

# حائضَة الدين

الحاجة إلى خطوات جديدة لدفع عملية إعادة التفاوض على الديون السيادية  
جيريمي بيولو وكارمن راينهارت وكينيث روغوف وكريستوف تريبيش



## أدت

جائحة كوفيد-١٩ إلى إضافة عدد كبير من البلدان إلى قائمة الاقتصادات النامية واقتصادات الأسواق الصاعدة ذات المديونية الحرجة. وتواجه بعض هذه البلدان أزمة وشيكة، بينما يساعد التراجع الاستثنائي في أسعار الفائدة العالمية على تأخير نفس المصير المحتوم في بلدان عديدة. وترتفع معدلات التعثر في السداد، وتزداد معها الحاجة إلى إعادة هيكلة الديون. غير أن التحديات الجديدة قد تعوق إعادة التفاوض على الدين ما لم توفر الحكومات وجهات الإقراض متعددة الأطراف أدوات أفضل لاجتياز موجة إعادة الهيكلة. وقد اتخذ صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وغيرهما من المؤسسات متعددة الأطراف إجراءات سريعة لتوفير التمويل اللازم في ظل الجائحة والتراجع الحاد في الإيرادات الحكومية ومستويات النشاط الاقتصادي والتوقف المفاجئ في تدفقات رأس المال الخاص (انظر الرسم البياني ١). وفضلا عن القروض الجديدة التي قدمتها المؤسسات متعددة الأطراف، سمح دائنوا مجموعة العشرين لبلدان العالم الأكثر فقرا بتأجيل سداد الديون المستحقة عليها، وشجعوا مقرضي القطاع الخاص على أن يحذوا حذوهم — لكن مساعيهم لم تحقق نجاحا كبيرا.

واقصر تأثير الصدمة الناتج عن الجائحة حتى الآن على البلدان الأكثر فقرا، ولم يتحول إلى أزمة دين كاملة في اقتصادات الأسواق الصاعدة متوسطة الدخل. فقد تراجعت حدة خروج التدفقات الرأسمالية الخاصة واستطاع عدد كبير من البلدان متوسطة الدخل مواصلة الاقتراض في الأسواق الرأسمالية العالمية، وهو ما يرجع جزئيا إلى أوضاع السيولة العالمية المواتية الناتجة عن الدعم الكبير المقدم من البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة. ووفقا لصندوق النقد الدولي، أصدرت حكومات الأسواق الصاعدة سندات دين بالعملة الصعبة بقيمة ١٢٤ مليار دولار أمريكي خلال الستة أشهر الأولى من عام ٢٠٢٠، وتركز ثلثا هذا الاقتراض في الربع الثاني. ولكن أسباب القلق لا تزال قائمة بشأن استمرارية قدرة الأسواق الصاعدة على النفاذ إلى أسواق رأس المال. فربما تكون المرحلة الأخطر لم تأت بعد، لا سيما وأن الموجة الأولى من الجائحة لم تنته. وتشير التجارب المستمدة من جائحة الإنفلونزا عام ١٩١٨ إلى إمكانية حدوث موجة ثانية أكثر حدة، خاصة وأن أي لقاح فعال قد لا يتوافر على نطاق واسع قبل منتصف عام ٢٠٢١ (أو بعده). حتى في السيناريوهات الأكثر تفاؤلا، سيواجه السفر الدولي معوقات، وقد تستمر حالة عدم

اليقين على ارتفاعها في أوساط المستهلكين والشركات. كما سجلت مستويات الفقر العالمية ارتفاعا حادا، ولن يستعيد العديون وظائفهم بعد انتهاء الأزمة. أما التداعيات السياسية للأزمة في الاقتصادات المتقدمة فلا تزال تتكشف. وقد تتفاقم موجة الانتقادات العنيفة تجاه العولمة، والتي كانت قد تصاعدت بالفعل قبل أزمة كوفيد-١٩.

وبالرغم من نجاح العديد من حكومات الأسواق الصاعدة في الحصول على المزيد من القروض بالعملة المحلية، استمرت الشركات في مراكمة ديون بالعملة الأجنبية. وقد تستسلم حكومات الأسواق الصاعدة للضغوط الشديدة وتضطر إلى إنقاذ الشركات الوطنية الكبرى، على غرار ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

وفضلا عن التراجع الحاد في مستويات التمويل الخاص، يتوقع انخفاض التحويلات التي يرسلها مواطنو الأسواق الصاعدة العاملون في البلدان الأخرى بما يزيد على ٢٠٪ خلال العام الجاري. وفي الوقت نفسه، ارتفعت احتياجات الاقتراض ارتفاعا حادا؛ نظرا لأن اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية تواجه نفس الضغوط على ميزانياتها شأنها شأن الاقتصادات المتقدمة. ويتعين تعزيز النظم الصحية وتقديم الدعم للمواطنين الأكثر تضررا. وستزداد احتياجات الاقتراض بمرور الوقت مع تفاقم الأضرار الاقتصادية.

وصاحبت تزايد الضغوط على الميزانية موجة تخفيضات جديدة في المرتبة الائتمانية للديون السيادية تجاوزت مستويات الذروة المسجلة خلال الأزمات السابقة (انظر الرسم البياني ٢). واستمرت الموجة بالرغم من قيام كبرى البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة بتيسير الأوضاع الائتمانية. وأثر شراء البنوك المركزية لسندات الشركات المحلية بغرض دعمها في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية تأثيرا سلبيا على التصنيف الائتماني للديون أيضا.

ويتضح من التجارب التاريخية أن إمكانية استمرار البلدان في الاقتراض رغم ارتفاع خطر عدم السداد ليست أمرا غير معتاد. فوفقا لدراسة شملت ٨٩ فترة شهدت تعثرا في السداد من عام ١٨٢٧ إلى عام ٢٠٠٣، ترتفع مستويات الاقتراض الخارجي والداخلي ارتفاعا حادا عادة خلال الفترة التي تسبق التعثر في السداد (راجع دراسة Reinhart and Rogoff 2009). وحسب أفضل

يتدخل المقرضون الرسميون غالباً عندما يتراجع مستثمرو القطاع الخاص (راجع دراسة Horn, Reinhard, and Trebesch 2020 المشار إليها في الرسم البياني ١). ويثير تحليل تم إجراؤه مؤخراً لمقارنة الخسائر (الناجمة عن تخفيض الدين ضماناً للسداد) التي يتحملها الدائنون الرسميون ودائنو القطاع الخاص المزيد من الشكوك حول الأولوية المفترضة لقروض القطاع الرسمي (راجع دراسة (Schlegl, Trebesch, and Wright 2019).

وينبغي ألا تكون هذه النتائج مثيرة للدهشة. فالحكومات عموماً لها تاريخ في حماية الدائنين المحليين الذين يقترضون أموالهم في الخارج (بنوك شمال أوروبا في حالة اليونان على سبيل المثال)، كما تعبأ في الوقت نفسه بالحفاظ على الاستقرار والرخاء في البلد المقترض. ويؤدي هذا السلوك الإيثاري بدوره إلى إضعاف قدرة القطاع الرسمي على التفاوض — لا سيما في مواجهة دائني القطاع الخاص. لذلك قد يجد الدائنون الرسميون أنفسهم مسؤولين في نهاية المطاف عن الجانب الأكبر من الخسائر حتى وإن تحملوا في البداية قدراً ضئيلاً فقط من الدين المستحق، كما في حالة اليونان.

ويتمثل التحدي الآخر في سياسة الامتناع عن المشاركة في إعادة الهيكلة والتفاوض التي يلجأ إليها مستثمرو القطاع الخاص مؤخراً لتجنب شطب وإعادة هيكلة جزء كبير من الديون المستحقة لهم. فمع تراجع عدد عمليات إعادة الهيكلة، تضمنت نسبة متزايدة منها نزاعات قضائية (انظر الرسم البياني ٣ المنقول عن دراسة (Schumacher, Trebesch, and Enderlein 2018)). وبالرغم من أن ذلك لا يفسر تماماً نجاح القطاع الخاص في زيادة نصيبه في عمليات إعادة هيكلة الديون، فإنه أحد أسباب الاختلالات.

أما العامل المسبق الآخر فيتمثل في استمرار أزمات الدين لفترات زمنية طويلة. فحسب المقولة الشهيرة لرئيس سيتي بنك الأسبق ويليام روبرج خلال أزمة الدين التي وقعت في الثمانينات: «من السهل تأجيل سداد الدين. ولكن الخروج من هذه الدائرة أمر صعب».

وقد استمرت فترات التعثر سبع سنوات في المتوسط قبل تسوية الدين، وتتضمن عادة عمليات إعادة هيكلة متعددة (انظر الرسم البياني ٤). ولسوء الحظ، قد تتحول إعادة هيكلة الدين إلى مساومة غالباً ما يكون فيها البلد المدين مستعداً لزيادة ديونه مستقبلاً مقابل تخفيض المدفوعات المستحقة عليه حالياً (وله الحق في ذلك)، وعازماً تماماً على إعادة هيكلة الدين مجدداً إذا لزم الأمر. ويساعد هذا التأخر الجانبين أيضاً على التفاوض من أجل الحصول على المزيد من الأموال من الدائنين الرسميين (راجع دراسة (Bulow and Rogoff 1989)). وغالباً ما قد يكون الدائنون مستعدين لتجديد الدين مرة بعد مرة (على الدوام) لتحسين صورة ميزانياتهم العمومية مؤقتاً. وفي السيناريو الأسوأ، قد تؤدي أزمة كوفيد-١٩ إلى «عقد ضائع» آخر في مسيرة التنمية وتأخر تسوية الديون لفترات طويلة.

فما الذي يمكن أن تفعله الحكومات ومؤسسات الإقراض متعددة الأطراف لضمان استفادة مواطني البلدان المدينة

السيناريوهات، سيكون الأمر مختلفاً هذه المرة، وإن كانت التجارب السابقة غير مشجعة.

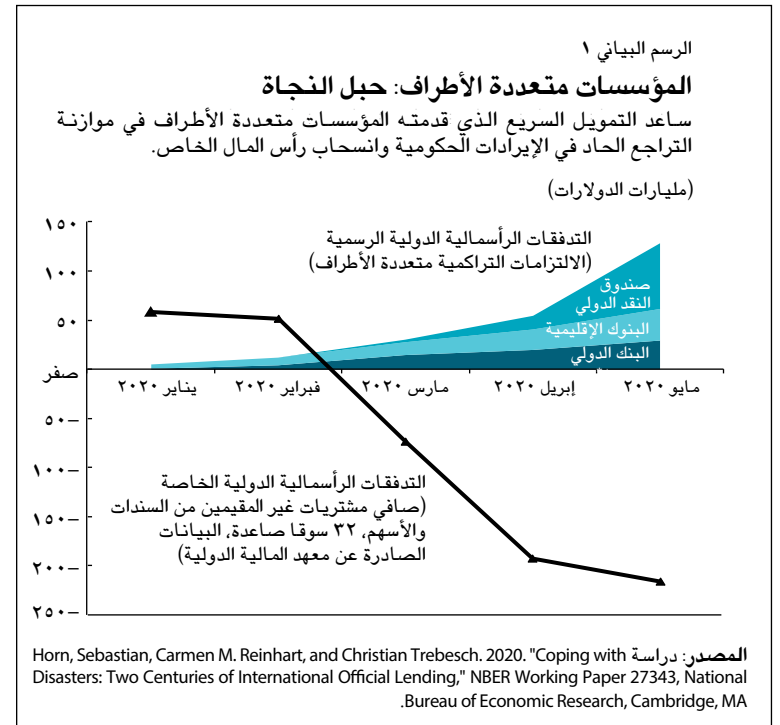
وفي ظل الارتفاع الحاد في الاحتياجات التمويلية بشكل متزامن في مجموعة كبيرة من البلدان، ثمة احتياج متزايد غير ملحوظ بعد إلى إعادة هيكلة الكثير من الديون بقدر لم يشهده العالم منذ أزمة الدين التي وقعت في الثمانينات. وينبغي أن يكون المقرضون الرسميون على استعداد لاتخاذ اللازم.

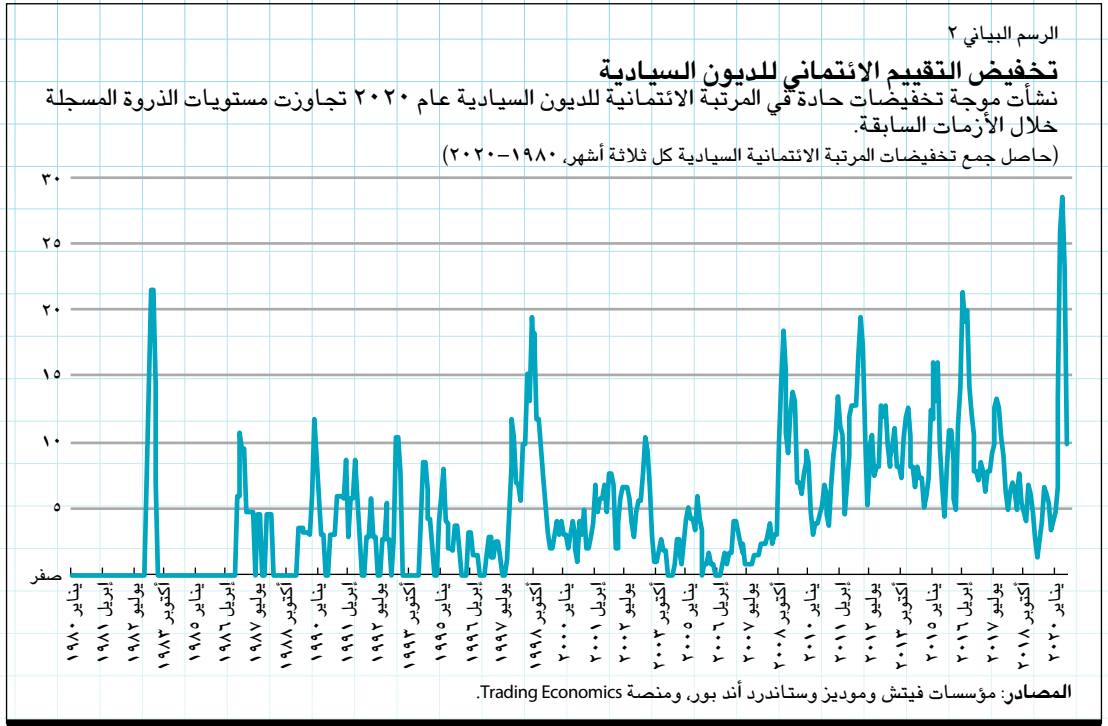
ولكنهم سيواجهون معوقات في هذه الحالة نتيجة اتجاهين ظهرا منذ فترة بمعزل عن أزمة كوفيد-١٩، ويمكن اعتبارهما بمثابة «عوامل مسبقة».

أولاً، أصبح دائنو القطاع الخاص يطالبون بنصيب ضخم من المبالغ المسددة عند إعادة هيكلة الديون. وبالرغم من أن الديون المستحقة للقطاع الرسمي لها أولوية على الديون المستحقة للقطاع الخاص من الناحية النظرية، تشير معظم التجارب التاريخية إلى العكس.

فخلال أزمة الدين التي شهدتها الأسواق الصاعدة في الثمانينات، نجح دائنو القطاع الخاص في استرداد أموالهم بينما قدم الدائنون الرسميون المزيد من القروض (راجع دراسة (Bulow, Rogoff, and Bevilacqua 1992)).

وشهدت أزمة الدين الأوروبية تطورات مماثلة عندما تحمل المستثمرون بعض الخسائر بالفعل في اليونان، حيث أمكنهم استرداد جزء كبير من أموالهم، وقدمت حكومات منطقة اليورو قروضا ضخمة لتيسير عملية السداد (راجع دراسة (Zettelmeyer, Trebesch, and Gulati 2013)). وتكرر هذا النمط على مدار قرنين من الإقراض الخاص والرسمي، حيث





مع تحسين جودة بيانات الدين المحلي والديون المستحقة على الشركات المملوكة للدولة، وتزداد أيضا أهمية إدراج أعباء معاشات التقاعد في الحسابات، كما اتضح جليا من عمليات إعادة التفاوض على الدين الأخيرة في ديترويت وبورتوريكو.

• إعداد تنبؤات اقتصادية واقعية تراعي مخاطر التطورات المعاكسة

من المهم للغاية توافر تنبؤات واقعية عن النمو لتجنب تقدير الاحتياجات التمويلية لبلد ما على المدى القريب بأقل من الواقع، والمغالاة في تقدير قدرته على خدمة التزامات الدين. ويشير جيمس بوتون، المؤرخ لدى صندوق النقد الدولي، إلى أنه خلال الجزء الأكبر من أزمة الدين التي وقعت في الثمانينات، ظلت توقعات النمو مفرطة في التفاؤل، لا سيما في أمريكا اللاتينية. ومن شأن التنبؤات الواقعية، لا سيما التي تراعي هشاشة البلدان ذات المديونية الحرجة، التعجيل بحل جميع الأزمات. وبالرغم من أن الكشف المبكر عن حالات الإعسار وتحديد الحالات التي تتطلب شطب قدر كبير من الديون ليسا ضمانا لسرعة تسوية الدين، فإنهما يمثلان خطوة في هذا الاتجاه.

• سن قوانين جديدة لضمان إعادة هيكلة الديون السيادية حسب القواعد

يمكن أن يساهم اتخاذ خطوات قانونية بمناطق الاختصاص المنظمة للسندات الدولية (نيويورك ولندن على

المتضررة نتيجة الجائحة من التمويل الجديد بدلا من استخدامه في السداد للدائنين؟ وكيف يمكنها تعزيز عملية إعادة هيكلة الديون؟ فيما يلي ثلاث أفكار عملية:

• المزيد من الشفافية بشأن بيانات الدين وعقود الدين

من المهم للغاية أن يواصل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي ومجموعة العشرين الإصرار على تعزيز شفافية إحصاءات الدين.

إن أحد أهم التعقيدات الجديدة التي يصعب معها تقييم المديونية الخارجية للعديد من الاقتصادات النامية يتعلق بالصين التي أصبحت الدائن الثنائي الأكبر على الإطلاق في السنوات الأخيرة. ولسوء الحظ، غالبا ما يخضع إقراض الصين لشروط عدم الإفصاح، ولا يزال من الصعب تكوين صورة كاملة عن حجم هذه القروض. وقد يساهم توافر بيانات أكثر تفصيلا عن حجم القروض التي يمنحها دائنو القطاع الخاص في تحسين المفاوضات بين الدائنين والمدينين في حالات المديونية الحرجة، والسماح للدائنين والحكومات بتحديد السندات المعرضة لمخاطر امتناع الدائنين عن المشاركة والتفاوض. ويمكن إطلاق مبادرة شفافية شاملة تتضمن على سبيل المثال الإفصاح التام عن مالكي السندات السيادية ومبادلات مخاطر الائتمان السيادية التي تؤدي إلى تغيير فوري في تكوين المقرضين. ومن خلال معرفة الأطراف المشاركة والمبالغ المستحقة، سيكون المجتمع الدولي ومواطنو البلدان المتضررة أكثر قدرة على مراقبة كيفية استخدام الموارد الزهيدة في أوقات الأزمات. ويتعين أن تصبح حسابات البلد نفسه أكثر شمولاً،

أقصى على المبالغ التي يمكن استردادها من السندات الحكومية غير المسددة التي تم شراؤها بخصم كبير. وفي عام ٢٠١٠، أقرت المملكة المتحدة قانونا مماثلا بالنسبة للبلدان المشاركة في المبادرة المعنية بالبلدان الفقيرة المثقلة بالديون، بينما أصدرت بلجيكا عام ٢٠١٥ ما أسمته بقانون مكافحة الصناديق الانتهازية الذي يمنع المقرضين الذين يميلون إلى خيار التقاضي من عرقلة المدفوعات المسددة عبر مؤسسة يوروكير لمقاصة السندات. وسيساهم ذلك أيضا في تشجيع القوانين على تسهيل معظم عمليات إعادة الهيكلة، مما سيتيح للكيان السيادي وأغلبية المقرضين تقريبا التوصل إلى اتفاق ملزم لجميع المقرضين المشاركين في إعادة الهيكلة.

وتعد الجائحة العالمية صدمة قد لا تأتي إلا مرة في القرن وتستحق بالتالي استجابة جادة من جانب دائني القطاع الرسمي والقطاع الخاص تجاه اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، بما في ذلك الحفاظ على نظام التداول العالمي ومساعدة البلدان على تجاوز مشكلات الدين.

ويتعين أن يكون الدعم وشيكا، بغض النظر عن التقدم الذي يمكن إحرازه نحو تعزيز إدارة عمليات إعادة هيكلة الديون. ولكن ضمان وصول أكبر قدر ممكن من المساعدات إلى مواطني البلدان المدينة يتطلب العدالة بين الدائنين والمساواة في تقاسم الأعباء فيما بينهم، لا سيما فيما بين دائني القطاع الرسمي والقطاع الخاص. وكلما ازداد حجم المساعدات الرسمية والقروض الميسرة التي يمكن توجيهها نحو مساعدة المواطنين المعوزين حول العالم — وقلت احتمالات استخدام هذه المساعدات في سداد ديون الدائنين المتعنتين — كان ذلك أفضل. **FD**

**جيريمي بيولو** أستاذ كرسي ريتشارد ستوب للاقتصاد بكلية ستانفورد لإدارة الأعمال، و**كارمن راينهارت** نائب الرئيس وكبير الاقتصاديين بمجموعة البنك الدولي، و**كينيث روغوف** أستاذ كرسي توماس كابوت للسياسة العامة وأستاذ الاقتصاد بجامعة هارفارد، و**كريستوف تريبيش** أستاذ المالية الدولية بمعهد كيل للاقتصاد العالمي.

### المراجع:

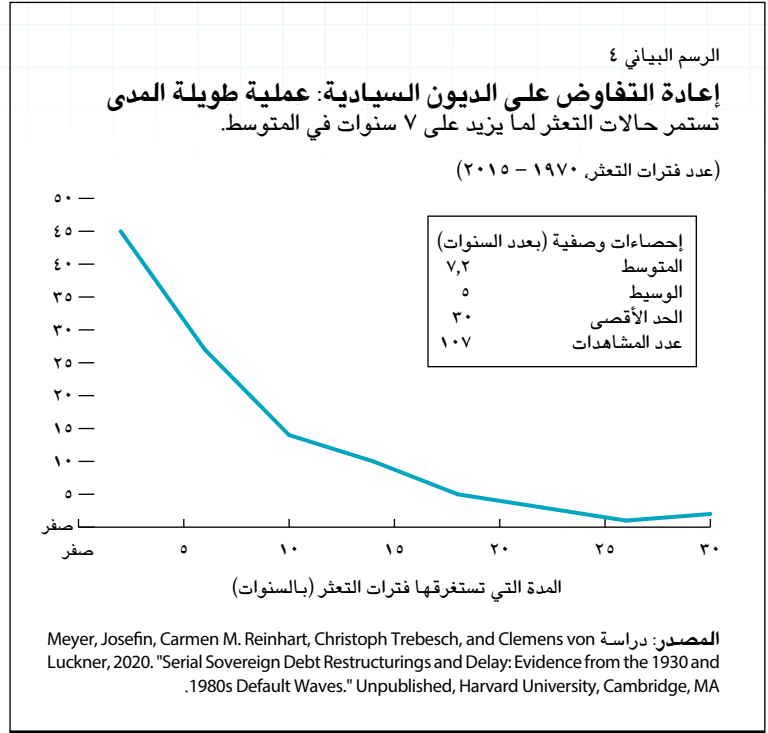
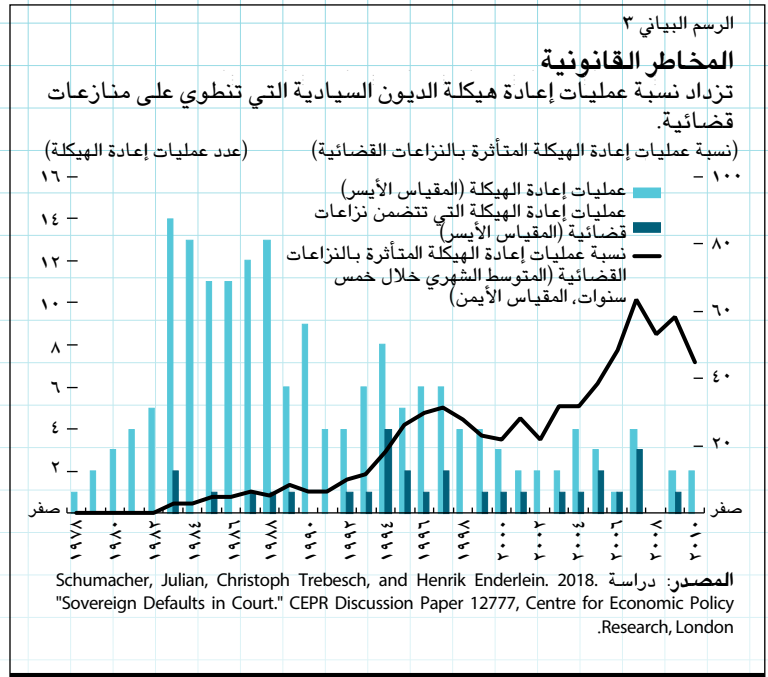
Bulow, Jeremy, and Kenneth Rogoff. 1989. "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt." *Journal of Political Economy* 97 (February): 155–78.

———, and Afonso Bevilacqua. 1992. "Official Creditor Seniority and Burden Sharing in the Former Soviet Bloc." *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 195–222. Washington, DC: Brookings Institution.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Schlegl, Matthias, Christoph Trebesch, and Mark L. J. Wright. 2019. "The Seniority Structure of Sovereign Debt." NBER Working Paper 25793, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch, and Mitu Gulati. 2013. "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy." *Economic Policy* 28 (75), 513–63.



وجه الخصوص، وغيرهما)، أو حيث تتم تسوية المدفوعات، في تنظيم عملية إعادة هيكلة الديون بشكل أفضل من خلال زيادة تكافؤ الفرص بين المدينين السياديين والدائنين. فعلى سبيل المثال، يمكن للتشريعات الوطنية فرض حد