

Distr.: General
18 November 2009
Arabic
Original: Spanish

الجمعية العامة



الدورة الرابعة والستون

اللجنة الثانية

البندان ٥١ (ج) و ٥٢ من جدول الأعمال

المسائل المتعلقة بسياسات الاقتصاد الكلي: الديون الخارجية

والتنمية: نحو حل دائم لمشاكل ديون البلدان النامية

متابعة وتنفيذ نتائج المؤتمر الدولي لتمويل التنمية لعام

٢٠٠٢ والمؤتمر الاستعراضي لعام ٢٠٠٨

رسالة مؤرخة ٩ تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠٠٩ موجهة إلى الأمين العام من
الممثلة الدائمة لنيكاراغوا لدى الأمم المتحدة

يشرفني أن أكتب إليكم بالإشارة إلى المذكرة التي أعدها الأمين العام لمؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، وعنوانها "تأثير الأزمة المالية والاقتصادية في قدرة البلدان النامية على تحمل الديون" التي عرضت على الدول الأعضاء في اجتماع غير رسمي (انظر المرفق).

وقد أعدت هذه المذكرة بناء على طلب من ميغيل ديسكوتو بروكمان رئيس الجمعية العامة المنتهية ولايته الذي طلب إلى مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد) إعداد ورقة عن تأثير الأزمة في القدرة على تحمل الديون. والغرض من الورقة هو المساهمة في مناقشات فريق الجمعية العامة العامل المفتوح باب العضوية المخصص لمتابعة مؤتمر الأمم المتحدة المتعلق بالأزمة المالية والاقتصادية العالمية وتأثيرها في التنمية.

وأرجو ممتناً، أن تعملوا على تعميم هذه الورقة بوصفها وثيقة رسمية من وثائق الجمعية العامة في دورتها الرابعة والستين في إطار البندين ٥١ (ج) و ٥٢ من جدول الأعمال.

(توقيع) ماريا روبياليس ده شامورو

الممثلة الدائمة



مرفق الرسالة المؤرخة ٩ تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠٠٩ والموجهة إلى الأمين العام من الممثلة الدائمة لنيكاراغوا لدى الأمم المتحدة

تأثير الأزمة المالية والاقتصادية في قدرة البلدان النامية على تحمل الديون

مذكرة أمانة الأونكتاد

أيلول/سبتمبر ٢٠٠٩

المحتويات

الصفحة

٣	أولا - مقدمة
٤	ثانيا - الاتجاهات الأخيرة
١٢	ثالثا - القدرة على تحمل الدين في الاقتصادات النامية والمتقدمة
١٧	رابعا - كيفية جعل الدين أكثر أمنا
٢٤	خامسا - الاستنتاجات
	التذييل
٢٨	القدرة على تحمل الدين الخارجي مقارنة بالاستدامة المالية

أولا - مقدمة

١ - أعدت هذه الورقة استجابة لطلب قدمه ميغيل ديسكوتو بروكمان الرئيس السابق للجمعية العامة في ٦ تموز/يوليه ٢٠٠٩ إلى مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية يلتمس فيه من مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد) إعداد ورقة عن تأثير الأزمة المالية والاقتصادية على القدرة على تحمل عبء الديون. وعلاوة على ذلك، تشكل الورقة مساهمة من المساهمات المقدمة في إطار متابعة نتائج مؤتمر الأمم المتحدة المتعلق بالأزمة المالية والاقتصادية العالمية وتأثيرها في التنمية، الذي عقد في حزيران/يونيه ٢٠٠٩.

٢ - ويصف الفرع الثاني من هذه الورقة تأثير الأزمة على البلدان النامية. ويبين كيف أثبتت الأزمة مرة أخرى أن البلدان النامية لا تقوى على تحمل الصدمات الخارجية وأن الانتكاس الاقتصادي العالمي يثير مخاوف بشأن قدرة البلدان النامية على اجتياز العاصفة بسلام دون أن تكون قد زرعت في الأثناء بذور أزمة ديون في السنوات القادمة. وفي هذا السياق، فإن من الأهمية بمكان أن يعي واضعو السياسات العوامل الحاسمة في القدرة على تحمل الديون وما طرأ عليها من تطورات في العامين الماضيين. بيد أنه ينبغي ألا ينظر إليها على أنها مجرد القدرة على مواصلة خدمة الدين دون مراعاة أن أي ارتفاع في تكاليف خدمة الدين يترتب عليه بالضرورة نقصان في الأموال المتاحة لمكافحة الفقر وتحقيق الأهداف الإنمائية للألفية.

٣ - ويبين الفرع الثالث أن البلدان النامية تعاني من أزمات ديون منخفضة المستويات نسبياً بمقاييس البلدان المتقدمة النمو (كثيراً ما يشار إلى هذه الظاهرة العالمية بانعدام القدرة على تحمل الديون). ويُرفض في الورقة الأخذ بالحكمة التقليدية التي ترى أن هذه الظاهرة نتاج سياسات أو مؤسسات سيئة، وتقول إن العوامل الحاسمة في انعدام القدرة على تحمل الديون تكمن في الهياكل الاقتصادية للبلدان النامية وهيكل ديونها.

٤ - ويناقش الفرع الرابع السياسات الدولية والمحلية الطويلة المدى الرامية إلى الحد من احتمالات حدوث أزمات ناشئة عن عدم تسديد الديون. ويؤكد هذا الفرع أيضاً أنه، حتى إذا ما حسنت السياسات، فإن وقوع أزمات ناشئة عن التخلف في سداد الديون يظل محتملاً، وأنه يمكن التخفيف من تكلفتها بإنشاء آلية دولية لتسوية مشكلة الديون تسمح بإعادة هيكلتها في عملية سريعة ومنصفة وشفافة.

ثانياً - الاتجاهات الأخيرة

٥ - تحولت الأزمة المالية التي بدأت بزيادة عدد حالات التخلف في عام ٢٠٠٧ عن سداد الديون العقارية العالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أسوأ انتكاس اقتصادي يشهده العالم في الأعوام الـ ٧٠ الماضية. فلقد استشرت الأزمة خلال عام ٢٠٠٨ من القطاع المالي إلى الاقتصاد الحقيقي، وتعمقت كثيراً بعد إفلاس بنك ليمان براذرز في أيلول/سبتمبر من عام ٢٠٠٨. وكانت المناقشات التي أجريت خلال عام ٢٠٠٨ لإخراج البلدان النامية من الركود الاقتصادي الذي عانت منه لم تتوصل إلى أي نتائج حاسمة، ولكن بحلول نهاية عام ٢٠٠٨، أصبحت البيانات تشير بوضوح إلى أن احتمالات نمو البلدان النامية ستواجه تدهوراً كبيراً يصاحبه تدهور عدد من المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية الرئيسية.

٦ - ويتوقع أن يبلغ متوسط النمو في البلدان الفقيرة المثقلة بالديون ٢,٧ في المائة في عام ٢٠٠٩ بالمقارنة بمتوسط نموها البالغ ٥,٨ و ٥,٦ في المائة في عام ٢٠٠٧ وعام ٢٠٠٨ على التوالي. أما البلدان النامية من خارج مجموعة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون، فيتوقع أن يتراجع معدل نموها إلى ٠,٧ في المائة في عام ٢٠٠٩ بالمقارنة بمعدلها البالغ ٨,١ في المائة في عام ٢٠٠٧ و ٥,٧ في المائة في عام ٢٠٠٨. وتخفي هذه الأرقام اختلافات كبيرة في الأداء فيما بين البلدان إذ يتوقع أن تسجل البلدان النامية باستثناء الصين من خارج مجموعة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون تراجعاً بنسبة ١,٨ في المائة في نواتجها المحلية الإجمالية في عام ٢٠٠٩ مقارنة بما كانت عليه في عام ٢٠٠٨، ويتوقع أن يسجل ما مجموعه ٦٢ بلداً تقريباً (من أصل ما مجموعه ١٦٦ بلداً تتوفر بشأنها بيانات) من البلدان النامية نمواً سلبياً في نصيب الفرد في نواتجها في عام ٢٠٠٩.

٧ - وفي عام ٢٠٠٧، سجلت البلدان النامية، كمجموعة، فائضاً في الحساب الجاري تبلغ نسبته إلى دخلها القومي الإجمالي ٣,٥ في المائة، ولكن هذا الفائض تراجع في عام ٢٠٠٨ إلى ٢,٥ في المائة، ومن المتوقع أن يتقلص في عام ٢٠٠٩ إلى ١,٦ في المائة. وهناك بضعة بلدان لديها فوائض كبيرة تؤثر تأثيراً كبيراً على متوسط هذه المجموعة، بل إنه لولا وجود الصين ضمن المجموعة، لكانت الأرقام أكثر مدعاة للقلق فيما يبدو. فقد سجلت البلدان النامية خارج مجموعة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون في عام ٢٠٠٧ فائضاً في الحساب الجاري بلغت نسبته إلى الدخل القومي الإجمالي ٠,٨ في المائة فقط، وقد تراجعت هذه النسبة في عام ٢٠٠٨ إلى ٠,٣ في المائة. ثم إن أكثر من نصف البلدان النامية لديها عجز في الحساب الجاري يتجاوز ٦ في المائة من الدخل القومي الإجمالي لعام ٢٠٠٨، وقد سجلت

البلدان الفقيرة المثقلة بالديون، كمجموعة، في عام ٢٠٠٨ عجزا في الحساب الجاري تبلغ نسبته إلى دخلها القومي الإجمالي ٦,٨ في المائة.

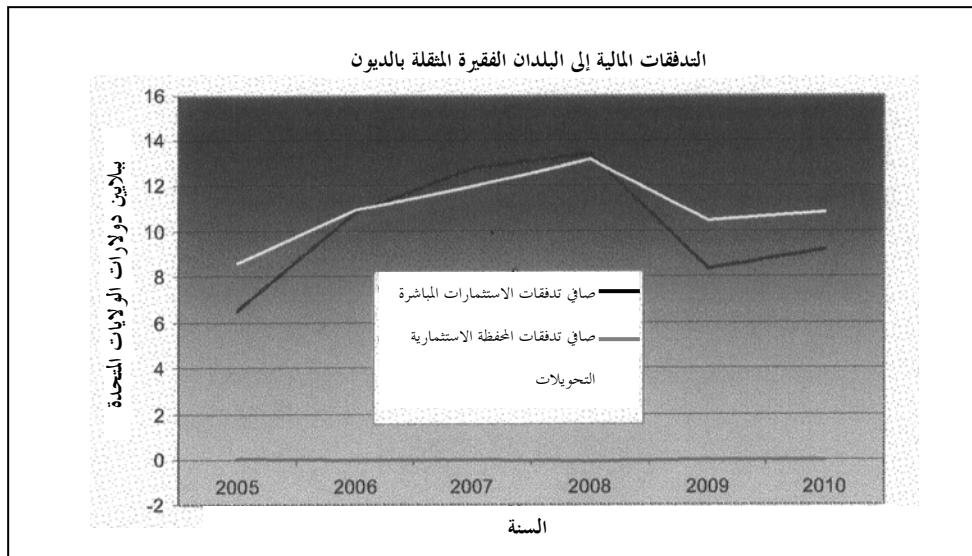
٨ - ويعزى التدهور في الحسابات الجارية للبلدان النامية في جانب كبير منه إلى انهيار الصادرات، وبدرجة أقل، إلى تراجع التحويلات المالية. وقد أدى تراجع الصادرات الناجم عن انخفاض الطلب العالمي إلى حدوث انخفاض في قيمة السلع المتّجر فيها عالميا بلغت نسبته ٣٠ في المائة بين أيلول/سبتمبر ٢٠٠٨ وآذار/مارس ٢٠٠٩. ويعزى هذا الانخفاض إلى تراجع موازٍ طرأ في آنٍ واحد على حجم الصادرات وأسعارها، وبخاصة في قطاع السلع الأساسية. ورغم أن البلدان ذات الدخل المنخفض والتي تعتمد على تصدير صنف وحيد من السلع، هي التي يرجح أن تكون أشد البلدان معاناة من الأزمة جراء الانكماش الحاد الذي طرأ على النشاط الصناعي في البلدان المتقدمة خلال الفترة بين أواخر عام ٢٠٠٨ وأواسط عام ٢٠٠٩، فإن هناك بلدانا نامية متوسطة الدخل سجلت هي أيضا انخفاضاً كبيراً في الصادرات، مما يعكس تدهوراً حاداً في التجارة في السلع المصنّعة أسفر عن انخفاض في إنفاق المستهلكين في البلدان المتقدمة النمو والبلدان النامية.

٩ - وتشكل التحويلات المالية جزءاً صغيراً نسبياً من إيرادات المهاجرين، وعادة ما تكون التدفقات مستقرة إلى حد ما حتى خلال فترات الركود الاقتصادي. وهذا ما يفسر لماذا أثبتت التحويلات في الأزمة الأخيرة أنها أكثر قدرة على الصمود من أي تدفقات مالية أخرى رغم أن بعض البلدان عانت من انخفاضات حادة فيها. وبعد أن سجلت التحويلات المالية إلى البلدان النامية رقماً قياسياً بوصولها إلى ٣٢٨ بليون دولار في عام ٢٠٠٨، فإنه يتوقع أن تنخفض بنسبة ٧,٣ في المائة في عام ٢٠٠٩، مقارنة بانخفاض خلال الفترة نفسها بأكثر من ٥٠ في المائة من صافي التدفقات المالية الخاصة. ويرتبط الانخفاض في التحويلات المالية ارتباطاً مباشراً بالركود في اقتصادات السوق للبلدان المتقدمة النمو والنقص في مجمل أرباح العمال المهاجرين الذين غالباً ما يعملون في القطاعات الأكثر تضرراً، مثل البناء وصناعة السيارات. ثم إن منطقة أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى ستكون أكثر المناطق تضرراً جراء انخفاض التحويلات، فقد سجلت انخفاضاً بنسبة ٨,٣ في المائة تليها أمريكا اللاتينية التي سجلت انخفاضاً قدره ٦,٩ في المائة. ويُنظر إلى تحويلات العاملين في الخارج على أنها تشكل في آنٍ معاً عامل استقرار في ديناميات الحساب الجاري لكثير من البلدان النامية، وعاملاً من عوامل التخفيف من فقر الأسر المتلقية للتحويلات. وهذا الأثر الثاني هو الذي يثير قلقاً لدى كثير من البلدان النامية لأن ضعف الاقتصاد وتراجع إيرادات الحكومات أصبحا يهددان بالفعل عدداً من البرامج الاجتماعية.

١٠ - ونتيجة لانخفاض عام في التدفقات المالية الأخرى، زادت الأهمية النسبية للتحويلات ولا سيما بالنسبة للبلدان النامية الصغيرة نسبياً. وفي البلدان الفقيرة المثقلة بالديون ستفوق التحويلات المالية صافي تدفقات الاستثمارات المباشرة في عام ٢٠٠٩، حيث تتناقص هذه التدفقات نتيجة للأزمة المالية بأكثر من ٣٠ في المائة في ٢٠٠٨/٢٠٠٩ (انظر الشكلين الأول والثاني). ومن المتوقع أن تكون أكثر البلدان تضرراً من انخفاض التحويلات المالية في عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ هي جمهورية مولدوفا وطاجيكستان وغيانا وليسوتو وهائتي وهندوراس.

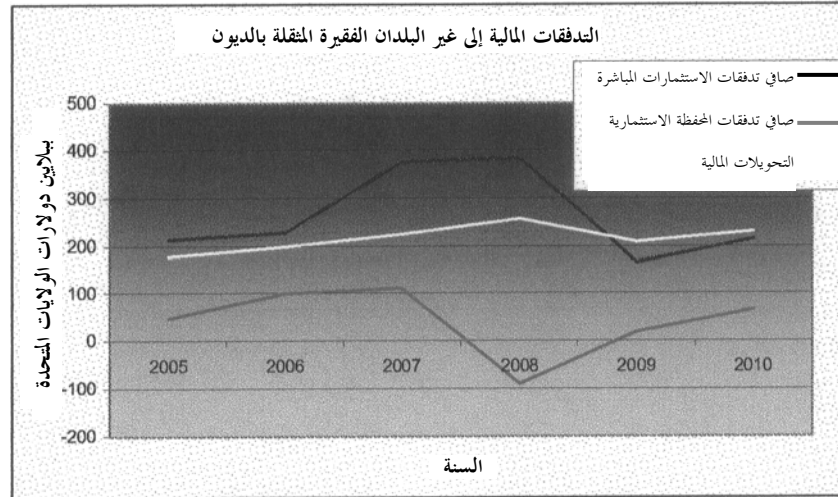
الشكل الأول

التدفقات المالية إلى البلدان الفقيرة المثقلة بالديون



المصدر : تستند حسابات الأونكتاد إلى الإحصائيات المالية الدولية لصندوق النقد الدولي، وتقرير الاستثمار العالمي للأونكتاد، ومصادر وطنية، وتقديرات وحدة التحريات الاقتصادية. ملاحظة: استناداً إلى البيانات المتاحة.

الشكل الثاني التدفقات المالية إلى غير البلدان الفقيرة المثقلة بالديون



المصدر : تستند حسابات الأونكتاد إلى الإحصائيات المالية الدولية لصندوق النقد الدولي، وتقرير الاستثمار العالمي للأونكتاد، ومصادر وطنية، وتقديرات وحدة التحريات الاقتصادية استناداً إلى البيانات المتاحة.

ملاحظة: استناداً إلى البيانات المتاحة.

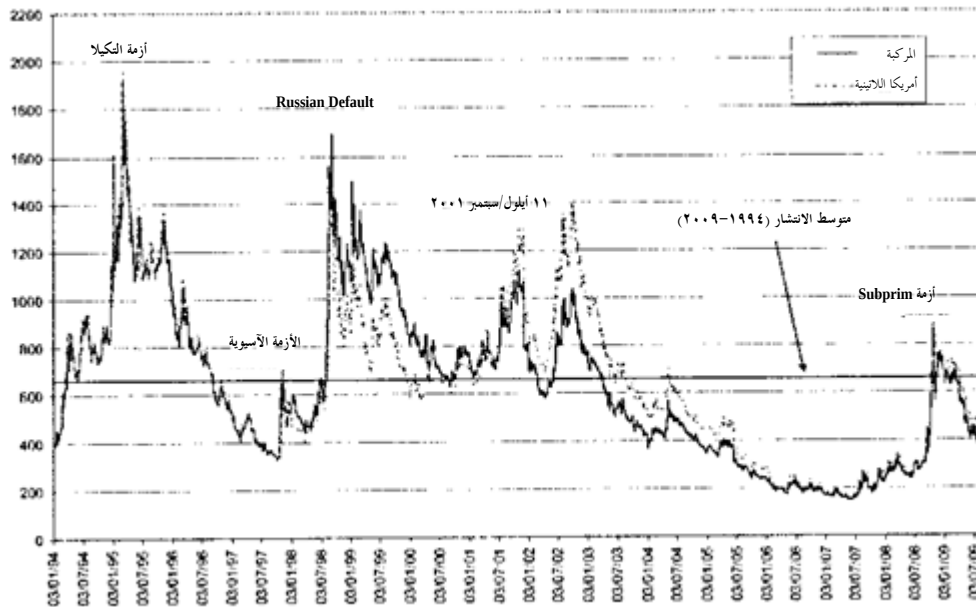
١١ - ولئن كان صحيحاً أن بعض البلدان النامية قد تستفيد من التحرك من حالة العجز في الحساب الجاري إلى تحقيق فائض في الحساب الجاري، وأن البلدان النامية التي لديها فائض في الحساب الجاري قد تتلقى فوائد محدودة أو لا تتلقى أي فوائد من العولمة المالية وما يرتبط بها من تدفقات رأس المال الخاص (تقرير التجارة والتنمية، ٢٠٠٨)^(١)، فإنه من الصحيح أيضاً أنه ينبغي إجراء التسويات بصورة تدريجية. وعليه، قد يكون التوقف المفاجئ في تدفقات رأس المال الخاص مصدراً لقدر كبير من المعاناة، على الأقل في الأجل القصير. ويشكل التصدي لمثل هذا الانقلاب في التدفقات الخاصة الداخلة أحد التحديات الرئيسية التي تواجه السياسة العامة لعدد من البلدان النامية في عام ٢٠٠٩. ويصدق هذا بوجه خاص، ولكن ليس حصراً، على تلك البلدان التي تشهد عجزاً في الحساب الجاري. وانخفض صافي تدفقات رأس المال الخاص، الذي تجاوز ٩٠٠ بليون دولار في ذروة الدورة السابقة في عام ٢٠٠٧، إلى ٤٦٥ بليون دولار في عام ٢٠٠٨، ويتوقع أن يقل عن ٢٠٠ بليون دولار في عام ٢٠٠٩.

(١) الأونكتاد، تقرير التجارة والتنمية، ٢٠٠٨ (منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع A.08.II.D.21).

ولا يقتصر الأمر على تناقص التمويل الخاص الخارجي خلال العامين الماضيين، بل إن تكلفة الحصول على رأس المال الدولي أصبحت هي أيضاً أعلى بالنسبة للبلدان النامية مع اشتداد الاضطراب المالي. وأدت الأزمة المالية العالمية وما رافقها من زيادة نزعة العزوف عن المخاطرة، ولا سيما بعد انهيار ليمان براذرز في أيلول/سبتمبر ٢٠٠٨، إلى حدوث زيادة هائلة في فروق عوائد الاقتراض السيادي بالنسبة للأسواق الناشئة كمجموعة. وازداد فرق العوائد بين سندات الخزانة القابلة للمقارنة من نحو ٢٠٠ نقطة أساس في أواسط عام ٢٠٠٧ إلى أكثر من ٨٥٠ نقطة أساس في ذروة الأزمة في أواخر عام ٢٠٠٨ وأوائل عام ٢٠٠٩ (انظر الشكل الثالث). وفي أعقاب سلسلة من تدخلات السلطات النقدية والمالية في مختلف أنحاء العالم، وانتشار الرأي القائل بأن النظام المالي العالمي لن ينهار، بدأت فروق العوائد بالتناقص ابتداء من أواخر شباط/فبراير ٢٠٠٩، وانخفضت الآن لتصل إلى المستويات التي كانت سائدة قبل إفلاس مؤسسة ليمان. ولا تزال فروق العوائد الحالية المعادلة لـ ٣٥٠ نقطة أساس تنطوي مع ذلك على تكاليف اقتراض أعلى بالنسبة للأسواق الناشئة كمجموعة مقارنة بمستويات ما قبل الأزمة، وعلى ازدياد عبء خدمة الديون في السنوات المقبلة على اقتصادات البلدان التي رحّلت ديونها خلال عام ٢٠٠٩.

الشكل الثالث

فروق العوائد من مؤشرات السندات للأسواق الناشئة كمجموعة ولأمريكا اللاتينية

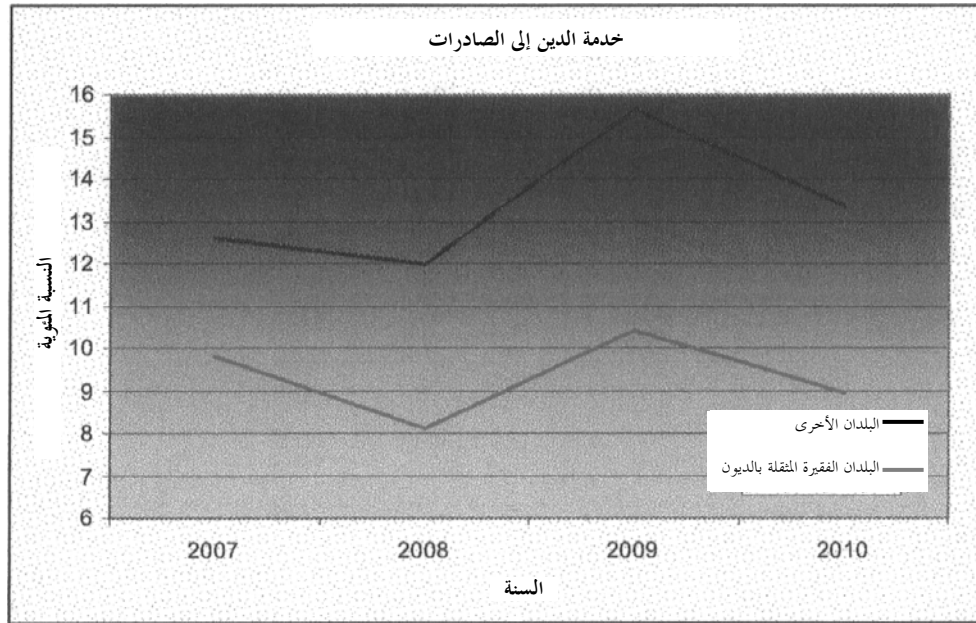


المصدر : بلومبيرغ.

١٢ - وبتزامن الأزمة المالية العالمية مع ما نتج عنها من توقف مفاجئ في توفير الائتمانات، يعمل صندوق النقد الدولي بوصفه الملاذ الأخير للإقراض. ولذلك، يُستشهد على شدة الصعوبات التي تواجهها البلدان النامية فيما يتعلق بميزان المدفوعات بوصول متوسط عدد البلدان التي تسعى إلى الحصول على قروض من صندوق النقد الدولي غير القروض المقدمة من مرفق الحد من الفقر وتحقيق النمو^(٢) إلى ستة بلدان في السنة السابقة على الأزمة، على حين ازداد عدد البلدان التي تستفيد من هذه المرافق إلى ٢٤ بلدا في الفترة من تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠٨ إلى آب/أغسطس ٢٠٠٩ فقط. وبالإضافة إلى ذلك، فإنه في حين أن المبلغ المتوسط للأموال التي صرفها صندوق النقد الدولي على جميع البرامج باستثناء المرفق يعادل ٢ بليون دولار من حقوق السحب الخاصة سنويا بين عامي ٢٠٠٣ و ٢٠٠٧، فإن الدعم المقدم للبلدان الـ ٢٤ اعتبارا من نهاية العام الماضي بلغ أكثر من ١٠٠ بليون دولار من حقوق السحب الخاصة. وأدت تخفيضات أرصدة الديون المرتبطة بمبادرة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون والمبادرة المتعددة الأطراف لتخفيف عبء الديون، إلى جانب نمو اقتصادي دولي قوي في السنوات السابقة، إلى حدوث تحسن باهر في مؤشرات الدين بين عامي ٢٠٠٣ و ٢٠٠٧. وبينما ازداد مجموع الديون العامة للبلدان النامية بمقدار ١٧٦ بليون دولار خلال عام ٢٠٠٨، ظلت نسب الديون الأساسية تظهر انخفاضا معتدلا نظرا لعدم تسرب الأثر الكامل لانخفاض الصادرات وتباطؤ النمو في الدخل القومي الإجمالي إلى البلدان النامية. غير أن الانخفاض في الطلب العالمي وما نتج عنه من انخفاض النمو والأداء التصديري في البلدان النامية سيقبل من المكاسب الكبيرة التي حُققَت فيما يتعلق بالدين الخارجي حتى نهاية عام ٢٠٠٨. فعلى سبيل المثال، من المتوقع أن تسوء نسبة خدمة الدين إلى الصادرات للبلدان الفقيرة المثقلة بالديون وللبلدان الأخرى خلال عام ٢٠٠٩ (انظر الشكل الرابع).

(٢) ينظر هذا التقرير إلى البرامج غير مرفق الحد من الفقر وتحقيق النمو باعتبارها توضح التغيرات في المشهد الاقتصادي باستثناء أنشطة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون التي تجري وفق جدولها الزمني الخاص.

الشكل الرابع
نسبة خدمة الدين إلى الصادرات



المصدر: تستند حسابات الأونكتاد إلى تقديرات تمويل التنمية العالمية الصادر عن البنك الدولي، وإلى وحدة التحريات الاقتصادية.

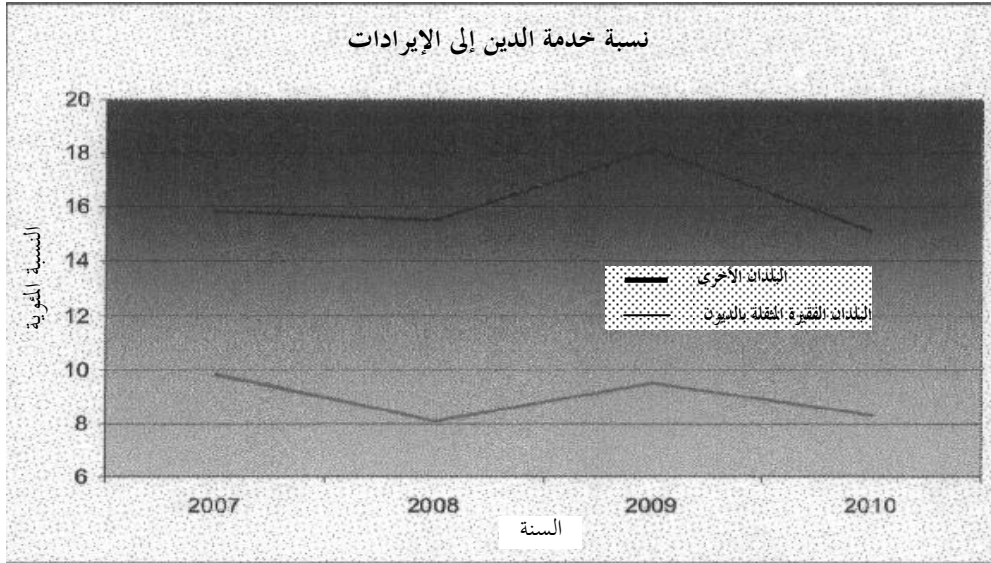
١٣ - ومن المرجح أن أعباء خدمة الدين، باعتبارها حصة من الصادرات ونسبة مئوية من الإيرادات الحكومية على حد سواء، ستبقى خلال عام ٢٠٠٩ وكذلك في جزء كبير من عام ٢٠١٠ أكثر ارتفاعاً عما كانت عليه في سنوات ما قبل الأزمة. وفي عام ٢٠٠٩، سترداد خدمة الدين بالنسبة للإيرادات الحكومية بأكثر من ١٧ في المائة للبلدان الفقيرة المثقلة بالديون وللبلدان التي ليست من البلدان الفقيرة المثقلة بالديون خلال عام ٢٠٠٩ (انظر الشكل الخامس). وتعزى هذه الزيادة فيما يتعلق بالبلدان الفقيرة المثقلة بالديون إلى زيادة في المدفوعات المطلقة لخدمة الدين وإلى انخفاض كبير في الإيرادات الحكومية على حد سواء. وحتى قبل الأزمة، كانت قدرة كثير من البلدان النامية على تحقيق الأهداف الإنمائية للألفية مقيدة بسبب الافتقار إلى الموارد المحلية، وتشكل زيادة الحصة المخصصة لخدمة الدين من الإيرادات الحكومية مبعث قلق، حيث من المرجح أن يرتفع عدد البلدان التي ستتخلف عن الركب في تنفيذ البرامج المقررة للحد من الفقر. ووفقاً لتقرير الأهداف الإنمائية للألفية لعام ٢٠٠٩^(٣)، يُتوقع أن يرتفع عدد الناس الذين يعيشون في فقر مدقع إلى ما يقدر بـ ٥٥ إلى ٩٠ مليون شخص مقارنة

(٣) تقرير الأهداف الإنمائية للألفية لعام ٢٠٠٩، منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع A.09.I.12.

بمستوى ما قبل الأزمة. وفي هذا السياق، اقترحت أمانة الأونكتاد تعليقاً مؤقتاً لسداد الديون فيما يتعلق بالدين الرسمي للبلدان ذات الدخل المنخفض، والذي قد يصل إلى ما يقارب ٢٦ بليون دولار لـ ٤٩ من البلدان المنخفضة الدخل لعامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠.

الشكل الخامس

نسبة خدمة الدين إلى الإيرادات



المصدر: تستند حسابات الأونكتاد إلى الإحصاءات المالية الدولية لصندوق النقد الدولي، ومصادر وطنية، وتقديرات وحدة التحريات الاقتصادية.

١٤ - ووجدت دراسة أجريت مؤخراً بتكليف من الأونكتاد أن الأزمة المالية العالمية قد أضعفت القطاع المصرفي كثيراً في عدد من البلدان النامية ذات الدخل المنخفض^(٤). وعند النظر إلى الفعالية المالية مقيسة بمجموع الخصوم مقسومة على مجموع رأس المال السهمي وفق ورقة معلومات الرصيد المصرفي، وجدت الدراسة أن ثمة زيادة في هذا المؤشر خلال فترة ما بعد الأزمة. وعلاوة على ذلك، فإن مجموع نسب رأس المال المصرفي لمعظم البلدان قد أظهرت انخفاضاً في فترة ما بعد الأزمة مقارنة بفترة ما قبل الأزمة. ومن المثير للاهتمام أن النسب تميل إلى أن تكون أسوأ بالنسبة للمصارف المحلية التي تملكها بنوك أجنبية، مما يعزز الرأي الذي يتزايد الأخذ به القائل بأن البلدان النامية تعاني على نحو غير متناسب من فوائض مراكز التمويل الخاص الدولية. وإذا ما امتدت الأزمة العالمية إلى ما بعد عام ٢٠١٠،

(٤) Amar Gande and Lemma W. Senbet: "The impact of global economic crisis on debt sustainability of low-income countries" UNCTAD informal paper, 2009.

فقد تزداد مخاطر انهيار المصارف في بعض البلدان النامية مما يضيف مزيداً من الضغوط على أوضاعها المتردية أصلاً فيما يتعلق بالميزانية، نظراً لأن الحكومات ستكون ملزمة بإنقاذ بعض المصارف الكبرى التي يمكن لانهيارها أن يعرض الاقتصاد لخطر عام. وحتى في ظل سيناريو أكثر تفاؤلاً يأخذ فيه النمو العالمي بالارتفاع في أوائل عام ٢٠١٠، فيمكن لقطاع مصرفي محلي منهك أن يعرقل الاستئناف السريع للنشاط الاقتصادي في البلدان النامية، ويفضي بالتالي إلى مزيد من التأخير في تحقيق الأهداف الإنمائية للألفية. ويبين ضعف القطاع المصرفي في البلدان النامية جراء الأزمة المالية مرة أخرى كيف أن على البلدان النامية، رغم أنها في وضع المتفرج البريء على الأزمة، أن تتعامل مع تداعيات الأزمة التي أدت إلى خروج نموها الاقتصادي عن مساره أو إلى إبطائه. ويظهر أيضاً المسارات المختلفة للأزمة المالية في مختلف البلدان. وفي العالم المتقدم، كان القطاع المالي وراء نشوب الأزمة الاقتصادية، أما في كثير من البلدان النامية، فالأزمة الاقتصادية العالمية هي التي أدت إلى ظهور مشاكل في قطاعها المالي. وبالرغم من أنه كان هناك فارق زمني، فيمكن، مع ذلك، للأثر السلبي على القدرات في مجالات النمو والحد من الفقر وخدمة الدين أن يكون كبيراً.

ثالثاً - القدرة على تحمل الدين في الاقتصادات النامية والمتقدمة

١٥ - تتعرض البلدان النامية والاقتصادات التي تمر بمرحلة انتقالية إلى أزمات ديون متكررة تتميز بتقديرات منخفضة للجدارة الائتمانية وفروق مرتفعة للعوائد على السندات السيادية.

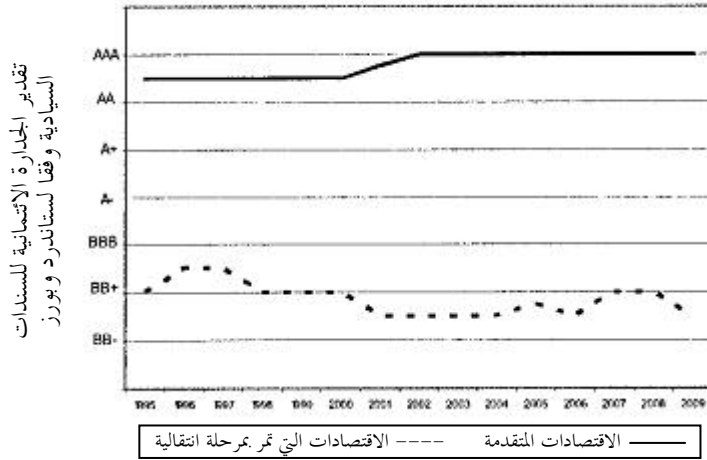
١٦ - وبالطبع، تواجه مختلف البلدان النامية أنواعاً مختلفة من المشاكل. ولا تستطيع البلدان المنخفضة الدخل بالفعل تحمّل مستويات عالية من الدين. ومن غير المحتمل أن يكون ذلك راجعاً إلى ضعف المؤسسات والسياسات العامة، كما يقال كثيراً. وينشأ انخفاض القدرة على تحمل الدين من أن اقتصادات هذه الدول تتسم بالضعف فيما يتعلق بالتنوع وبعتمادها المفرط على تصدير بضائع. وذلك يؤدي إلى حلقة مفرغة. وتحتاج البلدان المنخفضة الدخل إلى الائتمان لتطوير قطاعها الإنتاجي وتنويع اقتصاداتها، أما إذا اقترضت فإنها تعاني في نهاية المطاف من الآثار المدمرة والمزعزعة للاستقرار التي تترتب على أزمات الدين. ويتمثل الجواب عن هذه المعضلة في مزيد من التمويل بشروط ميسرة.

١٧ - وتواجه البلدان المتوسطة الدخل التي يمكنها الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية أنواعاً مختلفة من المشاكل. وعادة، ليس صحيحاً أن هذه البلدان تخوض الأزمة لأنها تقترض "أكثر مما ينبغي" (حتى وإن صح ذلك بالنسبة لبعضها). ولكن الأزمات المتكررة تنشأ نتيجة لكون هيكل الديون دون المستوى الأمثل وهو ما ينتج جزئياً عن سوء تصميم البنية المالية الدولية.

١٨ - ويمكن إيضاح النقطة الأخيرة من خلال النظر في تقدير الجدارة الائتمانية، وفروق العوائد على السندات السيادية، ومستويات الديون^(٥). وعلى مدى الفترة ١٩٩٥-٢٠٠٩، تأرجح متوسط تقدير الجدارة الائتمانية لعينة كبيرة من البلدان النامية بين BB- و BBB، في حين ظل متوسط تقدير الجدارة الائتمانية للاقتصادات المتقدمة فوق AA+ (انظر الشكل السادس). ويؤدي تقدير الجدارة الائتمانية المنخفض إلى تكاليف مرتفعة ومتقلبة للاقتراض. وخلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٩، بلغ متوسط فروق العوائد على الديون السيادية المقومة بالدولار ٦٤٠ نقطة أساس، وارتفع حتى وصل إلى ١٩٢٠ نقطة أساس (انظر الشكل الثالث). ويطرح ذلك السؤالين التاليين: ما هي جذور هذه الحالة؟ وما سبب وجود التقديرات المنخفضة وفروق العوائد المرتفعة والمتقلبة في البلدان النامية؟

الشكل السادس

متوسط تقديرات الجدارة الائتمانية وفقا لمؤسسة ستاندر أند بورز في الاقتصادات المتقدمة والنامية



المصدر: حسابات الأونكتاد المستندة إلى بيانات بلومبرغ.

١٩ - والرد الطبيعي لخبير اقتصادي على هذا السؤال هو: "سوء الأسس". غير أن التقلب المفرط في فروق العوائد في الأسواق الناشئة يلقي ظلالاً من الشك على أي تفسير يستند استناداً كلياً إلى "الأسس". ويمكن تبرير التقلب لو أنه كان ناجماً عن اختيار السياسات المحلية، حيث تكافئ فروق العوائد المنخفضة السياسات الجيدة وتعاقب فروق

(٥) تمثل فروق العوائد على السندات السيادية الفرق بين تكلفة الاقتراض الذي تقوم به حكومة الولايات المتحدة وتكلفة الاقتراض للديون المقومة بالدولار التي تقرضها الدول الناشئة من خلال إصدار سندات. وينجم الفرق في تكاليف الاقتراض عن تسعير المخاطر المتصورة من الخسائر المفترضة والمتوقعة.

العوائد المرتفعة السياسات السيئة. بيد أنه هناك أدلة دامغة على أن التقلب كثيرا ما ينبجم عن عوامل خارجية^(٦). ومن الصعب تحديد التغيرات في الأسس التي من شأنها أن تبرر التآرجحات المفاجئة في فروق العوائد الموثقة في الشكل الثالث.

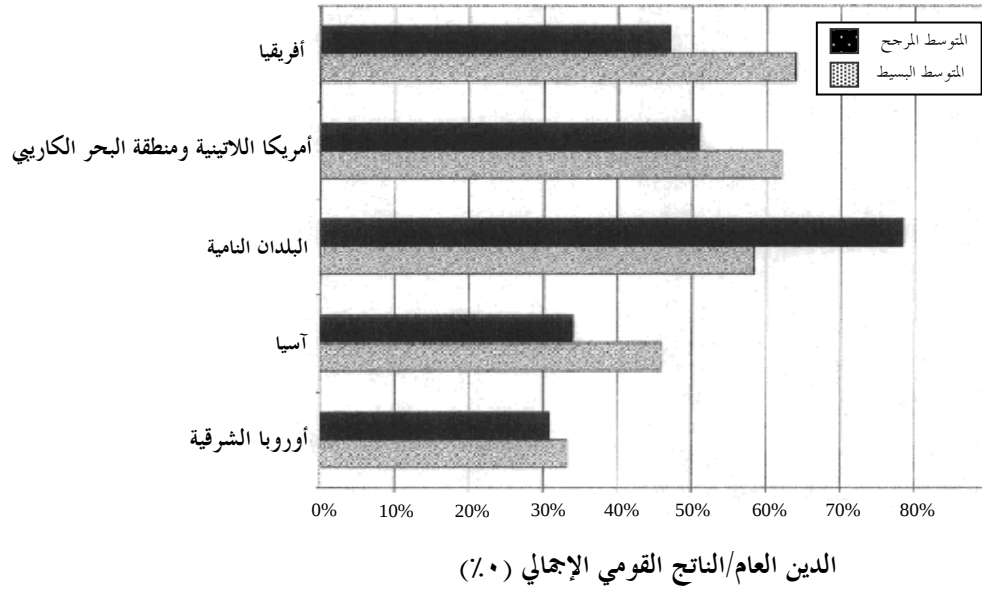
٢٠ - ويمكن الأخذ بالحجة نفسها بالنظر إلى مستوى الدين العام منسوباً على الناتج القومي الإجمالي، وهو أحد أكثر المؤشرات استخداماً على قدرة البلد على مواجهة التزاماته. ويبين الشكل السابع أنه ليس لدى الدول النامية، عادة، مستويات للدين العام أعلى بكثير مما لدى الاقتصادات المتقدمة. وعند بحث المتوسطات البسيطة، لا يوجد إلا لدى أفريقيا وأمريكا اللاتينية مستويات للدين تفوق مستويات البلدان المتقدمة، ولكن الفرق صغير نسبياً (٦ نقاط مئوية في حالة أفريقيا و ٤ نقاط مئوية في حالة أمريكا اللاتينية). وفي المقابل، فإن لدى آسيا وأوروبا الشرقية مستويات متوسطة للدين أقل بكثير من متوسط الاقتصادات المتقدمة^(٧).

(٦) على سبيل المثال، وصلت فروق العوائد على السندات السيادية في أمريكا اللاتينية إلى مستوى مرتفع من ١٧٠٠ نقطة أساس بعد الأزمة الروسية في عام ١٩٩٨، ولكن لم يكن لأمريكا اللاتينية علاقات اقتصادية مع الاتحاد الروسي. وكان ذلك حالة من "العدوى المالية" ناجمة عن أن مستثمري وول ستريت الذين كانوا يحوزون السندات الروسية كانوا أنفسهم يحوزون سندات أمريكا اللاتينية. وعندما تعثر الاتحاد الروسي في عام ١٩٩٨، قام هؤلاء المستثمرون ببيع فئة الأصول بكاملها بشكل عشوائي. والأمثلة الأكثر وضوحاً للطبيعة الخارجية للتقلبات هي الزيادة المفاجئة في فروق العوائد في أعقاب هجمات ١١ أيلول/سبتمبر ٢٠٠١ والأزمة المالية الراهنة. وكان كلا الحدثين متعلقاً بمركز النظام المالي العالمي ولكن كان لهما أثر سلبي كبير على تكاليف الاقتراض لبلدان الأسواق الناشئة.

(٧) في الواقع، تظهر المتوسطات المرجحة - التي تضع ثقلًا أكبر على الاقتصادات الأكبر - أن للبلدان المتقدمة مستويات أعلى من الديون. ويمكن القول بأن المناقشة الواردة أعلاه، والتي تركز على مجموع الدين العام، مضللة نظراً لأن للبلدان المتقدمة مستويات من الديون الخارجية أقل بكثير بالنسبة للبلدان النامية. وهناك نوعان للرد الممكن على هذا النقد. الأول هو أن عمليات قياس قدرة البلدان على تحمل الديون، التي لا تركز إلا على الدين الخارجي هي عمليات معيبة. وهناك أدلة وافرة على أن الدين العام المحلي يشكل مصدراً كبيراً للضعف وأن العديد من أزمات الديون تنشأ في أسواق الدين المحلية (Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff (2008) "The forgotten history of domestic debt" National Bureau of Economic Research Working Paper 13946). وعلاوة على ذلك، فإن التمييز بين الديون الخارجية والداخلية يصبح مضطرباً إلى حد ما، في عالم يفتح فيه العديد من بلدان الأسواق الناشئة حسابات رأسمالية ويقترض عن طريق إصدار سندات. والثاني هو أن إجراء مقارنة بين حالة الدين الخارجي للعالم النامي والدين الخارجي للولايات المتحدة يظهر أنه ليس هناك أي دليل بخلاف أن على الولايات المتحدة ديون خارجية أقل من البلد النامي العادي. وفي حين أن هناك بعض القلق فيما يتعلق باحتمال انخفاض قيمة دولار الولايات المتحدة، فليس هناك قلق يذكر بشأن حصول تخلف في السداد من جانب الحكومة الأمريكية، ولا تزال سندات خزانة الولايات المتحدة تحمل تقدير الجدارة الائتمانية AAA وتدفع معدلات فائدة منخفضة جداً.

الشكل السابع

الدين العام كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي (٢٠٠٤-٢٠٠٨)



المصدر: "Public debt around the world: a new dataset of central Government debt", Ugo Panizza and Dany Jaimovich, *Applied Economics Letters* (March 2008).

٢١ - ولا تعني هذه المستويات المنخفضة نسبياً من الديون أن الدين ليس مشكلة بالنسبة للبلدان النامية. فهي على العكس من ذلك، تعني أن الدين يشكل مشكلة أكبر بكثير للبلدان النامية مما يشكله للبلدان المتقدمة النمو. فنسبة الدين العام إلى الناتج القومي الإجمالي لدى اليابان أعلى بكثير من ١٥٠ في المائة، ومع ذلك ليس هناك قلق يذكر بشأن قدرة اليابان على الوفاء بالديون. وفي الوقت نفسه، فإن البلدان النامية كثيراً ما تواجه أزمات الديون بمستويات ديون منخفضة حتى ٣٠ في المائة من الناتج القومي الإجمالي. وثمة ما يجعل من الدين أكثر خطورة في البلدان النامية. فما هو؟ لماذا تشكل الديون مشكلة كبيرة بالنسبة للبلدان النامية ومشكلة أصغر بكثير بالنسبة للبلدان المتقدمة النمو؟

التفسير المتعارف عليه

٢٢ - يعزى هذا الوضع، وفقاً للحكمة التقليدية، إلى وجود سياسات عامة ومؤسسات ضعيفة. وفيما يتعلق بتقديم وصفات بشأن السياسات العامة، يؤكد هذا الرأي أن الطريقة الوحيدة التي تتمكن بها البلدان النامية من تحمل مستويات أعلى من الدين تتمثل في تحسين بنيتها المؤسسية. غير أن تحسين المؤسسات، وفقاً لهذا الرأي، يتطلب وقتاً وجهداً؛ وفي

غضون ذلك ينبغي للدول النامية أن تحافظ على مستويات منخفضة من الدين. وهذا هو النهج الذي يقوم عليه إطار صندوق النقد الدولي/البنك الدولي فيما يتعلق بالقدرة على تحمل البلدان ذات الدخل المنخفض للدين، والذي يربط بين مستوى الدين الذي يمكن تحمله وقيمة مؤشر البنك الدولي لتقييم السياسات والمؤسسات القطرية.

٢٣ - ويبدو أن هذا الرأي، الذي يمكن أن يوصف بأنه "أصولية مؤسسية"، مشتت في استنتاجاته وغير متسق مع مستويات التقلب العالية الموثقة أعلاه. وكثيراً ما ينشأ هذا التقلب في تكاليف الاقتراض عن قدرة المستثمرين الأجانب على تغيير رأيهم بسرعة كبيرة. فنفس السياسات العامة والمؤسسات التي تعتبر في لحظة ما حكيمة و "تكافاً" بتدفقات ضخمة من رؤوس الأموال الداخلة وفروق قليلة للعوائد يمكن أن تصبح فجأة، في نظر المستثمرين، غير مسؤولة و "تعاقب" بتدفقات كبيرة من رؤوس الأموال الخارجة وفروق عالية للعوائد (تقرير التجارة والتنمية، ٢٠٠٩)^(٨).

دور هيكل الدين

٢٤ - هناك تفسير بديل يُرجى له نجاح أكبر يركز على هيكل الدين. وهو يقول بأن ما يهم هو خصائص عقد الدين. فعلى سبيل المثال، فإن ما كتب حول "الخطيئة الأصلية"^(٩) يركز على تكوين عملات الدين الخارجي، ويقول بأن وجود الديون بالعملات الأجنبية يقوم بدور رئيسي في تخفيض القدرة على تحمل الديون^(١٠). ويتسم استحقاق الدين بالأهمية أيضاً نظراً لأن الدين قصير الأجل يؤدي إلى مخاطر ترحيل الدين، وبالتالي يزيد من

(٨) مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية، ٢٠٠٩، (منشورات الأمم المتحدة، رقم المبيع A.09.II.D.16).

(٩) انظر Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann, "Exchange rates and financial fragility", National Bureau of Economic Research working paper 7418 (1999); Eichengreen, Hausmann and Ugo Panizza, "The pain of original sin", in *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market* (Economics, Eichengreen and Hausmann (eds.), (Chicago, Illinois, University of Chicago Press, 2005).

(١٠) لنأخذ حالة بلدين لديهما مستويات متماثلة من الديون ولكن مع اختلاف تركيبة الدين: كل ديون البلد ميم مقومة بالعملة المحلية وكل ديون البلد ألف بالعملة الأجنبية. ولنفترض كذلك أن البلدين يدخلان في ركود، ويقرران اعتماد سياسات الاقتصاد الكلي التوسعية، التي تؤدي إلى انخفاض قيمة عملتها. ففي البلد ميم، من المرجح أن تعمل السياسات التوسعية على تحفيز الاقتصاد وتحسين القدرة على تحمل الديون الخارجية والداخلية. وفي البلد ألف، سيؤدي انخفاض قيمة العملة إلى زيادة قيمة الدين بالعملة المحلية (وكثيراً ما يشار إلى ذلك بالتأثير السلبي لكشف الميزانية)، ويمكن أن يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون، وربما إلى أزمة دين. ونتيجة لذلك، يمكن للبلدان التي لديها قدر كبير من الديون بالعملات الأجنبية أن تواجه قيوداً شديدة في تنفيذ سياسات الاقتصاد الكلي المعاكسة للدورات الاقتصادية.

الضعف بالمقارنة مع الدين الطويل الأجل. وتمثل الأزمة المكسيكية للفترة ١٩٩٥/١٩٩٤ والأزمة الروسية لعام ١٩٩٨ دليلين واضحين على مواطن الضعف المرتبطة بالتضارب في مواعيد الاستحقاق (انظر التذييل).

٢٥ - ويساعد التركيز على تكوين العملات على تفسير السبب في أن البلدان النامية تواجه أزمات ديون متكررة ولا تواجه دولة مثل الولايات المتحدة أي مشاكل في تحمل دينها. ولا يعزى الاختلاف إلى مصادر الاقتراض حيث أن الجانبين يقترضان من الخارج على حد سواء، وفي العادة، فإن البلدان النامية تقترض من الخارج بأقل مما تفعل الولايات المتحدة. حتى أن البلدان النامية تقترض من الخارج بالعملة ذاتها التي تقترض بها الولايات المتحدة (غالبا بالدولار الأمريكي)، والفرق بينهما أن بوسع الولايات المتحدة طباعة الدولار، بينما لا تستطيع البلدان النامية القيام بذلك.

رابعاً - كيفية جعل الدين أكثر أمناً

٢٦ - يدور جدل ساخن حول سبب وجود هياكل مختلفة للديون في البلدان المختلفة، وبشأن إمكانية إدخال أدوات جديدة يمكنها تحسين القدرة على تحمل الديون.

٢٧ - ويوجد في المعسكر الأول، أولئك الذين لا ينكرون دور المؤسسات والسياسات العامة الجيدة، إلا أنهم يقولون بأن مجموعة صكوك الدين المتاحة حالياً أمام البلدان النامية ترجع أساساً إلى مجموعة من الحوادث التاريخية والقصور الذاتي. ونتيجة لذلك، من الممكن، رغم عدم سهولة الأمر، إدخال صكوك دين جديدة وأفضل يمكن أن تحسن من القدرة على تحمل الدين. ويوجد في المعسكر الآخر، هؤلاء الذين يقولون بأن مجموعة صكوك الدين ما هي إلا مجرد انعكاس للإخفاقات المؤسسية التي أدت إلى ضعف في إنفاذ العقود، وعدم المصداقية في السياسات العامة. ووفقاً لهذا الرأي، ليس هناك طريق مختصر ولا يمكن عمل شيء دون معالجة الإخفاقات المؤسسية.

٢٨ - ويبدو هذا الرأي الأخير مُتطرفاً للغاية. ففي حين أنه من غير المرجح أن تسمح الأدوات المالية الجديدة، في حد ذاتها، للبلدان النامية بالقدرة على تحمل نفس مستويات الدين التي يستطيع العديد من البلدان المتقدمة النمو تحملها، فإن من المحتمل أن يقلل التحسن

الهامشي في هيكل الدين من احتمال حدوث أزمة دين، عند أي مستوى معيّن للدين^(١١). وعلاوة على ذلك، فإن معظم البلدان النامية لديها فرص استثمارية ذات عوائد محتملة تُعد أعلى من تكلفة الأموال ذاتها. وبالتالي يُمكن، من الناحية النظرية، أن يؤدي الاقتراض لغرض تمويل هذه المشاريع إلى تحسين رفاهية البلاد. وفي بعض الحالات، قد تكون البلدان النامية قادرة على تمويل هذه المشاريع الاستثمارية عن طريق تعبئة الموارد المحلية. وفي حالات أخرى، يكون الدين الخارجي هو البديل الوحيد.

تجنب الإفراط في الاقتراض

٢٩ - يُمكن لصكوك الدين المبتكرة أن تحد من خطر حدوث أزمة دين على أي مستوى من الدين؛ وإن كان يمكن بالنسبة لأية مجموعة من صكوك الدين، تقليل مخاطر التعرض لأزمة دين عن طريق التقليل من الاقتراض. ويوحى هذا الأمر بأن الخطوة الأولى نحو تحقيق القدرة على تحمل الدين هي الاقتراض لأسباب وجيهة وليس الإفراط في الاقتراض أثناء "أوقات الرخاء". ولا يعني هذا عدم إقدام البلدان على الاقتراض، بل عدم الإفراط في الاقتراض. فالأقتراض لأسباب وجيهة يعني عدم استخدام الدين إلا لتمويل المشاريع التي تدر عائدات أعلى من معدل سعر الفائدة المُحصل على القرض. وعلاوة على ذلك، ينبغي أن يقتصر الاقتراض بالعملة الأجنبية على المشاريع التي يمكن أن تُدر، بشكل مباشر أو غير مباشر، العملة الأجنبية اللازمة لخدمة الدين^(١٢).

٣٠ - وتتم إحدى طرق الحفاظ على مستويات دين رشيدة بالجمع بين تحليل القدرة على تحمل الدين في المستوى الكلي وإجراء تقييم دقيق لمدى استدامة كل مشروع. وقبل الاقتراض من الخارج، ينبغي للبلد تقييم المشروع عن طريق طرح الأسئلة الثلاثة التالية: (أ) هل سيتضمن المشروع عائدا اجتماعيا أعلى من تكلفة الأموال؟ (ب) هل سيُدر المشروع قادراً من العملة الأجنبية يكفي لخدمة الدين؟ (ج) هل ستتواءم تدفقات الموارد مع الجدول الزمني للتسديد كما ورد في عقد الدين؟ ولا ينبغي سوى للمشاريع التي تحمل ردودا إيجابية

(١١) من الإجابات المتعارف عليها عن هذا الادعاء هو أنه إذا كانت مثل هذه الأدوات الجديدة قادرة على البقاء فلن تكون هناك حاجة للتدخلات في السياسات العامة لأن السوق من شأنها أن توفرها. ولا يعترف هذا المنطق بأن إيجاد أدوات مبتكرة من شأنه أن يؤدي إلى عوامل خارجية إيجابية، وبالتالي يحد من حوافز السوق من أجل توريد مثل هذه الأدوات (Eduardo Borensztein, Eduardo Levy Yeyati and Ugo Panizza) *Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance*, Boston, Harvard University Press; (Washington, DC, Inter-American Development Bank, 2006).

(١٢) حيث أن المال قابل للاستبدال، فلا حاجة لتطبيق البيان الأخير حرفياً. غير أنه كلما اقترض بلد من الخارج احتاج إلى التأكد من قدرة الاقتصاد على إيجاد الموارد الخارجية اللازمة لخدمة الدين.

على الأسئلة الثلاثة المذكورة أعلاه، أن تموّل عن طريق عقود الدين الخارجية المعتادة. وفي البلدان ذات الدخل المنخفض يُرجح وجود عدة مشاريع ذات عائد اجتماعي عال بيد أنهما لا تفي بالمتطلبات الثاني والثالث، وفي هذه الحالة تُمول مثل هذه المشاريع عن طريق المنح والقروض الميسرة.

٣١ - وينبع اقتراض القطاع العام الزائد عن الحد غالبا من اعتبارات سياسية أو انتخابية، ومن حقيقة أن السياسيين قد يقررون تغليب مصالحهم الخاصة على مصالح أبناء دوائهم. وهناك، الآن، أدلة وفيرة من واقع التجربة على إمكانية الحد من إفراط القطاع العام في الاقتراض عن طريق زيادة الشفافية في عملية وضع الميزانية وموثوقية الإحصاءات المتعلقة بالشؤون المالية والديون (انظر أدناه) ووجود نظام فعال للعوامل التي تحقق الاستقرار المالي تلقائيا. وبطبيعة الحال، تظل السياسة المالية التقديرية مهمة، ولا سيما في أوقات الأزمات، ولكن ينبغي أن تصبحها قواعد تحد من إمكانية إحداثها نزوعا نحو العجز (الفصل السابع من تقرير التجارة والتنمية، لعام ٢٠٠٨، يشتمل على مناقشة مفصلة لهذه المسائل)^(١٣).

٣٢ - ويسلط هذا الضوء على الدور الهام للاقتراض والإقراض بشكل مسؤول. ورغم عدم وجود مجموعة متفق عليها من التعاريف أو المبادئ، يظل تقاسم المسؤولية بين كل من المقترضين والمقرضين أمرا حاسما لتجنب تراكم لا يمكن تحمله للدين (وأحيانا بشكل احتيالي). وقد أطلق مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد) مشروعاً يهدف إلى معالجة بعض هذه المسائل، ويتضمن وضع مبادئ توجيهية ومعايير لتقييم شرعية الديون السيادية.

٣٣ - كما يُعد الإفراط في الاقتراض، ولا سيما الاقتراض الخارجي، مشكلة بالنسبة للقطاع الخاص^(١٤). ففي الواقع، يستحيل في حالات كثيرة الفصل بين التزامات القطاع العام والتزامات القطاع الخاص. وهذه هي الحال خاصة بالنسبة للديون المصرفية. فوجود التأمين على الودائع، سواء كان ضمنيا أو صريحا، يعني أنه، في حالة حدوث أزمة مصرفية، يتم

(١٣) غالبا ما لا تقتصر الحاجة إلى زيادة الإنفاق وخفض الضرائب خلال الأوقات العصيبة بالرغبة أو القدرة على خفض الإنفاق أو زيادة الضرائب أوقات الرخاء.

(١٤) وفقا لمذهب لوسون - روبيشيك، فإن أية مشكلة في السداد ترتبط بالديون الخارجية الخاصة من شأنه ألا يؤثر إلا على الأطراف المشاركة مشاركة مباشرة في عقد الدين ولا يكون لها آثار على صعيد الاقتصاد الكلي والتي عادة ما ترتبط بأزمات الديون السيادية. وقد كذبت هذا الرأي أزمة الديون في عام ١٩٨٢ والأزمة الآسيوية في عامي ١٩٩٧/١٩٩٨ التي أصابت عدة بلدان تعاني من عجز كبير في الحساب الجاري رغم ارتفاع معدلات الاستثمار الخاص وتوازن الحسابات المالية.

استيعاب الخصوم المصرفية من قبل القطاع العام. وبالتالي، فإن الديون الخارجية على مصارف القطاع الخاص هي مسؤولية خارجية طارئة للقطاع العام.

٣٤ - وعلاوة على ذلك، تُوجد ظروف خاصة قد تؤدي الديون الخارجية في ظلها إلى الإفراط في الاقتراض وفي نهاية المطاف إلى خلق مظاهر ضعف أكثر من الديون الخارجية للقطاع العام. فعلى سبيل المثال، ترتبط تكلفة الاقتراض في معظم البلدان النامية، بمجموع الديون الأجنبية (المتعلقة بالقطاعين العام والخاص)؛ ومن ثم يؤدي الاقتراض الخارجي إلى عوامل خارجية سلبية، لأن كل مقترض يزيد من تكلفة الأموال لجميع المقترضين الآخرين. وإذا كانت الحكومة هي المقترض الوحيد، فإنها تتخذ قرارها بالاقتراض آخذة في الحسبان تأثير هذا الارتفاع المتنامي في المعروض من الأموال؛ غير أن وكلاء القطاع الخاص لا يستوعبون حقيقة أن القرارات التي يتخذونها بالاقتراض لها تأثير سلبي على تكاليف الاقتراض بالنسبة لوكلاء آخرين، الأمر الذي يجعلهم يقترضون بما يتجاوز المستوى الأمثل اجتماعياً.

٣٥ - ويرتبط المصدر الآخر للضعف بوجود الخطر المعنوي. فقد يُقرر مقترضو القطاع الخاص تقليل تكاليف الاقتراض ومراكمة العملة وتقوية مواعيد استحقاق سداد القروض إذا ظنوا أنهم سيجدون من ينقذهم في حال حدوث أزمة عملة أو سيولة. وعلى وجه الخصوص، فإن عدم اتساق عملة سداد القروض المرتبطة بوجود التزامات مستحقة السداد بالعملات الأجنبية وأصول مقومة بالعملة المحلية كان منشأ كثير من أزمات الديون، بما في ذلك الأزمة الآسيوية في الفترة ١٩٩٧/١٩٩٨ والمشاكل الراهنة التي تواجه عدة بلدان في أوروبا الشرقية وآسيا الوسطى. ولا يمكن حل هذه المشكلة بمجرد أن يُطلب من المصارف معادلة التزاماتها بالعملة الأجنبية بأصول مقومة بالنقد الأجنبي. وحتى إذا قام مصرف بالمعادلة بين أصوله والتزاماته معادلة تامة، يمكن لخفض قيمة العملة أن يضر بميزانية المصرف العمومية وذلك إذا ما كان لدى عملاء المصرف مشكلة فيما يتعلق بعدم توافق العملة (وهذه هي الحال عندما تقوم الشركات التي تنتج سلعاً غير قابلة للتداول بالاقتراض بالعملة الأجنبية أو عندما تحصل بعض الأسر على عقارات مرهونة ومقومة بالعملات الأجنبية). والواقع أن بعض وكلاء القطاع الخاص يضحون حالات عدم التوافق المحتملة المرتبطة باحتياجاتهم العادية للاقتراض بالانخراط في عمليات مراجعة عائدات القروض والمضاربة في المنتجات المشتقة. وقد تسبب هذه

الأنشطة، في نهاية المطاف، في تكبيدهم خسائر فادحة؛ علما بأن إزالة مواقف المضاربة هذه ساهمت في زعزعة استقرار عدة أسواق لصرف العملات الأجنبية^(١٥).

٣٦ - ينبغي أن تهدف قواعد الحيلة إلى تجنب حالات عدم التوافق التي من هذا القبيل، بيد أن تنفيذ هذه القواعد صار صعبا بسبب أن الاقتراض الخارجي للقطاع الخاص أقل شفافية من الديون الخارجية للقطاع العام وأن قياس إجمالي التعرض الخارجي للقطاع الخاص وتحديد مقداره هو أكثر صعوبة من التعرض الخارجي للقطاع العام. ويزداد نقص الشفافية هذا تعقيدا بسبب قيام كيانات القطاع الخاص في كثير من الأحيان بالمخاطرة في العملة باستخدام أدوات مشتقة متطورة. ونظرا لهذه المشاكل، توجد هناك حالات يمكن فيها للضوابط المفروضة على تدفقات رأس المال الداخلية أن تؤدي دورا مفيدا في الحد من فرط الاقتراض والخسائر في القدرة التنافسية الخارجية.

تحسين إدارة الديون

٣٧ - سلّطت الأزمة الراهنة الأضواء مجددا على أهمية الإدارة الفعالة للديون لكي تظل البلدان النامية قادرة على تحمل ديونها. وكما هو الشأن في فترات الأزمات السابقة، اتضح أن الإدارة الفعالة للدين العام لبلد ما ميزة قيّمة للتخفيف من حدة آثار الصدمات الخارجية. وتساهم الإدارة الفعالة للدين في بلوغ مستويات للديون يمكن تحملها والحفاظ على هذه المستويات عن طريق ثلاثة عناصر رئيسية، وهي: الإسهام في عملية اتخاذ القرار، وتنفيذ السياسات، وكفالة التغطية الكافية للدين بلد ما.

٣٨ - ويمكن إسهام إدارة الدين في عملية اتخاذ الحكومة لقراراتها في توفير بيانات متصلة بالدين ومقترحات متعلقة بالاستراتيجيات. وتعتبر إتاحة بيانات عن الديون موثوق بها وفي أوانها مسألة حيوية لتحليل الحذر للمخاطر ولبلورة استراتيجيات حكومية هادفة لكفالة بلوغ مستويات ديون يمكن تحملها. ومن بين العوامل الرئيسية المساهمة في تحقيق هذا الهدف، تخصيص عدد كافٍ من الموظفين المدربين وتدفقات معلومات ناجعة، واستخدام نظم معلومات إدارية فعالة. وإضافة إلى ذلك، يجب أن تكون الحكومة مستعدة لاستخدام المعلومات والتوصيات التي يمكن أن توفرها وظيفة إدارة الديون. وفي البلدان التي تتوفر فيها هذه الشروط، يمكن لتحليل القدرة على تحمل الدين أن يعتمد على بيانات دقيقة مما يسمح

(١٥) لمناقشة مراجعة عائدات القروض، انظر مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية؛ تقرير التجارة والتنمية لعام ٢٠٠٧، الفصل الأول. وللاطلاع على مناقشة التعرض المتعلق بمشتقات في قطاع الشركات، انظر Alejandro Jara, Ramon Moreno and Camilo Tovar, "The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses", *BIS Quarterly Review*, Jun 2009.

بتعزيز السياسات المنبثقة عنها؛ وعندما لا تكون الأمور كذلك، تتضرر التحليلات والقرارات المتخذة بالاستناد إليها.

٣٩ - وتعتبر الأطر النظامية المناسبة والهياكل التنظيمية والإجراءات التشغيلية حيوية لتنفيذ السياسات. وعندما توضع الأطر القانونية والمؤسسية المناسبة، ويحدد الهيكل التنظيمي المسؤوليات بوضوح، تعزز التحسينات على مستوى المساءلة والشفافية، المترتبة عليها، التنفيذ الفعال للسياسات الحكومية الهادفة لتحقيق القدرة على تحمل الدين. وعلى مستوى الاقتصاد الكلي، يجب التعامل مع إدارة الدين على أنها جزء لا يتجزأ من إطار الاقتصاد الكلي العام الذي تحدده الحكومة ومن تعزيز عملية اتخاذ القرار، ويجب كفالة الاتساق مع الأهداف والسياسات المتصلة بالاقتصاد الكلي الأخرى. أما على المستوى الإداري المصغر، فيجب إدراج وظائف إدارة الدين في إطار عمليات تنظيم وإدارة المالية العامة الموسعة. بما في ذلك نظم الإدارة المالية المتكاملة. والبلدان التي تستوفي هذه الشروط قادرة على الاستعانة بإدارة الدين للتخفيف من حدة آثار الأزمة المالية. غير أنه عندما تكون هذه الأطر والهياكل والموارد منعدمة أو ضعيفة، فإن القدرة على تنفيذ سياسات الحكومة المتعلقة بالقدرة على تحمل الدين بفعالية تكون غير كافية مما يؤدي إلى عدم الاتساق بين أهداف الحكومة والنتائج الفعلية.

٤٠ - وهناك شرط أساسي آخر لتدعيم إدارة الدين القدرة على تحمل الدين، وهو التغطية التامة لالتزامات الديون العامة والديون المضمونة من الحكومة، فضلاً عن رصد الديون الخاصة غير المضمونة وقصيرة الآجال. واتضح من الأزمة الآسيوية أنه يجب على الحكومات الحفاظ على تغطية شاملة لهذه الالتزامات. ولكن، لا تزال تغطية العديد من البلدان لديونها محدودة، وهي تحتفظ بسجلات ديون عن بعض الفئات فقط من ديون الحكومة المركزية. ونتج عن عدم اكتمال المعلومات هذا تدني القدرة على إجراء تحليل شامل للمخاطر والقدرة على تحمل الدين.

إنشاء صكوك دين جديدة

٤١ - يمكن للبلدان النامية الحد من مخاطر أزمات الديون بتحقيق فوائض ضريبية وفوائض في حساباتها الجارية بشكل متسق؛ غير أنه حتى لو قرر بلد ما فعل ذلك (ولعدة أسباب، يمكن أن لا يكون هذا الخيار هو الأمثل أو الممكن)، فيمكن أن يظل رصيد ديون البلد بعد ذلك على حاله. وبما أن الأزمات المالية تعود في أغلب الأحيان إلى مشاكل في السيولة وليس إلى مشاكل في الميسرة (وحتى مشاكل الميسرة تنتج في بعض الأحيان عن أزمة في السيولة)،

فإن إنشاء هيكل دين يحد من مخاطر مثل هذه الأزمات يعد عنصرا أساسيا لضمان القدرة على تحمل الدين.

٤٢ - ويشدد الفرع ٣ أعلاه على المخاطر الناجمة عن الاقتراض بالعملات الأجنبية. وقد نجحت عدة بلدان نامية وذات أسواق ناشئة في التقليل من هذه المخاطر عن طريق التحول من سوق الديون الدولية إلى سوق الديون المحلية. غير أن هذا الخيار ليس متاحا لجميع البلدان ولا تزال عدة بلدان نامية بحاجة للاعتماد على الأسواق المالية الدولية حيث يكون إصدار العملات المحلية صعبا للغاية. ويمكن للمؤسسات المالية الدولية المساعدة على توسيع قاعدة المستثمرين في مجال صكوك العملات المحلية الطويلة الأجل بإصدار سندات مضمونة بعملات البلدان المقترضة. وفي الماضي، أصدرت المصارف الإنمائية المتعددة الأطراف سندات بعملات بلدان ذات اقتصادات ناشئة بهدف تقليل تكاليف اقتراضها. وقامت مؤخرا بتسريع هذه العملية لأنها أدركت أنه من خلال الاقتراض بالعملات المحلية، يمكنها تقديم الدعم لإنشاء أسواق لهذه الصكوك، وهكذا تساهم في التنمية باستخدام كل من أصولها (قروضها) وخصومها (تمويلها) الواردة في كشوف ميزانيتها^(١٦). بطبيعة الحال، تصبح هذه السياسات أسهل لو سار البنيان المالي الدولي نحو نظام يركز بدرجة أقل على الدولار (انظر تقرير التجارة والتنمية لسنة ٢٠٠٩ للاطلاع على المقترحات في هذا الصدد).

٤٣ - ويمكن تحسين القدرة على تحمل الدين أيضا عن طريق إصدار صكوك دين مشروطة. وعلى سبيل المثال، تكتسي السندات المربوطة بمؤشر الناتج المحلي الإجمالي أهمية خاصة لأنها تسمح بتسديد مدفوعات أقل عندما تتدنى القدرة على الدفع^(١٧). إلا أن إنشاء سوق لهذه الأوراق المالية يطرح عددا من التحديات خاصة وأنه يجب أن تتكفل جهة ما بدفع التكلفة المحددة المتصلة بتصميم الصك الجديد وإصداره. وفي هذه الحالة أيضا، يمكن أن يضطلع المجتمع الدولي بدور هام بتقديم المساعدة التقنية وتعزيز جودة وموثوقية الإحصاءات اللازمة لتسعير الصكوك الجديدة. وفي الحالات القصوى، يمكن أن تبادر المؤسسات المالية الدولية إلى إصدار صكوك ديون مشروطة ومبتكرة.

(١٦) Eichengreen and Hausmann, in "Original sin: the road to redemption", in *Other People's Money* (انظر الحاشية ٩) اقترحا بأن تصدر المصارف الإنمائية المتعددة الأطراف سندات مضمونة بمؤشر يجمع مخاطر العملات من مجموعة متنوعة من بلدان الاقتصادات الناشئة.

(١٧) للاطلاع على مناقشات عن السندات المربوطة بمؤشر الناتج المحلي الإجمالي، انظر Eduardo Borensztein and Paolo Mauro, "The case for GDP-indexed bonds", *Economic Policy*, vol. 19, No. 38, pp. 165-216, April 2004; see also Stephany Griffith-Jones and Krishnan Sharma "GDP-indexed bonds: making it happen" Department of Economic and Social Affairs working paper No. 21, ST/ESA/2006/DWP/21, April 2006

٤٤ - وقد يتطلب استحداث صكوك جديدة تدخلاً على المستوى الدولي بسبب حجم السوق المطلوب والعوامل الخارجية والحاجة إلى تجانس المعايير؛ ولكن يمكن أن يساعد المجتمع الدولي أيضاً على معالجة مشكلة أكثر أهمية. فإصدار صكوك ديون بالعملة المحلية أو صكوك ديون مشروطة يضاهي دفع أقساط تأمين. ومن المرجح أن يطلب المستثمرون نوعاً من التعويض للقبول بصكوك ديون ذات عوائد أكثر تقلباً. وقد يكون دفع هذه الأقساط مكلفاً على الصعيد السياسي وقد يعترض راسمو السياسات على دفع تكاليف تأمين يمكن أن تستفيد منه الحكومات المستقبلية^(١٨). ولو قامت المؤسسات المالية الدولية بإصدار كتلة حرجة من هذه الصكوك وبرهنت على فوائدها، فسيكون أصعب على السياسيين الحريصين على مصالحهم الشخصية رفض استخدام هذه الصكوك.

خامساً - الاستنتاجات

٤٥ - سلّطت الأزمة المالية والاقتصادية خلال السنتين الأخيرتين الأضواء على ضرورة اتخاذ المزيد من الإجراءات السياسية على كل من الصعيد المحلي والدولي بهدف بلوغ معدلات نمو اقتصادي في البلدان النامية كفيلة بالحفاظ على قدرتها على تحمل ديونها وتحقيق الأهداف الإنمائية للألفية. وفي هذا الصدد، من المهم التمييز بين الإجراءات القصيرة الأجل الهادفة لتخفيف أثر الأزمة الراهنة، والسياسات طويلة الأجل التي يجب تنفيذها لتعزيز قدرة الاقتصاد العالمي على الصمود وللتقليص من أشكال الاختلال العالمية.

٤٦ - وفي أوقات الأزمات، يكون للبلدان ذات الدخل المنخفض هوامش أضيق للمناورة لتجاوز الصدمات الخارجية. ولهذا، فإن التدبير الفوري القصير الأجل الذي يجب على المقرضين اتخاذه عند وقوع أزمة هو إقراض البلدان المنخفضة الدخل بمرونة أكبر للتصدي للصدمات الخارجية. وفي سياق الأزمة الاقتصادية الحالية، دعا مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، في نيسان/أبريل ٢٠٠٩، للوقف الاختياري للديون المستحقة على البلدان المنخفضة الدخل ليكون لها متنفس يخوّل لها تخفيف الأثر السلبي للأزمة العالمية. ومما يبعث على التفاؤل

(١٨) تمت الإشادة مؤخراً بوزير مالية المكسيك لأنه تبني سياسة حذرة تهدف للتحوط ضد تقلب أسعار النفط. وهذه السياسة التحوطية كانت حذرة وحكيمة وتظل حذرة وحكيمة حتى إذا ارتفعت أسعار النفط بدلاً من أن تنخفض (مثلما أن اتخاذ تأمين ينم عن الحذر حتى ولو لم يتعرض المرء لحوادث)، غير أنه يمكن تصور نوع الانتقادات التي كان أن تتعرض لها الحكومة المكسيكية لو ارتفعت أسعار النفط بدل أن تنخفض. وهذه النوع من المخاطر السياسية من الأسباب الرئيسية التي تفسّر قلة الحوافز التي تحفز راسمو السياسات على إبرام عقود تأمين من هذا القبيل. والواقع، أنه حتى المقالات التي أشادت بالوزير المكسيكي أوغستين كاستر وتصف هذه السياسة "بالمقامرة" عوض أن تصفها بأنها سياسة تأمين حذرة (Javier Blas "Mexico's big gamble on oil pays off," *Financial Times*, 8 September 2009).

أن صندوق النقد الدولي أعلن، في تموز/يوليه ٢٠٠٩، عن تخفيف عبء الفوائد على البلدان المنخفضة الدخل بتقديم مبالغ مالية بلا فوائد لمرافق الإقراض بشروط ميسرة حتى نهاية عام ٢٠١١.

٤٧ - وأثناء مؤتمر قمة مجموعة الثمانية المعقود في غلين إيغلز ومؤتمر قمة الأمم المتحدة للألفية، قررت البلدان زيادة تدفقات المساعدة الإنمائية الرسمية لتصل إلى ١٣٠ بليون دولار في حدود ٢٠١٠. وعلى الرغم من وجود مؤشرات مشجعة على أن عددا من البلدان تسير باتجاه تحقيق أهدافها الوطنية، قامت بعض البلدان بخفض ميزانيات المعونة في الوقت الذي تكتسي فيه المساعدة الإنمائية الرسمية أهمية أكبر من أي وقت مضى لتخفيف الآثار السلبية الناجمة عن الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية. ومن المهم أن تفي جميع البلدان المانحة بتعهداتها المالية السابقة وأن تقدّم أكثر منها في ظل الأوضاع الصعبة التي تواجهها البلدان النامية. وستكون المعونات الإضافية ضرورية لتحقيق الأهداف الإنمائية للألفية نظرا لأنه تم الاتفاق على الأهداف الحالية قبل أن تقلص الأزمة المالية النمو الاقتصادي والإيرادات الحكومية في البلدان النامية، وقد تسببت الأزمة في نشأة وضع اضطر عددا من البلدان إلى خفض نفقاتها الاجتماعية للحفاظ على استقرار اقتصادها الكلي وكفالة قدرتها على تحمل ديونها.

٤٨ - وبعض البلدان الفقيرة المثقلة بالديون بصدد العودة مجددا إلى وضع عدم القدرة على تحمل الدين. وقد ارتفع عدد البلدان في مرحلة ما بعد الإنجاز البالغة الخطورة من أربعة إلى خمسة خلال الأشهر الاثني عشر الأخيرة^(١٩). ويبحث هذا الارتفاع على القلق بشكل خاص لأنه ليس هناك إمكانية لزيادة تخفيف ديون هذه المجموعة من البلدان. ولذلك ثمة حاجة لمواصلة توفير تمويل بشروط ميسرة جدا، وزيادته، للحفاظ على القدرة على تحمل الدين خلال مرحلة ما بعد الإنجاز.

٤٩ - أما من حيث الإجراءات الطويلة الأجل، فينبغي أن تبدأ السياسات الهادفة لتحسين قدرة البلدان المنخفضة الدخل على تحمل ديونها بالاعتراف بأن لهذه البلدان احتياجات ضخمة في مجال الاستثمار في الهياكل الأساسية الاجتماعية والمادية إلا أن قدرتها محدودة على تحمل الديون الخارجية الضرورية لتمويل هذه الاستثمارات. ولهذا تواجه هذه البلدان معضلة، فعليها الاختيار بين الحفاظ على قدرتها على تحمل الديون والتخلي عن فرص الاستثمار ذات العائدات الاجتماعية المرتفعة أو السعي للاقتراض والاستثمار قدر الإمكان ولكنها تواجه عندئذ أزمات ديون متكررة. ويؤدي كلا الخيارين إلى تدني النمو: الخيار الأول - وهو متضمن في إطار القدرة على تحمل الدين الذي وضعه البنك الدولي/صندوق

(١٩) "مبادرة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون والمبادرة المتعددة الأطراف لتخفيف عبء الدين"، المؤسسة الدولية للتنمية وصندوق النقد الدولي، أيلول/سبتمبر ٢٠٠٩.

النقد الدولي - بسبب تدني الاستثمار، والخيار الثاني بسبب شدة التقلب والدورات الاقتصادية المتأرجحة بين الركود والانتعاش. ويمكن أن يمثل الإلغاء التام للديون والزيادة الهامة في المعونة مخرجا من هذا الوضع الذي لا يتوفر فيه خيار فعلي. وسيؤدي هذا "الدفع القوي" إلى نشأة حلقة مثمرة قد تضع البلدان المنخفضة الدخل حاليا على مسار نمو مستقر وديون يمكن تحملها. ومع أن البلدان المتقدمة النمو قطعت عدة تعهدات بزيادة معونتها للبلدان المنخفضة الدخل (خاصة في أفريقيا)، فليس هناك ما يدل على إعادة تفكير رئيسية في السياسة الدولية المتعلقة بمشاكل ديون البلدان المنخفضة الدخل.

٥٠ - وقد دخلت عدة بلدان متوسطة الدخل الأزمة وهي تركز على أسس قوية نسبياً (حسب فوائض حساباتها الجارية واحتياطياتها الدولية الكبيرة). وساهم وضع القوة النسبي هذا في تفادي وقوع انتكاس اقتصادي أشد من ذلك الذي تمر به بعض البلدان الأخرى المتوسطة الدخل. وعلى عكس الصدمات العالمية السابقة، تمكنت بعض اقتصادات السوق الناشئة من تفادي انهيار عملاتها المحلية وظلت قطاعاتها المصرفية مستقرة. غير أنه في الوقت الذي بدأ العالم ينهض فيه من شبه الانهيار للنظام المالي العالمي، فإن الوقت قد حان للتفكير في سياسات متوسطة الأمد يمكن أن تحسّن الاحتمالات المالية للبلدان ذات الأسواق الناشئة.

٥١ - وتجدد الإشارة إلى أن هذه الأزمة دفعت البلدان إلى إعادة النظر في بعض سياساتها وأتاحت فرصة لإدخال تغييرات. وبرهنت الأزمة مجدداً على الأخطار الناجمة عن فرط الاقتراض من الخارج على أساس صافي أو إجمالي (أي الاقتراض من الخارج الذي لا يتم بدافع عجز في الحساب الجاري). ويُؤمل أن تنعظ بلدان نامية أخرى بدروس هذه الأزمة وأن تشرع في تبني سياسات حذرة، لتكون بمنأى عن التقلبات المالية الدولية. إلا أن هذا التحول يجب أن يكون تدريجياً. حيث أن التحول المفاجئ من عجز إلى فائض في الحساب الجاري، الناشئ عن انعكاس في اتجاه تدفق رأس المال، قد يؤدي إلى عواقب اقتصادية وخيمة.

٥٢ - ويتلاقى الخبراء والممارسون الاقتصاديون حالياً على فكرة أن أزمات الديون تتعلق بمستويات الديون وأيضاً بتكوين الديون، وأن هناك تفاعلات هامة بين الدين العام المحلي والدين الخارجي. ويمكن أن يؤدي تحسين قدرات إدارة الدين على المستوى المحلي إلى تكوين أمثل للدين وإلى التقليل من مخاطر فرط الاقتراض. وفي نفس الوقت، يمكن أن تساعد السياسات الدولية للبلدان النامية على الانتقال نحو هيكل ديون أكثر أمناً مما يعزز قدرة البلدان على تجاوز الصدمات الخارجية. ومن بين الأسباب التي تقف وراء ارتفاع تكاليف اقتراض البلدان النامية عدم توفر معلومات دقيقة وفي أوانها عن مستوى الدين، كما يتم الربط بين هيكل الدين والزيادة بشكل ملموس في مخاطر صكوك الديون التي تصدرها هذه البلدان؛ وينبغي للمجتمع الدولي تكريس المزيد من الأموال للمساعدة التقنية لتعزيز قدرة البلدان النامية على إدارة الدين بفعالية وإعداد إحصاءات دقيقة.

٥٣ - وحتى في ظل نظام مالي دولي أكثر اتساقا، لا يمكن تفادي حالات التوقف عن دفع الديون المستحقة على الدول. ولهذا، فمن الضروري إنشاء آلية لتسوية الديون بهدف ضمان تسوية سريعة وعادلة لأزمات الديون المستحقة على الدول. وكان مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية قد اقترح إنشاء آلية مماثلة منذ عدة سنوات، وبرهنت الأزمة الحالية مجددا على أن النظام المالي الدولي الحالي سيستفيد كثيرا من تسوية مشاكل الديون بسرعة وبإنصاف.

تذييل

القدرة على تحمل الدين الخارجي مقارنة بالاستدامة المالية

١ - عادة ما تتركز الإجراءات الرامية إلى تعزيز القدرة على تحمل الدين في البلدان النامية على الدين الخارجي. ويعود ذلك إلى الأهمية العظمى التي تكتسيها مشكلة التحويل، وإلى حقيقة مفادها أنه، حتى أوائل التسعينات، كانت معظم الديون الخارجية للدول النامية ديونا عامة، وأن معظم ديونها العامة كانت ديونا خارجية. بيد أن الأزمات التي شهدتها التسعينات والعقد الأول من الألفية الثانية قد اتسمت إما بوجود دين خارجي خاص وضخم أو بتكدس رصيد كبير من الدين العام المحلي. ففي البيئة الحالية، يصدر حوالي نصف ديون البلدان النامية الطويلة الأجل من جهات مدينة خاصة، ويصدر أكثر من ٥٠ في المائة من الدين العام من السوق المحلية.

٢ - ولذلك فحين يتحدث راسمو السياسات عن القدرة على تحمل الدين، تتوارد إلى ذهنهم تعاريف مختلفة للدين. فبعضهم يفكر في القدرة على تحمل الدين الخارجي ومشكلة التحويل المرتبطة به، فيما يركز البعض الآخر على القدرة على تحمل الدين المحلي والمشكلة المرتبطة به فيما يتعلق بالميزانية. بل ويدعي بعضهم أنه لا توجد أي مشكلة تحويل مرتبطة بوجود الدين الخاص الخارجي وأنه ينبغي الاهتمام بالدين العام الخارجي فقط^(١).

٣ - وينصب اهتمام من يساورهم القلق بشأن الاستدامة الخارجية على التحقق مما إذا كان البلد قادرا على استئجار العملة الأجنبية اللازمة لتسديد خدمة الدين الخارجي. لكنهم لا ينظرون إلى ما إذا كانت قطاعات الاقتصاد المختلفة قادرة على إيجاد الموارد اللازمة لتسديد ديونها. أما القلقون بشأن القدرة على تحمل الدين العام، فهم ينظرون إلى تطور مجموع الدين العام دون الاهتمام بأن خدمة الدين العام قد تستدعي تقليل العملة الأجنبية.

٤ - والواقع أن كلا المفهومين هامان، لكن الخلط بينهما يزيد من الارتباك الذي يخيم على النقاش الدائر بشأن القدرة على تحمل الدين. والهدف من هذا التذييل هو إيضاح الفروق بين مختلف أنواع الدين فيما يتعلق بمختلف أوجه الضعف التي تنشأ عنها.

(١) يشار إلى وجهة النظر الأخيرة باسم مذهب لاوسون، وتستمد تسميتها من خطاب ألقاه وزير المالية البريطاني نايجل لاوسون في عام ١٩٨٨، وقال خلاله، في معرض تعليقه على العجز في الحساب الجاري للمملكة المتحدة لبريطانيا العظمى وأيرلندا الشمالية: "في الماضي [...] كان العجز في الحساب الجاري للمملكة المتحدة يترافق على الدوام تقريبا بعجز كبير في الميزانية وبضعف في الأداء الاقتصادي، وانخفاض الاحتياطي وتضاؤل صافي الأصول الخارجية. بيد أن الوضع الحالي مختلف تماما". ولعل من سخرية الأقدار أن المملكة المتحدة دخلت مرحلة تراجع اقتصادي حاد بعد سنة واحدة من خطابه هذا.

القدرة على تحمل الدين الخارجي

٥ - استند كيتز (١٩٢٩) في انتقاده لمن كانوا يعتقدون بأن الدين الخارجي الضخم ينم أساسا عن مشكلة ميزانية إلى ملاحظة مفادها بأن على بلد ما أن يجني إيرادات بالعملية الأجنبية على أساس صاف لكي يتمكن من تسديد دينه الخارجي.

٦ - ويمكن الفرق الأساسي بين الدين الخارجي والدين المحلي في أن القدرة على استئجار مبالغ بالعملة الدولية لتسديد الفوائد وأصل الدين لا ترتبط ارتباطا مباشرا بقدرة البلد على النمو أو على توسيع وعائه الضريبي. وبالتالي فإن نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي أو نسبته إلى الإيرادات لا يشكلان مقياسا ملائما لقدرة البلد على تسديد دينه الخارجي. بل إن نسبة الدين إلى الصادرات التي تستخدم في كثير من الأحيان تطرح مشكلة بدورها، لأن وجود قطاع صادرات كبير لا يكفي لتوفير الموارد اللازمة إذا ما زاد نمو الواردات عن نمو الصادرات.

٧ - وما لم يُصدر الدين الخارجي لبلد ما بعملته الخاصة، فلن يمكنه توفير المبالغ اللازمة لتغطية الالتزامات الدولية على أساس صاف (أي بدون أن يترتب على ذلك دين جديد) إلا إذا توفر لديه فائض في الحساب الجاري. ويعني ذلك أن الدين الأجنبي الصافي هو دين لا بد من تسديده من حيث السلع والخدمات القابلة للتجارة دوليا^(٢).

٨ - وتتمثل النتيجة الحتمية للعجز المتواصل في الحساب الجاري في تراكم كمية كبيرة من الخصوم الأجنبية الصافية. وعلى ذلك، فإنه لتحديد ما إذا كان من الممكن تحمل مبلغا محددا من الدين، لا بد من فهم الآليات التي تسيّر سلوك الحساب الجاري. وثمة أدلة على أن التغيرات الكبيرة في شروط التبادل التجاري، على غرار التغيرات التي تبعت الارتفاع الحاد في أسعار النفط، تكون لها نتائج فورية وهامة من الناحية الكمية على الميزان التجاري وميزان الحساب الجاري. وعلى نفس المنوال، يترافق انخفاض العجز في البلدان التي تملك حصة كبيرة نسبيا من السلع الصناعية التجارية بانخفاض في القيمة الاسمية والحقيقية للعملة ذات الصلة. والحقيقة أن الأدلة من واقع التجربة قد بينت أن التغيرات في سعر الصرف الحقيقي الفعلي يمكن أن تؤدي إلى خفض العجز أو إحداث تأرجحات في الحساب التجاري والحساب الجاري من العجز إلى الفائض.

(٢) تصحّ هذه النظرية أيضا عندما يكون الدين الخارجي مصدرا بالعملية المحلية لبلد ما، لكن البلدان القادرة على إصدار العملة التي يصدر بها دينها تملك خيار خفض قيمة عملتها من خلال طبع المزيد من الأوراق النقدية.

٩ - وفي ضوء هذه الأدلة، فإن وجود عجز كبير في الحساب الجاري يترافق بارتفاع حقيقي في أسعار العملة وخسارة في القدرة التنافسية إجمالاً، يعد مؤشراً أكثر قوة على عدم القدرة على تحمل الدين الناجم عن ذلك، إذا ما قورن بعجز لا يترافق بفقدان القدرة التنافسية. ويقال في بعض الأحيان إن على البلدان النامية أن تقبل تدفقات مالية كبيرة إليها وما ينجم عنها من ارتفاع في سعر صرف عملاتها، لأنها لا تملك ما يكفي من المدخرات، وبالتالي فهي في حاجة إلى استيراد رؤوس الأموال كي تتمكن من الاستثمار والنمو. بيد أن هذا التعليل يفتقد القدرة على الإقناع في عالم تسجل فيه البلدان النامية بمجمليها وتيرة لا سابق لها من النمو والاستثمار، وتعمل فيه كبلدان مصدرة صافية لرأس المال.

١٠ - وعلاوة على ذلك، ووفقاً لما ورد في التقرير الاقتصادي لرئيس الولايات المتحدة لعام ٢٠٠٤ فإن: "الرغبة في اجتذاب تدفقات رأس المال الإيجابية الصافية وتقبّل العجز في الحساب الجاري يتوقفان على الغرض الذي ستستخدم من أجله تدفقات رأس المال الداخلة. ويقدم الاقتراض الأجنبي - وهو الزيادة في إنفاق الأسرة أو استثماراتها مقارنة بمدخراتها - مثلاً مقارناً مفيداً. فالدين المترتب على الأسرة قد ينشأ عن الاقتراض لتمويل إجازة تكاليفها مسرفة، أو عن قرض عقاري لشراء منزل، أو عن قرض للدراسة. ولا يمكن الحكم على ملائمة الاقتراض من دون معرفة الغرض منه. والأمر مماثل بالنسبة للبلدان، إذ أن الاقتراض من الخارج قد يكون مثمراً أو غير مثمر". (الصفحة ٢٥٦). وتبعاً لذلك فإن مراكمة الدين مقابل أحد النشاطين يكتسي صورة مختلفة، ولا يمكن تقييم القدرة على تحمل الدين بالاستناد إلى النسب الاقتصادية الكلية وحدها.

١١ - وعليه، فإذا واجه بلد أو منطقة إعادة تقييم فعلية وحادة لسعر العملة، ينبغي ألا يفسر صافي تدفق رأس المال الداخل الذي يرافقه على أنه مؤشر قوة أو كنتيجة لقرار اتخذته المستثمرون بالاحتفاظ بالعملة لمساندة هذه المنطقة. ويمكن اعتبار التدفق الداخل من دون إفراط في تقييم سعر العملة بمثابة مؤشر قوة. وفيما عدا ذلك فإن البلدان التي تخفض قيمة عملاتها تقوم بتصدير رأس المال باعتباره العنصر المكمل اللازم لنجاحها في سوق السلع، لا كتحويل مستقل بذاته للموارد. وحيث أن حركة الأسعار النسبية هي السبب وراء تدفقات رأس المال، فإن من غير المنطقي التبرم من الآثار السلبية للمغالاة في تقييم سعر العملة والثناء في الوقت نفسه على التدفق الداخل الصافي لرأس المال.

١٢ - وتنطوي هذه الاعتبارات على دروس هامة فيما يتعلق بتحليل القدرة على تحمل الدين الخارجي. ويشار بوجه خاص إلى أن المناظرة مع حسابات الدين الحكومي المقدر

على تحمله هي مناظرة مضللة، وأن علينا الامتناع عن اتباع هذا المسلك في التحليل. ولا بد لأي محاولة لقياس القدرة على التحمل من أن تشمل تحليلاً متعمقاً لأسباب المديونية.

الاستدامة المالية

١٣ - كثيراً ما يستخدم مصطلح "الاستدامة المالية" دون أن يترافق بتعريف واضح في ذهن المستخدم. ويعرّف صندوق النقد الدولي موقفاً معيناً على صعيد السياسات المالية بأنه موقف مستدام إذا: "كان المستدين يتوقع أن يكون قادراً على الاستمرار في خدمة دينه دون إجراء تصحيح مستقبلي كبير وغير واقعي لميزان الإيرادات والنفقات (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٢، الصفحة ٤) (٣)".

١٤ - وتنحو الاختبارات الرسمية للاستدامة نحو الصعوبة وهي تتطلب قدراً كبيراً من البيانات. وبالتالي فقد وضع المحللون مؤشرات أساسية تتيح التحقق مما إذا كانت السياسات الحالية قادرة على تثبيت أو خفض نسبة دين معينة إلى سعر فائدة حقيقي معين ومعدل نمو معين للاقتصاد ورصيد أولي معين للدين. وعادة ما يستخدم هذا المؤشر لتحليل الفائض الرئيسي اللازم لتثبيت نسبة الدين إلى الناتج الإجمالي المحلي:

الفائض الرئيسي = (سعر الفائدة - نمو الناتج الإجمالي المحلي) الدين العام

وثمة محاذير عدة تنطبق على هذا النهج. وأولها أن هذا النهج لا يستند إلى أي تعريف محدد للاستدامة، وأنه يركز بصورة أساسية على تثبيت نسبة معينة للدين إلى الناتج الإجمالي المحلي، لكنه لا يأتي على ذكر القيمة المثلى لهذه النسبة. وثانيها أن المؤشر لا يحدد الشروط اللازمة لتحقيق الاستدامة في الأجل الطويل. فهناك أسباب وجيهة تدفع بلداً ما إلى تكبد عجز، وربما كان من غير الأمثل أن يُمنع بلد ما من انتهاج سياسات معاكسة للدورة الاقتصادية بحجة أن هذه السياسات قد تؤدي إلى المبالغة في تحديد نسبة مالية يتم التوصل وفقها إلى تحقيق التوازن في الأجل الطويل. ثالثاً، يتطلب تقييم المعادلة الواردة أعلاه طرح افتراضات لنمو الناتج الإجمالي المحلي، وسعر الفائدة، والنفقات والإيرادات الحكومية، ويفترض ضمناً أن هذه المتغيرات خارجية المنشأ. بيد أن معظم هذه المتغيرات هي في الواقع متغيرات داخلية المنشأ ومتراصة فيما بينها. ومن غير الواقعي ألا يكون للتغيرات في العجز الرئيسي أي أثر على سعر الفائدة والنمو، وألا تكون للتغيرات في النمو أي أثر على الفائض الرئيسي. والواقع أنه يتعين معاملة العجز المتكبد لتمويل الاستثمار العامة بصورة مختلفة عن العجز

(٣) IMF, "Assessing Sustainability", policy paper prepared by the Policy Development and Review

.Department, 28 May 2002, Washington, D.C., p. 4

المتكبد لتمويل النفقات الجارية. ووفقاً للممارسة الحالية، فإن استراتيجيات التعديل في القطاع العام تجمع بين النفقات الجارية والاستثمارات العامة. وقد قدمت مجموعة ريو (وهي آلية دائمة للتشاور والتحاور السياسي بين بلدان أمريكا اللاتينية التسعة عشر) اقتراحاً يرمي إلى استبعاد نفقات الاستثمار من المستويات المحددة للعجز المالي. ويكمن المسوغ الأساسي لهذا الاقتراح في أن من الصعب تعديل النفقات الجارية (لأنها تتكون في معظمها من الأجور وبرامج الاستحقاقات)، وبالتالي فإن الاستثمارات هي المتغير المعتاد المستخدم في التعديل عندما يزيد العجز عن المستوى المحدد له. وفي إطار الاقتراح تقول مجموعة ريو إن إدراج نفقات الاستثمار في الموازنة المتوخاة للميزانية يعتبر أن كل زيادة في العجز يقابلها انخفاض في ثروة الحكومة، ولا يضيفي ضمناً أي قيمة على نفقات الاستثمار باعتبارها إضافة إلى الثروة الصافية. وتفضل مجموعة ريو بدلاً من ذلك، اعتماد مؤشرات للاستدامة تشابه المؤشرات التي اقترحها بويتير في عام ١٩٨٥^(٤).

١٥ - وأخيراً، فإن المؤشر لا يأخذ في الحسبان مجموعة من العوامل التي تميز حالة معظم الدول النامية وتسهم في تزايد الشكوك. ويشار بصورة خاصة إلى أن للبلدان النامية، في كثير من الأحيان، قدرة محدودة على زيادة الضرائب (بسبب ضخامة القطاع غير الرسمي)، وأن قاعدة إيراداتها متقلبة، وأنها تتعرض لصدمات خارجية كبيرة (فعلية ومالية على حد سواء) تزيد من التقلبات في نمو الناتج الإجمالي المحلي وفي خدمة الدين، وأنها تتميز بارتفاع مستويات دولرة التزاماتها. وتساهم جميع هذه العناصر في تعقيد إدارة السياسات المالية وتزيد إلى حد كبير من صعوبة تقييم الاستدامة.

التفاعلات بين القدرة على تحمل الدين الخارجي والاستدامة المالية

١٦ - ثمة روابط هامة تجمع بين القدرة على تحمل الدين الخارجي والاستدامة المالية. وأكثر هذه الروابط وضوحاً هو أن الديون العامة تشكل قرابة ٥٠ في المائة من الديون الخارجية للبلدان النامية، وأن نحو ٥٠ في المائة من الدين العام للبلدان النامية يصدر في الخارج. بيد أن هناك روابط أخرى أقل وضوحاً. فعلى سبيل المثال، ففي البلد الذي ليس عليه أي دين عام، لكن عليه ديوناً خارجية خاصة ضخمة، فإن عدم قدرة المقترضين من القطاع الخاص على خدمة هذا الدين قد تؤدي إلى أزمة عملة وأزمة مصرفية قد تكون لهما آثار سلبية على الاستدامة المالية. بيد أن الأزمة قد تنشأ أيضاً في سوق الدين المحلي. فقد نشأت الأزمة المكسيكية في الفترة ١٩٩٤/١٩٩٥ في سوق سندات الخزنة للحكومة

Willem Buiter, "A Guide to public sector debt and deficits", *Economic Policy: A European Forum*, vol. I, (٤) pp. 13-79.

المكسيكية وهي سندات محلية بالعملة المحلية، كما أن الأزمة الروسية لعام ١٩٩٨ قد نشأت في سوق سندات الدولة القصيرة الأجل وهي أيضا سندات محلية بالعملة المحلية.

١٧ - ولعل أهم تفاعل بين القدرة على تحمل الدين الخارجي والاستدامة المالية يكمن في سلوك سعر الفائدة؛ ومن سوء الطالع أن هذا التفاعل يأتي بمقايضة غير مستحبة. ويمكن مشاهدة ذلك من خلال التذكّر بأن التخفيض الحقيقي في قيمة العملة هو شرط لازم لاستعادة القدرة على تحمل الدين الخارجي، وأن جزءا كبيرا من الدين العام في البلدان النامية قد صدر بعملة أجنبية، ونتيجة لذلك فإن تخفيضا كبيرا في قيمة العملة قد يؤدي إلى ارتفاع مفاجئ في نسبة الدين إلى الناتج الإجمالي المحلي (للاطلاع على الأدلة في هذا الصدد، انظر Campos, Jaimovich and Panizza (2006) "The unexplained part of public debt", (Emerging Markets Review, Vol. 7/3, pp. 228-243).^(٥)

١٨ - ومن ثم فإن ارتفاع قيمة عملة ما قد يكون له أثر إيجابي على الاستدامة المالية، وأثر سلبي على القدرة على تحمل الدين الخارجي. بيد أنه إذا واکب هذه الحالة تدهور سريع للحساب الجاري، فإن تحسن الشروط المالية قد يكون تحسنا مؤقتا لا غير. وهذه هي بالتحديد المشكلة في مبدأ لاوسون، مما قد يؤدي بالحكومات إلى تجاهل ضعف وضعها المالي الخارجي، وهو أمر قد يفضي لاحقا إلى أزمة عملة وأزمة مالية. غير أن هذه المقايضة تعني أيضا أن السماح بخفض قيمة العملة بوجود دين بالعملة الأجنبية قد يؤدي إلى أزمة دين، وربما إلى تخلف عن التسديد يكون مرتفع الكلفة. وهذا هو سبب معاناة بعض البلدان النامية من "الخوف من التعويم".

١٩ - وحيث أن تغيير تكوين الدين العام والتحول إلى الاقتراض المحلي يمكن أن يؤديا إلى تقليص هذه الاختلالات وتحسين شروط المقايضة التي نوقشت أعلاه، فإن العديد من البلدان النامية تقوم الآن بالتخلي عن الدين العام الخارجي والاستعاضة عنه بدين مصدر محلي. ووفقا لما يقوله بعض المعلقين والاقتصاديين، فإن هذا التحول في تكوين الدين يقي البلدان النامية

(٥) هذا هو السبب الذي دفع بالكتابات عن الخطيئة الأصلية وسوء التطابق بين العملات (Eichengreen, "The Pain of Original sin" Hausmann and Panizza, إلى القول بأن الاقتراض الخارجي قد يكون خطرا، حتى وإن انتفت مشكلة التحويل. وبما أن الديون الخارجية للبلدان النامية هي في مجملها ديون بالعملة الأجنبية، فإن قدرة بلد ما على تسديد دينه تتوقف على سلوك سعر الفائدة الحقيقي الذي ينحو في البلدان النامية نحو التقلب الشديد (Ricardo Hausmann, Ugo Panizza, and Roberto Rigobon, "The long-run volatility puzzle of the real exchange rate" Vol. 25/1, pp. 93-124, 2006). ولا توجد أي أوجه ضعف بالنسبة للبلدان، كالولايات المتحدة، التي يمكنها الاقتراض من الخارج بعملة محلية (بل والأفضل من ذلك، بعملة يمكنها طباعتها).

من أزمات الدين في المستقبل. وصحيح أن الدين المحلي يمكن أن يكون أكثر أماناً (من وجهة نظر مُصدر الدين)، إلا أن التحول الذي جرى مؤخراً من الاقتراض الخارجي إلى الاقتراض المحلي قد يفضي بالبلدان إلى مقايضة نوع من أنواع الضعف بنوع آخر. فعلى سبيل المثال، قد تكون البلدان التي تتحول من الدين الخارجي إلى الدين المحلي بصدد مبادلة سوء التطابق في العملات بسوء تطابق في الاستحقاق، ويمكن أن يكون للإفراط في الاقتراض المحلي أثر سلبي على الموثوقية النقدية، ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع معدلات الفائدة المحلية^(٦).

٢٠ - وتشير هذه التفاعلات بين القدرة على تحمل الدين الخارجي والاستدامة المالية إلى حقيقة مفادها أن من الضروري إدراج الدين المحلي في عمليات تحليل الاستدامة المالية. وهذه ممارسة غير سارية حالياً لسببين على الأقل. وللسبب الأول علاقة بحقيقة مفادها أنه في حين أن الدين المحلي قد يؤثر على القدرة على تحمل الدين الخارجي، فإن مواطن الضعف الناجمة عن الدين العام تختلف عن مواطن الضعف الناشئة عن الدين الخارجي. وبالتالي فإن من الخطأ جمع نوعي الدين ببساطة. أما السبب الثاني فهو يتسم بمزيد من الطابع العملي ويتعلق بحقيقة مفادها أن من الصعب الحصول على بيانات عن مستوى الدين المحلي وتكوينه. والأسوأ من ذلك أننا لا نملك حتى تعريفاً جيداً للدين المحلي والدين الخارجي. والواقع أنه في حين أن التعريف الرسمي للدين الخارجي يركز على مكان إقامة الدائن (الدين الخارجي هو دين لغير المقيمين)، فإن معظم البلدان تصنف الدين الخارجي والدين المحلي على أساس مكان إصدار الدين والقوانين التي تنظم عقد الدين (يصدر الدين الخارجي في البلدان الأجنبية ويقع تحت سلطة الولاية القضائية لمحكمة أجنبية).

(٦) انظر Guillermo Calvo, "Servicing the public debt: the role of expectations", *American Economic Review*, vol. 78/4, pp. 647-661 (1998).