



## وجهات نظر في الدين

# متى يتقرر أن الدين أصبح غير آمن

لا تتوقع التوصل إلى إجابات سهلة أو قواعد بسيطة. فالتوقعات بشأن النمو ومعدلات العجز وأسعار الفائدة ليست سوى البداية

أوليفيه بلانشار

يصبح الدين في مستوى غير آمن؟

لكي نجيب عن هذا السؤال، نحتاج إلى تعريف مصطلح «غير آمن». وأرى التالي: أن الدين يصبح غير آمن عندما تكون هناك مخاطر لا يُستهان بها من استمرار ارتفاع نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي باطراد، في ظل السياسات الحالية والمحتملة مستقبلاً، مما يفضي إلى التوقف عن السداد عند نقطة ما.

والطريقة الطبيعية التي تُتبع هي بالتالي طريقة مباشرة. فديناميكية نسبة الدين تعتمد على تطور ثلاثة متغيرات: أرصدة الميزانيات الأولية (أي الإنفاق مخصوماً منه مدفوعات الفائدة ناقص الإيرادات)، وسعر الفائدة الحقيقي (السعر الاسمي ناقص معدل التضخم)، والمعدل الحقيقي للنمو الاقتصادي.

### منهج من خطوتين

يجب أن تكون الخطوة الأولى هي صياغة تنبؤات خاصة بتلك المتغيرات الثلاثة في ظل السياسات الحالية والتوصل إلى انعكاساتها على ديناميكية نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي. ومن المرجح أن تكون التنبؤات بهذه المستويات على امتداد العقد القادم أو نحوه متاحة لنا. ولكن هذه التنبؤات غير كافية، فنحن في حاجة إلى تقييم عدم اليقين المصاحب لتلك التنبؤات، مما يعني الخروج بمجموعة من النتائج الممكنة لكل متغير منها.

وذلك الأمر أصعب بكثير، وينطوي على الإجابة عن بعض الأسئلة الصعبة. على سبيل المثال، ما هي مخاطر الوقوع في ركود وما الحجم المتوقع له؟ وما مدى مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية؟ وفي حالة ارتفاعها، كيف سيؤثر أجل استحقاق الدين على مدفوعات الفائدة؟

وإذا كان هناك جزء من الدين بعملة أجنبية — كما هو الحال في أغلب الأحيان في اقتصادات الأسواق الصاعدة — فما التوزيع المحتمل لسعر الصرف؟ وما مدى احتمالية تحوّل بعض الالتزامات الضمنية إلى التزامات فعلية؛ أي، على سبيل المثال، حدوث عجز كبير في نظام الضمان الاجتماعي يجب تمويله عن طريق تحويل من الحكومة؟ وما هو توزيع معدل النمو الأساسي المحتمل؟

وبعد اجتياز هذه الخطوة، نتوصل إلى توزيع لنسبة الدين، لنقل مثلاً، على مدى عشر سنوات من الآن. وإذا كانت احتمالية ارتفاع هذه النسبة باطراد في نهاية الأفق الزمني صغيرة بالقدر الكافي، يمكننا استخلاص نتيجة مفادها أن الدين آمن. وإذا لم يكن الأمر كذلك، يجب علينا اتخاذ الخطوة الثانية والإجابة عن مجموعة التساؤلات التالية: هل ستفعل الحكومة شيئاً حيال ذلك؟ وإذا أعلنت الحكومة سياسات أو تعهدت بالتزامات جديدة، ما مدى احتمالية وفائها بها؟

على التغير في أسعار الفائدة الحقيقية، والذي يمكن أن يكون كبيرا. وارتفاع سعر الفائدة الحقيقي من ١٪ إلى ٢٪ سوف يضاعف تكلفة خدمة الدين. وقد تكون التكلفة منخفضة لكنها كذلك محاطة بعدم اليقين، ولعدم اليقين تأثيره سواء كان الدين آمنا أم لا.

وكان انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية لفترة طويلة هو أحد الأسباب التي أثارت النقاش الحالي حول مدى ملائمة الأرقام السحرية وإصلاحات قواعد الميزانية في الاتحاد الأوروبي. ولكن النقطة هنا أوسع من ذلك بكثير: فلنأخذ مثال بلدين سجلا نفس المستوى المرتفع من نسبة الدين ولكن لكل منهما نظاما حكوميا مختلفا، أو قد تكون ديونهما مقومة بعملات مختلفة. قد يكون دين أحدهما آمنا، بينما دين البلد الآخر ليس كذلك.

## الجواب لن يكون رقما سحريا عاما.

إن، جوابي عن هذا السؤال هو أنني لا أعلم ما هو مستوى الدين، بوجه عام، الذي يكون آمنا. حدد لي بلدا معيننا وفترة زمنية معينة، وسوف أستخدم المنهج أعلاه لأعطيك جوابي. ثم يمكننا بعد ذلك أن نناقش ما إذا كانت فرضياتي معقولة. ولكن لا تطلب مني وضع قاعدة بسيطة. فأني قاعدة بسيطة ستكون بسيطة للغاية. ومن المؤكد أن معايير معاهدة ماستريخت أو ما يُطلق عليها قواعد «الصفير الأسود» (الميزانية المتوازنة) سوف تضمن الاستدامة، إذا احترمت. ولكنها ستفعل ذلك مقابل تقييد سياسة المالية العامة عندما لا ينبغي وضع أي قيود عليها. ويتفق معظم المراقبين مثلا على أن ضبط أوضاع المالية العامة في الاتحاد الأوروبي عقب الأزمة المالية العالمية، وهو ضبط مدفوع بالقواعد، كان قويا للغاية وأسفر عن تأخير تعافي الاتحاد الأوروبي. ولا تطلب مني الإتيان بقاعدة معقدة. فهي لن تكون أبدا معقدة بالقدرة الكافي. وخير دليل على ذلك تاريخ قواعد الاتحاد الأوروبي، وإضافة مزيد ومزيد من الشروط إلى الحد الذي جعل القواعد مبهمه وإن كانت لا تزال تُعد غير كافية. **FD**

**أوليفيه بلانشار** زميل أول كرسي فريد بيرغستن في معهد بيترسن للاقتصاد الدولي، وشغل سابقا منصب المستشار الاقتصادي ومدير إدارة البحوث في صندوق النقد الدولي.

والخطوة الثانية أصعب حتى من الأولى. وتعتمد الإجابات على طبيعة الحكومة: ففي حالة الحكومة الائتلافية، قد تكون هناك احتمالات أقل باتخاذ إجراءات قوية مقارنة بما ستتحده حكومة ذات غالبية تشريعية كبيرة. ولا تتوقف النتيجة على الحكومة الحالية وحسب، وإنما هي تعتمد على الحكومات في المستقبل، وبالتالي على نتائج الانتخابات المستقبلية. إنها تعتمد على سمعة البلد، وعلى ما إذا كان قد توقف عن السداد في الماضي، ومتى توقف ولماذا.

وإذا بدا هذا الأمر صعبا، فذلك لأنه كذلك بالفعل. وإذا بدا أنه يعتمد على كثير من الفرضيات التي يمكن تفنيدها، فذلك لأنه كذلك بالفعل. وليس ذلك بعيب في المنهج وإنما هو انعكاس لتعقيد العالم. غير أنه يجب القيام بهذه العملية. وبالفعل، هذا هو ما تفعله هيئات التصنيف الائتماني، سواء استخدمت نفس المصطلحات في وصف العملية، سواء كان معيارها للتصنيف الأقل من التام يقوم على نفس التعريف الذي استخدمه أم لا. وانخفاض التصنيف تصحبه العقوبة الفعالة، أي أنه سيتعين على الحكومة تعويض المستثمرين عن الإقدام على المخاطر الأكبر من التوقف عن السداد بدفع سعر فائدة أعلى.

### مشكلة القواعد

الآن، فلأعد إلى السؤال الأصلي. متى يصبح مستوى الدين غير آمن؟

يتضح من خلال العملية التي وصفتها أن الجواب لن يكون رقما سحريا عاما. ولن يكون هناك جمع بين رقمين سحريين، أحدهما للدين والآخر للعجز.

ويتضح ذلك بصفة خاصة إذا فكرنا في التغيرات في أسعار الفائدة الأساسية. ولنفترض، كما كان الحال في الولايات المتحدة منذ مطلع تسعينات القرن الماضي، انخفاض سعر الفائدة الحقيقي بمقدار ٤ نقاط مئوية. وينطوي ذلك على انخفاض في التكلفة الحقيقية لخدمة الدين قدره ٤٪ من نسبة الدين؛ وبالتالي إذا كانت نسبة الدين هي ١٠٠٪ من إجمالي الناتج المحلي، تنخفض خدمة الدين بنسبة ٤٪ من إجمالي الناتج المحلي. ومن الواضح تماما أن انخفاض أسعار الفائدة ينطوي على ديناميكية دين مواتية بقدر أكبر بكثير. فنسبة الدين التي ربما كانت تعتبر غير آمنة في مطلع التسعينات، من المستبعد اعتبارها غير آمنة اليوم. وقد تكون النتيجة التي نستخلصها من هذا الأمر أن المتغير السحري بالتالي ينبغي ألا يكون هو نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي، وإنما نسبة خدمة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي. وبالفعل، سيشكل ذلك تحسنا، لكنه يأتي مصحوبا بمشكلاته الخاصة: فالتغير في تكاليف خدمة الدين يعتمد