولید و تولید بالقوه افزایش یابد؛ در آن صورت افزایش تولید ناشی از برنامه مالی افزایش می‌یابد.

- با جهانی شدن و ارتباط بهتر میان کشورها، اقدام جمعی این برنامه ممکن است دستاوردهای بسیار قوی-تری داشته باشد.

اصلاحات ساختاری شامل اصلاحات در هزینه‌های بهداشت، درمان و بازنشستگی (مانند اصلاح دستمزدها) می‌تواند فضای مالی اضافی ایجاد کند. دولت می‌تواند فضای مالی را با سیاست‌های افزایش رشد بلندمدت افزایش دهد. به عنوان مثال؛ ترکیب مالیات‌ها و مخارج را تغییر دهد.

منابع

www.oecd.org/eco/using-fiscal-levers-to-escape-the-low-growth-trap.htm
www.oecd.org/economy/economicoutlook.htm