

متى يصبح مستوى الدين غير آمن؟¹

OLIVIER BLANCHARD

مجلة التمويل والتنمية - صندوق النقد الدولي

للإجابة عن هذا السؤال، نحتاج إلى تعريف "غير آمن".

أقترح ما يلي: يصبح الدين غير آمن عندما يكون هناك خطر لا يستهان به وهو أن نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، في ظل السياسات الحالية والمستقبلية المحتملة، سوف تزداد باطراد، مما يؤدي إلى التخلف عن السداد في مرحلة ما.

الطريقة الطبيعية للمضي قدماً تكون مباشرة بعد ذلك.

تعتمد ديناميكيات نسبة الدين على تطور ثلاثة متغيرات:

- أرصدة الموازنة الأولية (أي الإنفاق بعد خصم مدفوعات الفائدة مطروحاً منه الإيرادات)؛
- معدل الفائدة الحقيقي (السعر الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم)؛
- المعدل الحقيقي للنمو الاقتصادي.

وكنهج من خطوتين؛ يجب أن تكون الخطوة الأولى هي تكوين تنبؤات لهذه المتغيرات الثلاثة في إطار السياسات الحالية والعمل على الآثار المترتبة على ديناميكيات نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. من المحتمل أن تكون توقعات هذه المستويات للعقد القادم أو نحو ذلك متاحة. لكن مثل هذه التوقعات ليست كافية. نحن بحاجة إلى تقييم حالة عدم اليقين المرتبطة بهذه التوقعات، مما يعني الخروج بمجموعة من النتائج المحتملة لكل متغير.

وهذا أصعب بكثير، ويتضمن الإجابة عن بعض الأسئلة الصعبة. على سبيل المثال:

- ما هي مخاطر الركود وما حجمه المحتمل؟
- ما هي مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية؟ إذا فعلوا ذلك،
- كيف يؤثر استحقاق الدين على مدفوعات الفائدة؟
- إذا كان الدين جزئياً بعملة أجنبية — وغالباً ما يحدث ذلك في اقتصادات الأسواق الناشئة —

¹ Deciding When Debt Becomes Unsafe, IMF, FINANCE & DEVELOPMENT Magazine, MARCH 2022, [Link](#)

- ما هو التوزيع المحتمل لسعر الصرف؟
- ما هو احتمال أن تتحول بعض الالتزامات الضمنية إلى التزامات فعلية؛ فنظام الضمان الاجتماعي، على سبيل المثال، يعاني من عجز كبير يجب تمويله بتحويل من الحكومة.
- ما هو توزيع معدل النمو الكامن؟
- يؤدي اتباع هذه الخطوة إلى توزيع نسبة الدين، على سبيل المثال، بعد عقد من الآن. إذا كان احتمال الزيادة المطردة في النسبة في نهاية الأفق صغيراً بدرجة كافية، فيمكننا أن نستنتج أن الدين آمن.
- إذا لم يكن الأمر كذلك، يجب أن ننتقل إلى الخطوة الثانية والإجابة عن المجموعة التالية من الأسئلة:
- هل ستفعل الحكومة شيئاً حيال ذلك؟ وإذا أعلنت الحكومة عن سياسات أو التزامات جديدة،
- ما هو احتمالية تنفيذها لتلك السياسات أو الالتزامات؟
- هذه الخطوة الثانية أصعب من الأولى. تعتمد الإجابات على طبيعة الحكومة: قد يكون احتمال اتخاذ حكومة ائتلافية إجراءات صارمة أقل من احتمال اتخاذ حكومة ائتلافية إجراءات صارمة من حكومة ذات أغلبية تشريعية كبيرة. النتيجة لا تعتمد فقط على الحكومة الحالية، بل على الحكومات المستقبلية، وبالتالي على نتائج الانتخابات المقبلة. يعتمد ذلك على سمعة الدولة، وما إذا كانت قد تعثرت في الماضي ومتى ولماذا.
- إذا كان كل هذا يبدو صعباً، فهذا لأنه كذلك. وإذا بدا الأمر وكأنه يعتمد على العديد من الافتراضات التي يمكن الطعن فيها، فهذا لأنه كذلك. وهذا ليس عيباً في النهج ولكنه انعكاس لتعقيد العالم. لكن يجب أن يتم التمرين. في الواقع، هذا هو ما تفعله وكالات التصنيف الائتماني، سواء استخدموا المصطلحات نفسها لوصف العملية، وما إذا كان معيارهم للحصول على تصنيف أقل من الكمال يعتمد على نفس التعريف الخاص بي أم لا. مع تصنيف أقل تأتي العقوبة الفعالة؛ على وجه التحديد، سيتعين على الحكومة تعويض المستثمرين عن تحمل مخاطر أعلى من التخلف عن السداد من خلال دفع معدل فائدة أعلى.
- مشكلة القواعد
- لنعد للسؤال الأصلي. متى يصبح مستوى الدين غير آمن؟

توضح العملية التي وصفت أن الإجابة لن تكون رقماً سحرياً عالمياً. ولن يكون هناك مزيج من رقمين سحريين، أحدهما للديون والآخر للعجز.

هذا واضح بشكل خاص إذا فكرنا في التغيرات في أسعار الفائدة الأساسية. لنفترض، كما كان الحال في الولايات المتحدة منذ أوائل التسعينيات، أن سعر الفائدة الحقيقي انخفض بمقدار ٤ نقاط مئوية. وهذا يعني انخفاضاً في التكلفة الحقيقية لخدمة الدين بنسبة ٤٪ من نسبة الدين؛ لذلك إذا كان الدين ١٠٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي، فإن خدمة الدين تنخفض بنسبة ٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي. من الواضح تماماً أن المعدلات المنخفضة تعني ديناميكيات دين أكثر ملاءمة. نسبة الديون التي قد تكون غير آمنة في أوائل التسعينيات من غير المرجح أن تكون غير آمنة الآن. قد نستنتج من هذا أن المتغير السحري لا ينبغي أن يكون نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، بل نسبة خدمة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. قد يكون هذا بالفعل تحسناً، لكنه يأتي مع مشاكله الخاصة: يعتمد قلب تكاليف خدمة الدين على قلب أسعار الفائدة الحقيقية، والتي يمكن أن تكون كبيرة. وستؤدي زيادة السعر الحقيقي من ١٪ إلى ٢٪ إلى مضاعفة تكلفة خدمة الدين. قد تكون التكلفة منخفضة ولكنها غير مؤكدة أيضاً، وسيؤثر عدم اليقين على ما إذا كان الدين آمناً أم لا. الجواب: لن يكون رقماً سحرياً عالمياً.

إن الانخفاض الطويل في أسعار الفائدة الحقيقية هو جزئياً ما أثار النقاش الحالي حول مدى ملائمة الأرقام السحرية وإصلاحات قواعد ميزانية الاتحاد الأوروبي. لكن النقطة أوسع بكثير: خذ بلدين لهما نفس نسبة الديون المرتفعة ولكن مع أنواع مختلفة من الحكومات، أو ديون مقومة بعملات مختلفة. قد يكون دين أحدهم آمناً، بينما قد لا يكون دين الآخر.

لذا فإن جوابي على السؤال هو أنني لا أعرف ما هو مستوى الدين الآمن بشكل عام. أعطني بلداً محدداً ووقتاً محدداً، وسأستخدم النهج أعلاه لأعطيك إجابتي. ثم يمكننا مناقشة ما إذا كانت افتراضاتي معقولة.

لكن لا تسألني عن قاعدة بسيطة؛ فمن المؤكد أن معايير ماستريخت أو ما يسمى بقواعد الصفر الأسود (الميزانية المتوازنة) ستضمن الاستدامة إذا تم احترامها. لكنهم سيفعلون ذلك على حساب تقييد السياسة المالية عندما لا ينبغي تقييدها. يتفق معظم المراقبون، على سبيل المثال، على أن الضبط المالي في الاتحاد

الأوروبي في أعقاب الأزمة المالية العالمية، وهو الاندماج الناجم عن القواعد، كان قوياً للغاية وأخر تعافي الاتحاد الأوروبي.

ولا تسألني عن قاعدة معقدة. لن تكون معقدة بما فيه الكفاية. إن تاريخ قواعد الاتحاد الأوروبي، وإضافة المزيد والمزيد من الشروط إلى النقطة التي أصبحت فيها القواعد غير مفهومة ولكنها لا تزال تعتبر غير كافية، يثبت هذه النقطة.