



وجهات نظر في الدين

تسليط الضوء على الدين

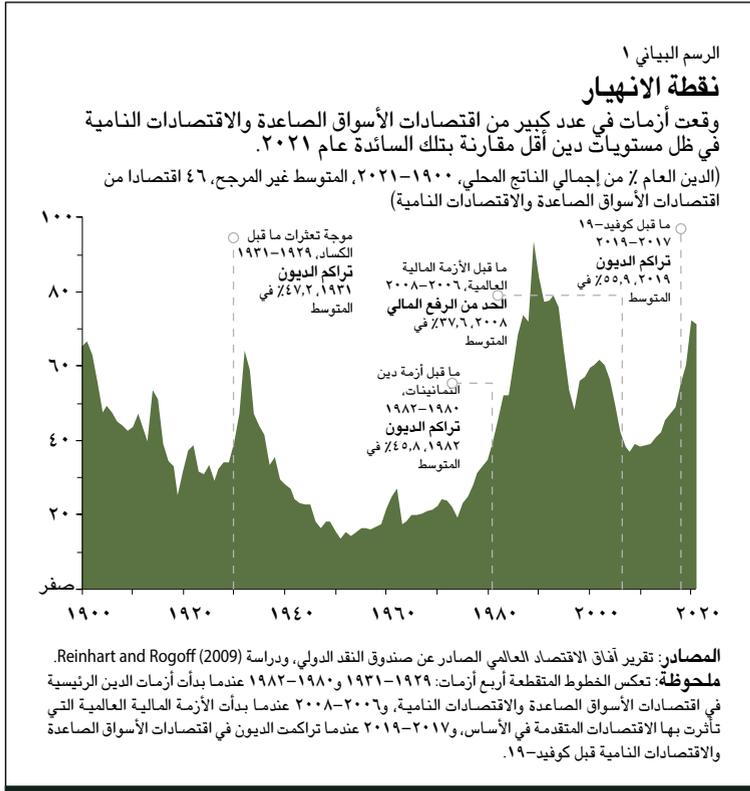
يتعين الكشف عن الخصوم الخفية وآجالها لضمان التعافي الاقتصادي ومنع الأزمات.

سيلا بازاربا سيو غلو وكارمن راينهارت

في ظل استمرار أزمة كوفيد-19، تجد اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية نفسها في وضع حرج يعيد إلى أذهانها ذكرى التعثرات السابقة في سداد ديونها. فبالرغم من أن جميع البلدان تراكمت عليها الديون في حربها ضد الجائحة، تتأخر وتيرة التعافي الاقتصادي في هذه الاقتصادات كثيرا مقارنة بالاقتصادات المتقدمة. ويؤدي تشديد السياسات النقدية في الاقتصادات المتقدمة بالضرورة إلى رفع أسعار الفائدة الدولية، مما يفرض ضغوطا عادة على العملات ويزيد من احتمالات التعثر. ومما يزيد الأمور تعقيدا أن حجم الخصوم في العديد من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية غير معلوم بالكامل. ولن يتسنى دعم التعافي الدائم والحد من خطر الأزمات في هذه الاقتصادات ما لم تفصح بالكامل عن ديونها الخفية، سواء العامة أو الخاصة.

وحسب عدد أكتوبر 2021 من تقرير الرائد المالي الصادر عن صندوق النقد الدولي، تواجه اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية تحديات صعبة في ظل تراجع آفاق النمو ومحدودية الحيز المالي المتاح وتفاقم مخاطر إعادة التمويل نتيجة قصر آجال استحقاق الدين العام. والعديد من هذه الاقتصادات غير قادر على تحمل الدين لعدة عوامل منها التاريخ الائتماني وتنامي التقلبات الاقتصادية الكلية. وقد وقعت أزمات في عدد كبير من الاقتصادات في ظل مستويات دين أقل (الرسم البياني 1) مقارنة بتلك السائدة عام 2021 (راجع دراسة Reinhart, Rogoff, and Savastano 2003).

ومن السمات المشتركة بين أزمات الدين القفزة المفاجئة في مستويات الدين التي غالبا ما تنشأ عن تراجع كبير في أسعار الصرف في البلدان التي تتحمل ديونا بالعملة



الأجنبية، وتحمل الحكومات ما يُطلق عليه الخصوم الاحتمالية المتركمة على كاهل الشركات المملوكة للدولة والحكومات دون القومية والبنوك والمؤسسات. ونظرا لأن هذه الأزمات تقترب بتراجع النمو وارتفاع التضخم وانتكاسة جهود مكافحة الفقر وغيرها من أهداف التنمية، تؤدي التعثرات المطولة إلى الإضرار بالنسيج الاقتصادي والاجتماعي للبلد المدين.

ولا يزال دين القطاع العام بالعملة الأجنبية يشكل موطن ضعف (ولكنه ربما أصبح أقل خطرا من الماضي). ومن شأن استمرار تراجع سعر الصرف أن يفرض ضغوطا على الحكومات لإنقاذ الكيانات الخاصة التي تتحمل خصوما كبيرة بالعملة الأجنبية. وقد تؤدي عمليات الإنقاذ تلك إلى ارتفاع مفاجئ في احتياجات الاقتراض العامة على غرار ما حدث في العديد من الأزمات السابقة سواء في الاقتصادات المتقدمة أو اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية.

وفي الوقت الحالي، تقترب فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية في الأسواق الصاعدة من مستوياتها قبل الجائحة في المتوسط بالرغم من ارتفاع مستويات الدين العام وتراجع التصنيفات الائتمانية للكيانات السيادية. ولكن بالرغم من انخفاض أسعار الفائدة العالمية خلال العقد الماضي، تفاقمت أعباء خدمة الدين الخارجي على كاهل الأسواق الصاعدة بشكل مطرد (الرسم البياني ٢)، وسجلت ارتفاعا حادا عام ٢٠٢٠ مع تباطؤ الصادرات وارتفاع مستويات الدين وتردي شروط الاقتراض في العديد من هذه الاقتصادات.

ومن المتوقع تدهور الأوضاع المالية العالمية نتيجة تشديد سياسات البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة لمحاربة الضغوط التضخمية المزمعة غير المتوقعة. كذلك سيؤدي تراجع أنشطة الإقراض الخارجي في الصين إلى تعزيز هذا الاتجاه، حيث تتعامل الصين في الوقت الحالي مع حالات الإفلاس في قطاع العقارات على المستوى الوطني وتدهور أوضاع العديد من القروض التي قدمتها إلى اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية.

علاوة على ذلك، شهدت هذه الاقتصادات ارتفاعا حادا في نسبة الدين المحلي السيادي خلال العقد الماضي (IMF 2021). فقد لجأت الحكومات إلى الجهاز المصرفي المحلي لتلبية احتياجاتها التمويلية نتيجة انسحاب المستثمرين الخارجيين أثناء الجائحة. ويشير نمو حيازات الدين الحكومي لدى البنوك المحلية في الأسواق الصاعدة إلى أن تبعات تعثر الدين السيادي قد تنتقل إلى البنوك وصناديق معاشات التقاعد والأسر وأجزاء أخرى من الاقتصاد المحلي.

وقد ارتفعت مخاطر الدين في الوقت الحالي ويحتمل أن يظل الوضع على ما هو عليه لعدة سنوات قادمة، إذ أدت الجائحة إلى زيادة إجمالي الاحتياجات التمويلية للقطاع العام بشكل دائم في اقتصادات الأسواق الصاعدة

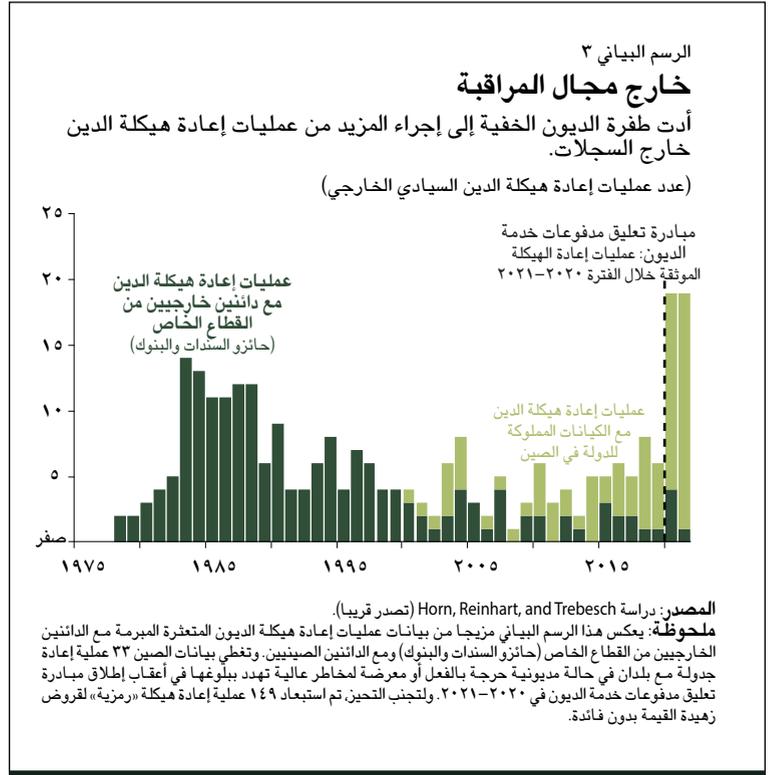


من هذه الديون في قواعد البيانات الرئيسية وظلت خارج مجال مراقبة شركات التصنيف الائتماني. كذلك تفاقم حجم الاقتراض الخارجي لدى الشركات المضمونة من الدولة أو المملوكة لها التي لا تلتزم بمعايير إبلاغ متسقة. وقد أدت تلك الطفرة في مستويات الديون الخفية إلى المزيد من عمليات إعادة هيكلة الديون التي تتم خارج السجلات (الرسم البياني ٣) والتعثرات الخفية (راجع دراسة Horn, Rein, and Trebesch البياني ٣) والتي تصدر قريبا). وبالمثل، لا تتوافر معلومات عن الشروط التي تسري على هذه الديون أو على اتفاقيات إعادة هيكلتها. وتشير التجارب التاريخية إلى أن هذا الغموض دائما ما يؤدي إلى انحراف جهود حل الأزمات عن مسارها أو تأخيرها على الأقل.

ولا يقتصر عدم شفافية الميزانيات العمومية على القطاع العام. فحسب تقرير عن التنمية في العالم ٢٠٢٢، قامت بلدان كثيرة بإرخاء متطلباتها المحاسبية والتنظيمية إلى جانب تقديم الضمانات للتخفيف من أثر الجائحة على الاقتصاد. ومن التداعيات غير المقصودة لهذه التدابير إمكانية زيادة القروض غير المنتظمة التي لا تعكسها الميزانيات العمومية للبنوك حتى الآن. وقد أدت زيادة القروض المتعثرة الخفية، إلى جانب ارتفاع حيازات الدين السيادي، إلى تعزيز حلقة الارتباط بين الكيانات السيادية والبنوك والتي يقصد بها أن السلامة المالية للبنوك أصبحت أكثر ارتباطا بالسلامة المالية للحكومات. فغالبا ما وقعت أزمات البنوك والدين السيادي بفواصل زمني بسيط (راجع دراسة Reinhart and Rogoff 2011). وقد عززت الجائحة «حلقة الدمار المتبادل» تلك، كما زادت من عدم شفافية الميزانيات العمومية في القطاع العام والخاص.

كشف الحقائق والشفافية والتسوية

يتطلب دعم التعافي الاقتصادي في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية وحل مشكلات الدين السيادي في البلدان التي بلغت بالفعل حالة المديونية الحرجة وضع استراتيجية شاملة كخطوة أولى لزيادة شفافية القطاع العام والقطاع المالي وقطاع الشركات، وتقويم مخاطر الميزانيات العمومية التي تم الكشف عنها وعلاجها. وقد مر ما يزيد على عام منذ إطلاق مجموعة العشرين للإطار الموحد لمعالجات الديون الذي يهدف إلى التعامل مع الكيانات السيادية التي تواجه مشكلات دين دائمة، غير أنه لم تتم إعادة هيكلة أي ديون على الإطلاق حتى الآن. وعلى غرار الفترات السابقة، يرجع هذا التأخير لأسباب متفاوتة يشترك فيها الدائن والمدين، ويتعين على جميع الأطراف المعنية اتخاذ إجراءات عاجلة لضمان تحقيق الغرض المرجو من الإطار. وتتضمن هذه الإجراءات توضيح الخطوات اللازمة لتنفيذ الإطار وجدولها الزمني وتعليق مدفوعات خدمة الدين لحين إتمام المفاوضات.



والاقتصادات النامية. وتضاءلت مصادر التمويل المحلي في العديد من هذه الاقتصادات. وإذا ما استمرت الضغوط التضخمية، فإن هذه الاقتصادات ستصبح أقل قدرة على الاقتراض من البنوك المركزية المحلية — على غرار ما قامت به عدة بلدان بصورة مكثفة منذ أوائل عام ٢٠٢٠. وقد تؤدي هذه التطورات إلى جعل اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية أكثر اعتمادا على التمويل الخارجي وعرضة لمزيد من المخاطر في حالة توقف التمويل الخارجي على نحو مفاجئ. وأخيرا وليس آخرا، عادة ما تتجاوز الاحتياجات التمويلية — والديون — المستويات المتوقعة.

الغموض يحيط بالميزانيات العمومية

يواجه العديد من الحكومات المدينة الراغبة في تجنب الاختلالات الناجمة عن حالات التعثر المطولة عقبه رئيسية: فالكثير من دائنيها أو المؤسسات المالية الدولية الداعمة لها لا تتوافر لها معلومات كاملة عن حجم خصومها الحقيقي والشروط المطبقة عليها. وخلال الفترة التي شهدت ارتفاع الأسعار العالمية للسلع الأولية ورخاء نسبيا استمر حتى عام ٢٠١٤ تقريبا، سعى العديد من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية إلى الاقتراض من خارج دائني نادي باريس الرسميين وحصلت بالفعل على قروض ضخمة من حكومات أخرى، ولا سيما الصين. ولم تُسجل نسبة كبيرة

وسيوصل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي العمل على دعم أهداف الشفافية من خلال نشر المعلومات وبناء القدرات ووضع السياسات الإقراضية اللازمة للمساعدة في إعادة هيكلة الديون السيادية. وفي إطار المراجعة المستمرة لسياسات الصندوق المعنية بإقراض البلدان المتأخرة في السداد أو التي تخضع ديونها لإعادة الهيكلة في الوقت الحالي، يقترح خبراء الصندوق إقرار سياسة جديدة تلزم البلدان بالإفصاح عن معلومات شاملة حول جميع أرصدة ديونها والشروط السارية عليها (على أساس إجمالي) كشرط للحصول على قروض الصندوق. ويتوقع أن تلتزم جميع البلدان بالإفصاح عن المعلومات، سواء التي تواجه متأخرات بالفعل أو التي تسعى إلى تجنبها.

وفي السنوات الأخيرة، اتسع نطاق تغطية الدين بدرجة كبيرة في إحصاءات الدين الدولية الصادرة عن البنك الدولي. فقد أضاف الإصدار الأخير إلى الإحصاءات السابقة قروضا بقيمة ٢٠٠ مليار دولار أمريكي تقريبا لم يسبق الإبلاغ عنها، فيما يعد الإضافة الأكبر على الإطلاق إلى نطاق تغطية تقارير الدين التي أصدرها البنك الدولي على مدار الخمسين عاما الماضية (راجع دراسة *Horn, Mihalyi, and Nickol (2022)*). وفي الوقت الحالي، نجد أن حوالي ٦٠٪ من البلدان منخفضة الدخل إما في حالة مديونية حرجة بالفعل أو معرضة لمخاطر عالية تهدد ببلوغها، مقابل نسبة أقل بلغت ٣٠٪ عام ٢٠١٥. وبينما تعاني هذه البلدان من فجوات حادة في مجال الشفافية، نجد هذه التحديات في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية أيضا. وتنشأ عن عدم التصدي الفوري لتلك الفجوات مخاطر هائلة ومتسارعة النمو. ^{FD}

سيلا بازارياسيوغلو مدير إدارة الاستراتيجيات والسياسات والمراجعة بصندوق النقد الدولي. و**كارمن راينهارت** النائب الأول للرئيس ورئيسة الخبراء الاقتصاديين بمجموعة البنك الدولي.

المراجع:

- Gelpern, Anna, Sebastian Horn, Christoph Trebesch, Scott Morris, and Bradley Parks. 2021. "How China Lends: A Rare Look at 100 Debt Contracts with Foreign Governments." Peterson Institute for International Economics Working Paper Series WP21-7, Washington, DC.
- Horn, Sebastian, David Mihalyi, and Philipp Nickol. 2022. "Hidden Debt Revelations." Unpublished. World Bank, Washington, DC.
- Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart, and Christoph Trebesch. Forthcoming. "Hidden Defaults." *American Economic Review: Papers and Proceedings*, May 2022.
- International Monetary Fund (IMF). 2021. "Issues in Restructuring of Sovereign Domestic Debt." Policy Paper 2021/071, Washington, DC.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2011. "From Financial Crash to Debt Crisis." *American Economic Review* 191 (5): 1676–706.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, and Miguel A. Savastano. 2003. "Debt Intolerance." *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (Spring): 1–74.

وتعد عقود الدين من المسائل المهمة التي تتطلب المزيد من الشفافية. فبخلاف الشروط المعتادة (أجل الاستحقاق وأسعار الفائدة والعملة)، غالبا ما لا يتم الإفصاح عن العناصر الأساسية (الضمانات وشروط تعميم التقصير في السداد وشروط السرية وغير ذلك) للعديد من عقود الدين في الاقتصادات الصاعدة. ورغم ارتفاع حجم الدين العام الخارجي المضمون في السنوات الأخيرة، لا يوجد سوى القليل من المقاييس الدقيقة التي يمكن استخدامها لتحديد مدى انتشاره. ويتركز الاعتماد على إصدارات السندات المشتركة المضمونة والقروض من دائني القطاع الخاص في بلدان قليلة، والتي تتضمن عقودا مع تجار النفط لا تتوافر عنها معلومات واضحة. وتشير بعض الشواهد أيضا إلى أن العديد من القروض الثنائية المقدمة من الصين لمشروعات البنية التحتية مشمولة بضمانات (دراسة *Gelpern and others 2021*).

وكما أشرنا في إصدارات سابقة، فإن الشفافية لن تتغلب وحدها على جميع التحديات، وإن كان لها دور كبير في زيادة احتمالات إعادة هيكلة الديون بشكل منظم وعاجل من خلال بناء الثقة، المحدودة في الوقت الحالي، بين مجموعات الدائنين. ويجب أن يتم الإفصاح من جانب جميع الدائنين والمدنيين على حد سواء — وتعكف المنظمات متعددة الأطراف في الوقت الحالي على توسيع نطاق تغطية قواعد البيانات الحالية وإنشاء قواعد بيانات جديدة أكثر شمولاً، إلى جانب مراجعة سياساتها الإقراضية لتعزيز متطلبات الإفصاح.

وساهمت السياسات المالية العامة والنقدية وسياسات القطاع المالي في دعم الاستقرار المالي أثناء الجائحة. وقد يؤدي سحب هذه الإجراءات في نهاية المطاف إلى الكشف عن عدد من مواطن الضعف التي ربما تفرض ضغوطا على القطاع المالي. لذلك من الضروري اتخاذ عدد من التدابير في الوقت الملائم، وهو ما سيتطلب زيادة الشفافية بشأن جودة الأصول في الجهاز المصرفي، بما في ذلك انكشافات الخصوم السيادية والاحتمالية، من خلال مراجعة جودة الأصول واختبار القدرة على تحمل الضغوط لإعداد خطط مواجهة الطوارئ. وينبغي كخطوة أولى تشخيص المخاطر بدقة لحل المشكلات وإعادة هيكلة الأصول إذا لزم الأمر.

غير أن محاولة التكيف مع الأوضاع من خلال تجديد القروض — لأجل غير مسمى — دون بذل الجهود اللازمة كما حدث مرارا في السابق لن تؤدي سوى إلى إرجاء التعافي. وإذا ما خلصت التقييمات إلى ضرورة إعداد خطط موثوقة لإعادة الرسملة أو إعادة هيكلة الخصوم، ينبغي القيام بذلك على الفور على نحو يحول دون تفاقم أعباء الدين السيادي بصورة ملحوظة. وقد تتطلب أوضاع بعض البلدان تدخلا حكوميا، بما في ذلك تنفيذ برامج موجهة للحد من فرط المديونية في قطاعي الأسر والعقارات التجارية. ولتجنب استمرار الشركات التي فقدت مقومات البقاء، يتعين أن تستند عمليات إعادة هيكلة الأصول إلى قوى السوق، إلى جانب ضرورة تشديد القواعد التنظيمية — بما في ذلك المتعلقة بتصنيف خسائر القروض والمخصصات والإفصاح — وتعزيز الرقابة لهذه العمليات.