

# تحمل العواقب



لويس كاتاو وروي مانو

علاوة ضخمة على سعر الفائدة. وفي ظل توافر قدر أكبر من البيانات التاريخية في بداية ثمانينات القرن الماضي، حاول عدد قليل من الباحثين الإجابة على هذا السؤال باستخدام الطرق التجريبية. وتشير معظم هذه الأبحاث إلى أن البلدان إما تدفع علاوة زهيدة نسبيا بسبب التخلف عن سداد ديونها، أو أنها لا تفرض عليها تلك العلاوة لفترة طويلة. فعلى سبيل المثال، توصلت دراسة Lindert (1986) وEichengreen and Portes (1986) وOzler (1993) وغيرها إلى وجود فروق صغيرة جدا بين سعر الفائدة الذي تدفعه البلدان التي تخلفت عن السداد خلال ثلاثينات القرن الماضي والبلدان التي لم تخلف عن سداد ديونها - لا تتعدى هذه الفروق ٢٥-٣٠ نقطة أساس (نقطة الأساس الواحدة تساوي ١/١٠٠ من ١٪). وفي المقابل، وفقا للدراسات التي اعتمدت بالكامل على بيانات الأسواق الصاعدة خلال الفترة من تسعينات القرن الماضي إلى العقد الأول من القرن الحادي والعشرين (مثل دراسة Borensztein and Panizza, 2009)، تم فرض علاوات ضخمة على أسعار الفائدة وصلت إلى ٤٠٠ نقطة أساس في المتوسط عندما بدأت الشركات في الاقتراض مجددا من الأسواق الخاصة، ولكنها اختفت تقريبا خلال عامين. ولم يستمر فرض العلاوات إلا في حالات قليلة تحمل فيها الدائنون خسائر ضخمة غير مسبوقة (في حالات تخفيض الدين ضمانا للسداد) (راجع دراسة Cruces and Trebesch, 2013).

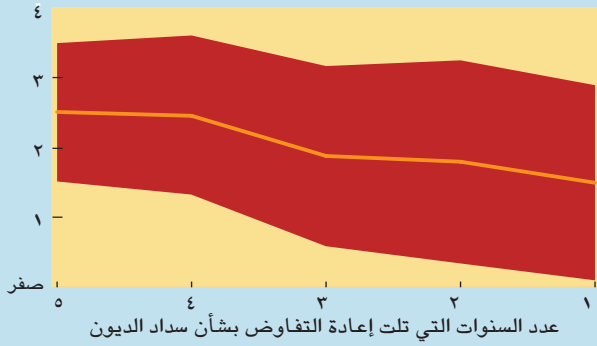
أن حكومة ما تتخلف عن سداد الديون المستحقة عليها لمستثمرين أجنبيا، وبعدها بسنوات قليلة تتفاوض على تخفيض حجم الدين الأصلي وهي على وشك استئناف الاقتراض من الأسواق الرأسمالية. تواجه هذه الحكومة عددا من الأسئلة. هل من المفترض أن تتوقع جزاء ما بسبب تخلفها عن السداد، ومن ثم دفع فائدة على القروض الجديدة أعلى مما تستلزمه الأساسيات الاقتصادية؟ وإذا كان الأمر كذلك، ما مقدار هذه «العلاوة الجزائية»؟ وكم من الوقت سيحتاجه هذا البلد لإعادة تأكيد جدارته الائتمانية وإسقاط هذه العلاوة الجزائية؟ وهذه الأسئلة مهمة لعدة أسباب. فحجم أي علاوة جزائية ومدى استمرارية فرضها يحددان أعباء خدمة الدين التي سيتحملها البلد في المستقبل. وقد تؤثر هذه العلاوة أيضا على أي برامج تصحيح قد ينفذها البلد المتخلف عن السداد بالتعاون مع مؤسسات متعددة الأطراف كصندوق النقد الدولي كي يستطيع الحفاظ على ملاءته المالية بعد أن أصبح غير قادر على الاقتراض من الأسواق. وقد يستغرق البلد وقتا حتى يتمكن من الحد من اعتماده على القروض متعددة الأطراف في حالة ارتفاع العلاوة الجزائية واستمرارها. وإذا استمر تطبيق العلاوة الجزائية لفترة طويلة، فذلك يعني أن المستثمرين لا ينسون بسهولة الديون التي أسقطوها عن البلد المدين. غير أنه أثرت مناقشات مطولة حول ما إذا كانت البلدان المتخلفة عن السداد تتحمل بالفعل

## تخيل

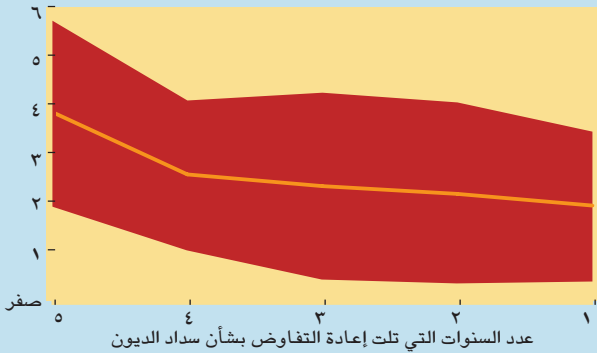
العلاوة على أسعار الفائدة التي تتحملها البلدان بسبب التخلف عن سداد ديونها السيادية أكبر كثيرا مما تفترضه النظريات السابقة

## الرسم البياني ١ ثمن كبير

البلدان التي تخلفت عن السداد بين عامي ١٨٧٠ و ١٩٣٨ في المتوسط دفعت علاوة جزائية على الديون الجديدة بلغت ٢,٥ نقطة مئوية وتراجعت إلى ١,٥ نقطة مئوية بعد خمس سنوات...  
(العلاوة الجزائية، بالنقاط المئوية)



... بينما دفعت البلدان التي تخلفت عن السداد بين عامي ١٩٧٠ و ٢٠١١ علاوة جزائية بلغت ٤ نقاط مئوية انخفضت فيما بعد إلى نقطتين مئويتين.  
(العلاوة الجزائية، بالنقاط المئوية)



المصدر: دراسة (2015) Catão and Mano.

ملحوظة: يمثل الجزء المظلل نطاق معظم العلاوات الجزائية التي دفعتها البلدان المتخلفة عن السداد. وبوجه عام، فإن البلدان التي تخلفت عن السداد أكثر من مرة دفعت علاوة جزائية أعلى من المتوسط، بينما دفعت البلدان التي تخلفت عن السداد مرة واحدة علاوة جزائية أقل من المتوسط. ويرصد الشكل البياني العلاوات الجزائية بعد عام واحد عقب الانتهاء من إعادة التفاوض بشأن السداد.

• استخدمنا مقياساً أعم للتاريخ الائتماني يقيس تصورات المستثمرين بشأن الجدارة الائتمانية. وقمنا بقياس العلاوة الجزائية كمجموع ثلاثة من مؤشرات التاريخ الائتماني: مجموع الفترات الزمنية التي تخلف فيها البلد المعني عن السداد، وعدد السنوات التي تلت آخر مرة تخلف فيها البلد عن السداد، وما إذا كان العام التالي لإعادة التفاوض بشأن سداد الديون هو العام الأول أم الثاني أم الثالث أم الرابع أو الخامس بعد تخلف البلد عن السداد. ويراعي هذا المنهج إمكانية اضمحلال ذاكرة المستثمرين سريعاً في الأعوام الأولى التي تعقب التخلف عن السداد وتدرجياً فيما بعد.

• قمنا بوضع مجموعة بيانات أوسع نطاقاً تغطي البلدان المتقدمة وبلدان السوق الصاعدة خلال فترتين شهدت أسواق السندات الدولية خلالها حركة تداول نشطة، وهما الفترة ١٨٧٠-١٩٣٨ والفترة ١٩٧٠-٢٠١١. ومجموعة البيانات تلك توسع من نطاق التغطية التاريخي لسلسلة بيانات فروق أسعار العائد على الدين السيادي المستخدمة حالياً، وذلك من خلال البحث في مصادر بيانات أولية وثانوية. وتضم عينة البيانات الجديدة ٦٨ بلداً وحوالي ٣٠٠٠

ولكن يبدو أن معظم الحكومات لا تزال تحاول جاهدة تجنب التخلف عن السداد، وهو ما يبدو غير مبرر إذا كانت العلاوة الجزائية المدفوعة مقابل التخلف عن السداد وفق الشروط الأصلية زهيدة نسبياً. لذلك فمن الواضح أنه توجد مخاطر أخرى محتملة تنشأ عن عدم السداد بخلاف علاوات أسعار الفائدة - مثل العقوبات الدولية والانقطاعات في تمويل التجارة وخسارة السمعة - ولكن تؤكد دراسات عديدة أنه نادراً ما تكون لهذه الجزاءات الأخرى آثار سلبية. وتشير نتائجنا إلى أنه يمكن عزو الرغبة العامة في تجنب التخلف عن السداد إلى ارتفاع العلاوات على أسعار الفائدة واستطالة فترات تطبيقها عن المستويات المتوقعة سابقاً (راجع دراسة Catão and Mano, 2015). وبالتالي ينبغي ألا نعتبر سلوك الحكومات مثيراً للدهشة.

## شواهد جديدة

ثمة أسباب كثيرة قد تؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة عن المستويات المتوقعة في ظل الأساسيات الاقتصادية لبلد ما - منها عدم الاستقرار السياسي في البلد المقترض أو ما تشهده الأسواق المالية من فترات إحجام عن تحمل المخاطر - ولكن عندما يكون السبب الوحيد لفرض العلاوة هو تخلف البلد المعني عن سداد ديونه في السابق، ينبغي مراعاة ثلاثة عوامل أساسية في قياس الحجم الحقيقي لتلك العلاوة: كيفية تقييم التاريخ الائتماني لبلد ما، وكيفية الحصول على بيانات ممثلة، وكيفية جمع بيانات عن جميع الأساسيات الاقتصادية ذات الصلة - مثل نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي والنمو الاقتصادي - التي يمكنها أن تفسر سعر الفائدة المفروض في بلد ما.

واختار باحثون آخرون مقاييس مختلفة للتاريخ الائتماني، كما درسوا فترات زمنية مختلفة، واستخدموا مجموعات مختلفة من الأساسيات الاقتصادية في تحليلاتهم. وقد تؤثر هذه الخيارات تأثيراً كبيراً على تقديرات العلاوات الجزائية. فالعلاوات الجزائية قد تختلف من وقت لآخر بسبب عوامل خارجية مؤقتة - كالفتره ٢٠٠٢-

## يبدو أن معظم الحكومات تبذل جهوداً كبيرة لتجنب التخلف عن السداد.

٢٠٠٧، على سبيل المثال، عندما ارتفعت أسعار السلع الأساسية وتراجعت درجة الإحجام عن المخاطر. وبالمثل، قد يؤدي التركيز على حقبة ستينيات وسبعينات القرن الماضي الأقل عولمةً وسيولةً - مثلما حدث في دراسات سابقة - إلى تقدير علاوات جزائية منخفضة وغير واقعية. ويعني ذلك أن تقدير متوسط العلاوة الجزائية خلال فترة قصيرة الأجل قد يؤدي إلى تقديرات متحيزة. وقد يميل بعض الباحثين بالطبع إلى افتراض اختفاء العلاوات الجزائية ببساطة عقب تراجع فروق أسعار الفائدة على الدين السيادي، حتى في حالة البلدان التي تخلفت عن سداد ديونها أكثر من مرة. غير أنه يمكن عزو تقلص فروق أسعار الفائدة على الدين السيادي إلى عوامل مؤقتة (بما فيها تراجع درجة الإحجام عن المخاطر) وينبغي عدم استخدام تلك الفروق كمؤشر بديل لقياس العلاوة الجزائية الأساسية. ويستلزم القياس الدقيق للعلاوة الجزائية تقدير العلاوة بعد استبعاد تأثير الأساسيات الاقتصادية الحالية للبلد المعني والأسواق الرأسمالية العالمية، ومن المهم للغاية تحييد أثر تلك العوامل في أي تحليل. وأخيراً، فالباحث قد يبخر تقدير الحجم الحقيقي للعلاوة الجزائية نتيجة استخدام مقاييس لما يتذكره المستثمرون عن الماضي، وهي مقاييس محدودة النطاق ولا يمكن استخدامها إلا في حالات معينة، ولا تتيح اشتقاق معلومات شاملة من البيانات المتاحة.

وقد قمنا بتحليل هذه العوامل الأساسية الثلاثة وطبقنا منهجية موحدة على جميع العينات. وتوصلنا إلى أن العلاوات الجزائية كانت أكبر كثيراً مقارنة بالنتائج التي توصلت إليها الأبحاث الأخرى للأسباب التالية:

وعموما، بلغت العلاوة الجزائية ما يزيد على ٦٠٪ من الفرق بين سعر العائد الذي يدفعه المتخلفون عن السداد وسعر العائد القياسي (راجع الرسم البياني ٢). وبالتالي، فإن جزءا كبيرا من سعر الفائدة الكلي الذي يدفعه البلد عند معاودة الاقتراض من أسواق رأس المال الخاص غير مرتبط بوضعه الاقتصادي ولكن بتاريخه الائتماني السيئ. لذلك يمكن أن تكون العلاوة الجزائية مهمة للغاية في تقدير الفائدة التي قد تدفعها البلدان عندما تعتمد اعتمادا كبيرا مجددا على أسواق رأس المال الخاص.

### تكرار التخلف عن السداد

يشير الرسم البياني ١ إلى وجود مجموعة كبيرة من العلاوات الجزائية أعلى وأقل من المتوسط. ويعود ذلك في الأساس إلى الاختلافات بين المقترضين الذين يتخلفون عن السداد لمرة واحدة والمقترضين الذين يتخلفون عن السداد على نحو متكرر. والمقترضون الذين يتكرر تخلفهم عن السداد عادة ما يدفعون علاوة جزائية أعلى من المتوسط نظرا لأنهم يظلون خارج السوق وتتراكم عليهم المتأخرات لفترات أطول. ويمكن رصد هذا التأثير باستخدام مؤشر التاريخ الائتماني الذي يقيس الفترات الزمنية التي تخلف فيها البلد عن السداد. وعادة ما يرى المستثمرون في هذه الفترات التي يكون فيها المقترضون «خارج السوق» - لا سيما إذا كانت في القريب - دليلا على تدني الجدارة الائتمانية، حتى وإن كانت الأساسيات جيدة، كنسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي والنمو الاقتصادي. بالإضافة إلى ذلك، فكلما كان المقترضون غير متأكدين من دقة الإحصاءات الصادرة عن البلد المتخلف عن السداد، يزداد تركيزهم في العادة على أفعال الحكومة كعدم القدرة على السداد والتأخر في إعادة التفاوض بشأن السداد، وهو ما يؤدي عادة إلى ارتفاع قيمة العلاوة المتوقعة.

ولا تميز مؤشرات التاريخ الائتماني المستخدمة بين حالات التخلف عن الديون الكبيرة والصغيرة. وقد يبدو من المنطقي أنه نظرا لتحمل المستثمرين خسائر ضخمة في بعض الحالات عن غيرها، فإنهم قد يفرضون علاوات جزائية أكبر على البلدان كلما زاد حجم الديون التي تخلفت عن سدادها.

ولكن قد يكون من الصعب تقدير تأثير الديون السابقة التي تم تخفيضها ضمنا للسداد على قيمة العلاوات الجزائية. أولا، فإن جميع حالات التخلف عن السداد هي أحداث مهمة وعادة ما تنطوي على تخفيض جزء كبير من الديون. وثانيا، يحدد المستثمرون في الأسواق التنافسية أسعار السندات والقروض على أساس مخاطر

التوقف عن السداد في المستقبل. وقد يكون حجم الديون التي تم تخفيضها في السابق عاملا مهما إذا قرر جميع المقترضين تعويض خسائرهم من خلال فرض علاوة إضافية. ولكن في الأسواق التنافسية - كسوق السندات السيادية - من المرجح أن يقوض المقترضون الجدد أي محاولة لتعويض الخسائر. كذلك فإن ما يقرب من ٩٠٪ من الفروق بين حالات تخفيض الدين يمكن تفسيرها بالمتغيرات المدرجة بالفعل في نموذج العلاوة الجزائية المستخدم - مثل نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي والفترات الزمنية التي توقف فيها البلد عن السداد.

### مسوغات منطقية واضحة

والنتيجة النهائية التي توصلنا إليها هي أن العلاوة المعتادة التي سبق فرضها على المقترضين المتخلفين عن السداد تم تقديرها بأقل من الواقع. ويعود ذلك جزئيا إلى دراسات سابقة لم تأخذ بعين الاعتبار ما يكفي من مؤشرات التاريخ الائتماني، وإلى سبب مهم آخر وهو أن مجموعات البيانات المستخدمة في تلك الدراسات لم تكن شاملة بدرجة كافية. وبدراسة عدد أكبر من

مشاهدة سنوية تستثنى منها سنوات التخلف عن السداد، وهو عدد أكبر كثيرا مقارنة بالدراسات السابقة.

• أخذنا في الاعتبار عوامل أخرى بخلاف التاريخ الائتماني ربما تكون قد أثرت على قيمة العلاوات الجزائية. وتتضمن هذه

## تقديرات العلاوة المعتادة على سعر الفائدة في حالات عدم السداد السابقة أقل من مستوياتها الفعلية.



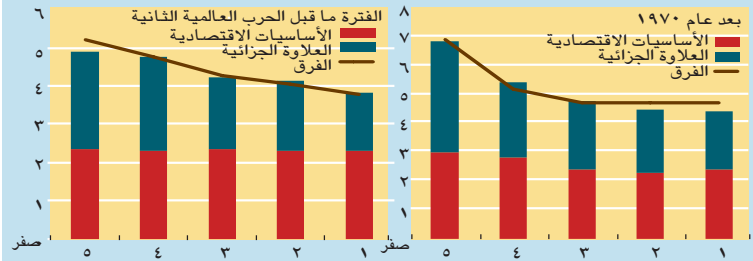
العوامل العديد من أساسيات الاقتصاد الكلي كنسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي، ونسبة الدين بالعملة الأجنبية، ومعدل نمو إجمالي الناتج المحلي (وذلك من خلال توسيع نطاق مجموعة البيانات التاريخية المستخدمة في دراسة Reinhart and Rogoff, 2009، على سبيل المثال)، إلى جانب الأوضاع في الأسواق المالية العالمية، كالتقلبات في أسعار الأسهم وأسعار الفائدة القياسية، والتي تؤثر على إقدام المستثمرين على المخاطر ومن ثم تساهلهم تجاه المقترضين ذوي الجدارة الائتمانية المنخفضة. وأخيرا، تضمنت مجموعة البيانات المستخدمة حجم حالات التخلف عن السداد السابقة.

ويوضح الرسم البياني ١ العلاوات الجزائية التي تحتملها البلدان عند معاودة الاقتراض من القطاع الخاص خلال الفترة ١٨٧٠-١٩٣٨ والفترة ١٩٧٠-٢٠١١. فبالنسبة للفترة ما قبل الحرب العالمية الثانية، بلغ متوسط العلاوة في البداية ٢٥٠ نقطة أساس، وهو ما يتجاوز التقديرات السابقة بكثير، واستمر تطبيق هذه العلاوة لمدة أطول كثيرا مقارنة بالتقديرات السابقة أيضا - فبعد مرور خمس سنوات ظل متوسط العلاوة ١٥٠ نقطة أساس. وارتفعت العلاوات خلال الفترة اللاحقة - حيث بلغت في البداية ٤٠٠ نقطة أساس و ٢٠٠ نقطة أساس بعد مرور خمس سنوات. وتتحدد استمرارية تطبيق العلاوة على أساس سنوات التخلف عن السداد وعدد السنوات التي تلت المرة الأخيرة التي تخلف فيها البلد المعني عن السداد.

### الرسم البياني ٢ التاريخ الائتماني: العامل الأهم

بشكل عام، شكلت العلاوة الجزائية حوالي ٦٠٪ من الفرق بين سعر الفائدة الذي دفعه المتخلفون عن السداد وسعر الفائدة القياسي خلال السنوات الخمس الأولى عقب إعادة التفاوض بشأن سداد الديون. وباقي الفرق كان بسبب الأساسيات الاقتصادية للبلد المعني.

(الخلاوة الجزائية، بالنقاط المئوية)



عدد السنوات التي تلت إعادة التفاوض بشأن السداد عدد السنوات التي تلت إعادة التفاوض بشأن السداد

المصدر: دراسة (2015) Catão and Mano.

ملحوظة: المعيار المستخدم في تقدير العائد خلال فترة ما قبل الحرب العالمية الثانية كان سندات الحكومة البريطانية طويلة الأجل (سندات الدين الحكومية غير محددة الأجل). وبالنسبة لفترة ما بعد عام ١٩٧٠، وباستثناء حالات قليلة، كان العائد على سندات الحكومة الأمريكية لأجل عشر سنوات هو المعيار. ويوجد اختلاف بسيط أحيانا بين الفرق والجزء العلوي في شريط المكونات بسبب أخطاء التقدير.

الطبيعي. وينطبق هذا الأمر بالأخص على الحكومات ذات المديونية المرتفعة التي سبق لها التخلف عن السداد والخروج لفترات طويلة من أسواق رأس المال الخاص. ■

لويس كاتاو اقتصادي أول في إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي، وروي مانو اقتصادي في إدارة آسيا والمحيط الهادئ بصندوق النقد الدولي.

المراجع:

Borensztein, Eduardo, and Ugo Panizza, 2009, "The Costs of Sovereign Default," IMF Staff Papers 56(4), pp. 683–741 (Washington).

Catão, Luis A.V., and Rui C. Mano, 2015, "Default Premium," IMF Working Paper 15/167 (Washington: International Monetary Fund).

Cruces, Juan, and Christoph Trebesch, 2013, "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts," American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 5, No. 3, pp. 85–117.

Eichengreen, Barry, and Richard Portes, 1986, "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences," European Economic Review, Vol. 30, No. 3, pp. 599–640.

Lindert, Peter H., and Peter J. Morton, 1989, "How Sovereign Debt Has Worked," in Developing Country Debt and Economic Performance, Vol. 1, ed. by Jeffrey Sachs (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Ozler, Sule, 1993, "Have Commercial Banks Ignored History?" American Economic Review, Vol. 83, No. 3, pp. 608–20.

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2009, This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

الفترات وفترات تاريخية أطول مقارنة بالأبحاث السابقة، توصلنا إلى أن العلاوة الجزائية على الديون السيادية عادة ما كانت ضخمة خلال السنوات القليلة الأولى التي تعقب إعادة التفاوض على سداد الديون وأن تراجعها فيما بعد كان تدريجياً – بمعدل أبداً بالطبع مقارنة بالأبحاث السابقة.

وكمثال عملي مصغر، فلننظر إلى بلد ما ذا مديونية معتدلة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، ٥٠٪ على سبيل المثال، وجميع ديونه مستحقة للقطاع الخاص. وقياساً بمتوسط العلاوة الجزائية الذي بلغ ٤٠٠ نقطة أساس بعد عام ١٩٧٠، قد تصل الزيادة في مدفوعات الفائدة السنوية التي يتحملها هذا البلد إلى ٢٪ من إجمالي الناتج المحلي بعد إعادة التفاوض بشأن السداد، لتتراجع تدريجياً إلى ١٪ من إجمالي الناتج المحلي بعد ذلك بعدة سنوات. حتى بالنسبة للبلدان ذات نسب الدين المعتدلة، فإن تكلفة الفائدة ليست زهيدة على الإطلاق – لا سيما وأن مدفوعات الفائدة على الدين الخارجي غالباً ما تكون بين ١٪ و٣٪ من إجمالي الناتج المحلي. وتزداد هذه التكلفة بالنسبة للبلدان الأكثر مديونية التي ظلت خارج أسواق التمويل الخاص لسنوات طويلة. وإيجازاً لما سبق، فإن تجنب التخلف عن السداد أمر مفيد للغاية، حتى وإن لم نأخذ في اعتابنا المخاطر الأخرى التي تنجم عنها خسائر هي الأخرى، كخسارة السمعة والعقوبات الدولية والانقطاعات في أنشطة التجارة والوساطة المالية.

وهكذا، فإن القيمة المطلقة للعلاوة الجزائية التي يتحملها بلد ما تتوقف على أوضاعه الخاصة والتقدير بشأن التغيير في العوامل الاقتصادية المحلية والعالمية. ولكن يتضح من تحليلنا أن تحمل علاوة جزائية مقاربة للمتوسطات التاريخية سيكون مكلفاً للغاية، مما يستلزم بالتالي القيام بمحاولات لتجنب التخلف عن السداد – بما في ذلك اللجوء إلى التدابير التقشفية لإعادة الاقتصاد إلى مساره

# iMFdirect

## The International Monetary Fund's views on economics and finance

Read our blog by **leading economists** and **IMF officials** about pressing issues in the **global economy**

<http://blog-imfdirect.imf.org>