

# شبكة

ألقينا نظرة فاحصة على شبكة الدين — الذي نشأ معظمه بسبب الحرب العالمية الأولى — التي ربطت الاقتصادات الرئيسية في العالم خلال فترة ما بين الحربين العالميتين. وخلصنا إلى أن الشواغل التي لدى المستثمرين بشأن مصداقية سياسات المالية العامة وخدمة الديون السيادية أدت إلى شدة واستمرارية الاضطرابات المالية المرتبطة بالكساد الكبير، حتى وإن لم تكن هذه الشواغل هي السبب.

وتبين دراستنا لفترة ما بين الحربين العالميتين كيف يمكن أن تؤدي الديون السيادية الخارجية دورا يزيد من تفاقم الأوضاع في الدورات المالية العالمية، ولا سيما عندما تمثل نقاط الوصل في شبكة مالية معقدة. وكما كان الحال مع الأزمة العالمية في عام ٢٠٠٨ وأزمة منطقة اليورو في عام ٢٠١٠، أدى فقدان الثقة بين المستثمرين، واضطرابات أسواق الديون السيادية الناجمة عن قلة السيولة، والتدخل الحكومي في القطاع المالي إلى زيادة عبء الدين الخارجي. وبالتالي، لا تتيح لنا فترة ما بين الحربين العالميتين منظورا لفهم أزمة عام ٢٠٠٨ فحسب، بل أيضا لتحديد وتفسير مواطن الضعف التي نشهدها في الوقت الحالي.

ففي السنوات التي أعقبت الحرب العالمية الأولى، كان لدى البلدان مستويات مرتفعة جدا من الديون السيادية وبيئة اقتصادية كلية عصبية. واتخذت معظم البلدان تدابير للحد من العجز وحفز النمو. وطبقت المملكة المتحدة سياسات مالية ونقدية تقييدية لتخفيض الأسعار دعما لعودة قاعدة الذهب على مستوى ما قبل الحرب. وعلى العكس من ذلك، فشلت

تبين دراسة لفترة ما بين الحربين العالميتين كيف يمكن أن تؤدي شبكة معقدة من الديون السيادية إلى تفاقم الأزمات المالية  
مارك دي بروك، وإيرا دابلا نوريس،  
ونيكولا أند، ومارينا مارينكوف

**عندما** حل الكساد الكبير في أوائل ثلاثينات القرن الماضي، انخفضت تدفقات رأس المال الدولية التي كانت بالغة الأهمية لأداء الاقتصاد العالمي. ولا تزال الأسباب وراء ذلك موضع جدل، ومن بين الأسباب المعتادة المشتهة فيها السلوك المتهور للمضاربين والبنوك، والسياسات النقدية الموجهة بشكل سيء، وعدم التوافق الكبير بين أسعار صرف العملات. وسيدعي عدد قليل من الناس أن سياسات المالية العامة غير القابلة للاستمرار وشطب الديون السيادية كانت الأسباب الرئيسية وراء انهيار أسواق الأصول والتدفقات المالية العالمية. إلا أن الحكومات في أوروبا كانت تحصل في عشرينات وأوائل ثلاثينات القرن الماضي على تدفقات رأسمالية داخلية أكبر من القطاع الخاص في كثير من الأحيان (انظر الرسم البياني ١).

وباستخدام مجموعة فريدة من البيانات التي جمعها الصندوق والتي تسجل الديون السيادية على مستوى الأدوات،

## أدى ضامنو الاكتتاب والبنوك دورا كبيرا في تسويق هذه الإصدارات وتحمل مخاطرها.

وكانت مظاهر الترابط هذه داعمة لبعضها البعض، مما جعل النظام المالي العالمي هشاً أمام ضغوط الديون السيادية. وأضافت الجولات المتتالية من عمليات إعادة التفاوض المتعددة الأطراف والثنائية المزيد من الروابط. واشتمل كل اتفاق على التنازل عن جزء كبير من الدين وأتاح إعادة تمويل الجزء الأكبر من الالتزامات، مما أدى إلى زيادة تعقيد هذه الروابط المتشابكة. وهناك أمثلة موازية كثيرة لأزمة ٢٠٠٨، عندما ترك الرفع المالي العام — خدمة الدين من خلال تحمل مزيد من الدين — النظام المالي العالمي أكثر ضعفاً أمام الصدمات.

وخلال فترة ما بين الحربين العالميتين، كان على العديد من البلدان أيضاً أن تصدر ديناً بالعملة الأجنبية في الخارج نظراً لافتقارها لأسواق مالية محلية على درجة جيدة من التطور. وهو ما جعلها أكثر عرضة لمخاطر ارتفاع قيمة ديونها في حالة انخفاض قيمة عملتها، مما يزيد أرجحية التخلف عن السداد. ومن الأمثلة الموازية لذلك التوقفات المفاجئة في تدفقات رأس المال الداخلة أثناء أزمات الأسواق الصاعدة الأخيرة مثل تلك التي حدثت في الأرجنتين والبرازيل والمكسيك في ثمانينات وتسعينات القرن الماضي.

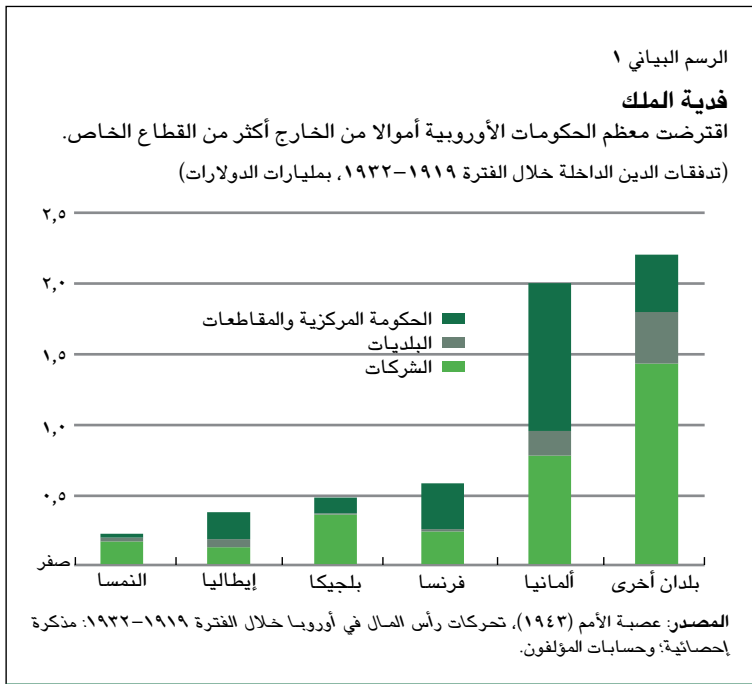
النمسا وألمانيا في البداية في تحقيق إصلاح مالي ونقدي وانجرفتا إلى طريق التضخم المفرط. وقامت إيطاليا، واليابان، وإلى حد ما فرنسا بتجربة ضوابط رأس المال والكبح المالي — سيطرة الحكومة على البنوك أو التدخل في أسواق المال.

وكانت هناك استراتيجيات موازية في السنوات التي أعقبت أزمة عام ٢٠٠٨: فقد أعادت اليونان هيكله دينها العام، واعتمدت آيسلندا وقبرص ضوابط رأس المال. ورفعت البنوك في اليونان وإيطاليا والبرتغال وإسبانيا حيازات ديون حكوماتها بشكل حاد. وعلى الرغم من أن ما يطلق عليه التحيز للاستثمار المحلي يساعد على تقليل تكاليف الاقتراض الحكومي ويوفر حيزاً مالياً للتصرف في أوقات الضغوط، فهو يحجب أيضاً تسعير المخاطر، كما حدث خلال فترة ما بين الحربين العالميتين.

### الشبكات المعقدة

كان الترابط بين الديون السيادية بين الحربين أكبر مما كان يمكن أن نستنتجه من المراكز الصافية وحدها (أنظر الرسم البياني ٢). وهو يتخذ أشكالاً مختلفة:

- الإقراض فيما بين الحكومات الحليفة والبنوك المركزية خلال الحرب وبعدها: اشتمل الدين الخارجي الرسمي أيضاً على التعويضات المفروضة على ألمانيا وبعض البلدان الأخرى. وأضافت هذه التعويضات طبقة أخرى من الترابط، شأنها شأن المحاولات الرامية إلى جعل خدمة الدين بين الحلفاء مشروطة على مدفوعات التعويضات الألمانية.
- ومبيعات الديون السيادية إلى مستثمري القطاع الخاص في الأسواق الأجنبية، التي ارتفعت بشكل كبير في عشرينات القرن الماضي: أدى ضامنو الاكتتاب والبنوك دوراً كبيراً في تسويق هذه الإصدارات وتحمل مخاطرها. وعلى سبيل المثال، أدت شركة جي بي مورغان والشركاء دوراً هاماً في طرح القروض السيادية الأجنبية في سوق الولايات المتحدة.
- ومبيعات الديون في الخارج من مقترضين غير الجهات السيادية، وخاصة لمستثمرين من الولايات المتحدة، التي زادت أيضاً في عشرينات القرن الماضي: شجعت ألمانيا القطاع الخاص وحكومات الولايات والحكومات المحلية على الاقتراض الخارجي للمساعدة في توليد نقد أجنبي لتغطية مدفوعات التعويضات.

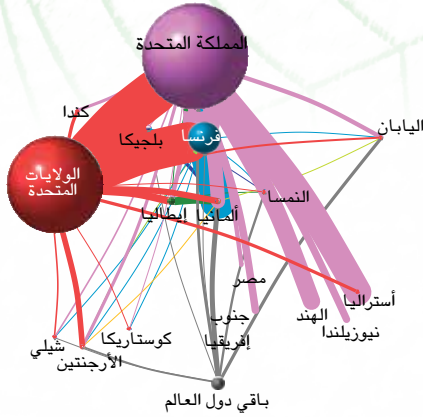




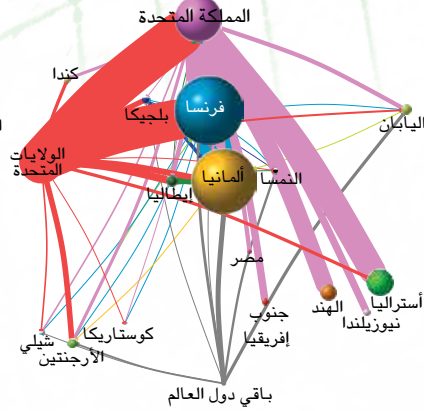
## نقاط الوصل الخاصة بالديون

هيمن عدد قليل من البلدان الكبيرة، بما في ذلك فرنسا وألمانيا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة، على شبكة الديون الخارجية في عام ١٩٣١.

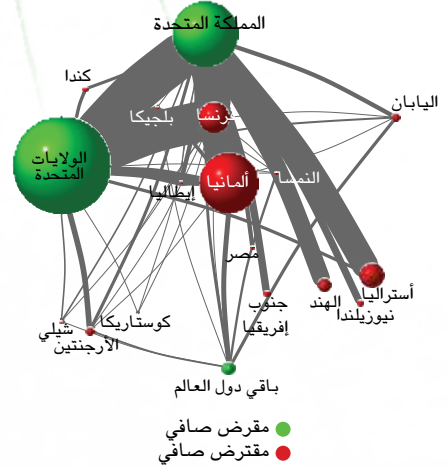
(أ) المقرضون



(ب) المقرضون



(ج) المركز الصافي



المصدر: دراسة De Broeck and others، قيد الإصدار.

ملحوظة: يمثل عمق كل رابط مبلغ الدين المستحق، بينما يمثل حجم نقطة الوصل الأرصدة القائمة من الدين الذي اقترضته الجهات السيادية المدرجة في الرسم البياني (أ)، والذي تم إقرضه إلى الجهات السيادية المدرجة في الرسم البياني (ب)، وبالقيمة الصافية في الرسم البياني (ج) (استناداً إلى مبالغ محولة إلى دولارات أمريكية، بنفس مُعلّمة القياس لجميع الرسوم البيانية). والمقرض (المقرض) الصافي هو بلد يقرض بقية دول العالم مبالغ أكثر (أقل) من التي يقرضها هو منها.

الكبيرة في الشبكات المالية أن تنقل أيضاً الصدمات إلى النظام المالي وتزيد من حدتها. وانتقلت تداعيات الانكشاف المشترك لمدين واحد كبير في فترة ما بين الحربين العالميتين إلى القطاع الخاص من خلال قنوات متعددة. أولاً، تضمنت المفاوضات الثنائية والمتعددة الأطراف في عشرينات القرن الماضي قروضا جديدة إلى بلدان مدينة كان يقدم لها القروض أساساً مستثمرون من القطاع الخاص. وبالتالي كان للدول المشاركة مصلحة في حماية هؤلاء المستثمرين من التخلف عن سداد الديون السيادية.

وثانياً، أدى الدور المحوري لضامني الاكتتاب، من القطاعين العام والخاص، إلى تفاقم الوضع المعقد جدا بالفعل. وحتى أكثر مما نشهده اليوم، كان تسويق وإصدار السندات السيادية الخارجية فناً دقيقاً. وخلال فترة ما بين الحربين العالميتين، كثيراً ما كانت الحكومات تعين ضامني اكتتاب من القطاع الخاص (مثل شركة جي بي مورغان وشركة روثشيلد) لإدارة عمليات الإصدار وضمان مستوى أدنى من البيع، وبالتالي افتراض مخاطر مالية. وفي بعض الحالات، عملت البنوك المركزية والبنوك التابعة للحكومة كضامني اكتتاب. واعتمدت فرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان والمملكة المتحدة كلها اعتماداً كبيراً على سلطاتها المعنية بإصدار النقود بهدف التأثير على أسعار السندات، والإعلان عن الأوراق المالية السيادية في الداخل والخارج، والعمل كضامني اكتتاب، وتقاسم بعض المخاطر مع الحكومة.

تتزايد مخاطر العدوى داخل أي شبكة عندما يعتمد جميع المشاركين على نقطة وصل واحدة، كما كان الحال في عشرينات القرن الماضي. وشكلت ألمانيا وحدها الجزء الأكبر من صافي الانكشاف في الشبكة. وفي السنوات التي تلت الحرب العالمية الأولى، أصبح من الواضح بشكل متزايد أن ألمانيا لن تتمكن من خدمة التزاماتها، بما في ذلك دفع التعويضات، دون أي نوع من أنواع تخفيف الدين. ولم يوقف ذلك فرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة من ربط خدمة دينها بمدفوعات التعويضات الألمانية.

## المخاطر النظامية

واستندت الجولات المتتالية من المفاوضات التي تهدف إلى تخفيض ديون ألمانيا إلى افتراضات اقتصادية متفائلة للغاية ولم تأخذ في الحسبان احتمال حدوث تراجع حاد مثل الكساد الكبير. وبعبارة أخرى، أصبحت المخاطر المحيطة بالتعويضات الألمانية مؤثرة على الشبكة المالية الدولية. وكانت ألمانيا أكبر من أن تفشل. وأصبحت هناك حاجة إلى معالجة تراكم مواطن ضعف الديون السيادية عندما أدى التوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال الدولية في عام ١٩٣١ إلى انقطاع سبل الحصول على تمويل جديد. ولم تعد بعض الجهات السيادية قادرة على خدمة الدين الخارجي باقتراض جديد وتوقفت عن الدفع. وبحلول عام ١٩٣٣، شطبت هذه الجهات جزءاً كبيراً من التزاماتها الخارجية وأصبحت تعتمد بدلاً من ذلك على بيع الدين الداخلي إلى البنوك المحلية. وفي وقتنا هذا، يمكن للديون السيادية المرتفعة ونقاط الوصل العالمية والإقليمية

### لم يكن هناك أيضا إطار دولي فعال لمنع الانجراف إلى الحمائية.

لذلك، تدخل مصرفيون بارزون مثل توماس لامونت وجون بيربونت مورغان جونيور لسد الفراغ وقاموا بتمثيل الولايات المتحدة بصفة غير رسمية. واتجهت بعض الحكومات المعسرة إلى «أطباء النقود»، وهم مصرفيون دوليون ومستشارون ماليون من القطاع الخاص، ممن يعملون في كثير من الأحيان كمبعوثين غير رسميين للقوى العظمى. ويقدم انهيار هذا الاتفاق في أوائل ثلاثينات القرن الماضي دليلا حيا على منافع التعاون الدولي.

ومن خلال دراسة فترة ما بين الحربين العالميتين، رأينا كيف يمكن لشبكات الدين المعقدة التي تنطوي على انكشافات مشتركة كبيرة أن تؤدي إلى ارتفاع المخاطر التي تواجه النظام المالي العالمي في ظل غياب مؤسسات دولية فعالة. وبعد الحرب العالمية الثانية مباشرة، أنشئت مؤسسات دولية جديدة، بما في ذلك صندوق النقد الدولي، وأبرمت اتفاقات دولية جديدة — على وجه الخصوص خطة مارشال — استجابة لأوجه القصور التي انكشفت خلال فترة ما بين الحربين العالميتين. وعلى الرغم من تحقيق مزيد من التقدم في بناء المؤسسات والأطر التنظيمية منذ ذلك الحين، ينبغي مواصلة الجهود الرامية إلى تعزيز هذه المعمارية خشية تكرار الأزمات التي وقعت في الفترة ما بين الحربين العالميتين. [FD](#)

**مارك دي بروك نائب رئيس قسم، وإيرا دابلا نوريس**  
رئيسة قسم، ونيكولا أند ومارينا مارينكوف اقتصاديان  
في إدارة شؤون المالية العامة في الصندوق.

#### المراجع:

De Broeck, Mark, Nicolas End, Marina Marinkov, and Fedor Miryugin. Forthcoming working paper on interwar database and financial linkages, International Monetary Fund, Washington, DC.

هذا المقال جزء من مشروع أوسع يظطلع به الصندوق حول الديون السيادية في فترة ما بين الحربين العالميتين. وهو يستند إلى مجموعة من البيانات التي تسجل الديون السيادية على مستوى الأدوات، ويغطي البلدان الحليفة والمعادية، فضلا عن أعضاء مختارين من الكومنولث البريطاني خلال الفترة ١٩١٣-١٩٤٥. وتقدم مجموعة البيانات سلاسل زمنية مفصلة للمبالغ المستحقة لأدوات الديون السيادية الرئيسية. ويتعاون المؤلفون مع الأستاذ توماس سارغنت من جامعة نيويورك والأستاذ جورج هال من جامعة برانديز بشأن المشروع.

وثالثا، أدت الالتزامات المشروطة إلى تضخيم المخاطر السيادية. ففي عشرينات القرن الماضي شجعت ألمانيا الحكومات المحلية وحكومات الولايات على الاقتراض من مستثمري القطاع الخاص في الخارج. وأصبح هذا الاقتراض مصدرا للأخطار الأخلاقية والتزاما سياديا عندما تعثرت الحكومات المحلية وحكومات الولايات عن السداد. وتحملت النمسا في عام ١٩٣١ جزءا من الالتزامات الأجنبية لأكثر بنك في البلد، وهو بنك كريديتانستالت.

ولهذه الحالات أمثلة موازية في الأزمة المالية العالمية الأخيرة: تعرضت البنوك الخاصة والعامة والجهات السيادية، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، لمخاطر التخلف عن السداد الناجمة عن الحكومات. وطرحت الروابط بين المالية العامة والقطاع المالي أسئلة عن أفضل الطرق لخفض الديون السيادية، وما إذا كان تخفيف أعباء الدين خيارا قائما.

### ضعف الترتيبات المؤسسية

عندما بدأت الشبكة تنهار في أوائل ثلاثينات القرن الماضي، أدى الافتقار إلى منصة فعالة متعددة الأطراف إلى تعقيد عملية تسوية الديون السيادية. ولم تتمكن عصبة الأمم من العمل كمؤسسة عالمية بحق، ويرجع ذلك في جزء منه إلى أن الولايات المتحدة لم تصدق على معاهدة فرساي لعام ١٩١٩ ولم تشارك في المؤسسة حديثة المنشأ. وكان هذا يعني أن الولايات المتحدة لا تستطيع حشد التعاون الدولي للتصدي للانعكاسات السلبية العالمية الناجمة عن الكساد الكبير، مما يؤكد مخاطر انسحاب بلد رئيسي من الاتفاقات والمؤسسات الدولية.

وأضاف غياب ملاذ أخير للإقراض العالمي المزيد من الضعف. وافتقر بنك التسويات الدولية إلى الأدوات اللازمة للتدخل عندما يتوقف بلد ما عن السداد. وقدم هذا البنك، الذي أنشئ في عام ١٩٣٠ للمساعدة في ضمان انضباط ألمانيا في سداد مدفوعاتها الخارجية، قروضا طارئة في منتصف عام ١٩٣١ ولكنه أنه لم يستطع منح قروض طويلة الأجل. ولم يكن هناك أيضا إطار دولي فعال لمنع الانجراف إلى الحمائية، والعمليات غير المنسقة لتخفيض قيمة العملات، والحروب التجارية في أوائل ثلاثينات القرن الماضي. ولم تمتلك عصبة الأمم أنواع تسهيلات الإقراض التي لدى صندوق النقد الدولي اليوم؛ ففي أفضل الأحوال، كان بإمكانها المساعدة على تصميم برامج محلية لتصحيح الأوضاع والتفاوض بشأنها وتنسيق الضمانات للإقراض الخاص الذي تمنحه الحكومات الفردية. ونتيجة