

# تحلیلی بر بحران بدهی های خارجی کشورهای در حال توسعه با تأکید بر مورد ایران دوره ۱۳۷۳-۱۳۷۲<sup>۱</sup>

## چکیده

در این مطالعه با مرور ادبیات نظری و تجربی پیرامون بدهی های خارجی کشورهای در حال توسعه، تأثیر وام های خارجی و کارهایی استفاده از این منابع را در اقتصاد ایران خصوصاً طی برنامه های اول و دوم توسعه مورد بررسی قرار می دهیم.

انحرافات قیمتی، نسبت سرمایه گذاری و صادرات به تولید، اثرات نهایی وام ها بر سرمایه گذاری صادرات، بهره وری اقتصادی، مدیریت بدهی های خارجی بالاخره بنیادهای نهادی و ساختاری حاکم بر تحولات اقتصادی کشورها از جمله مهمترین عوامل تعیین کننده سطوح استقراض بهینه شناخته می شوند.

در برخی از این کشورها نسبت به سرمایه گذاری به تولید و سهم وامهای خارجی اختصاص یافته به سرمایه گذاری بسیار پایین (کمتر از ۱۷ درصد) و انحرافات قیمتی، شدید بوده است. بعلاوه این کشورها همواره از ترتیبات نهادی غیر مولد و ساختارهای سیاسی و اجتماعی نامناسب با گرایش های مصرفی وراثتی رنج برده اند.

این گروه همواره با مشکل باز پرداخت بدهی مواجه بوده و تجربه تلخی از بحران بدهی ها دارند. در گروه دیگری از کشورهای بدهکار، نسبت سرمایه گذاری به تولید (که به بیش از ۲۹ درصد می رسد) و همچنین سهم وام های اختصاص یافته به سرمایه گذاری به مراتب بالاتر از گروه اول می باشد. انحرافات قیمتی در این کشورها کمتر و بنیادهای نهادی مناسب برای تحولات اقتصادی حاضر بوده است.

به علاوه این کشورها به دلیل ارزش اعتباری بالاتر، به وام های ارزان تری در بازار

۱. این مقاله گزارشی است که در «دفتر بررسی های اقتصادی» توسط دکتر محسن مهرآبادی در مرکز پژوهش ها تهیه شده است.

سرمایه بین المللی دسترسی داشته اند.

کشورهای مذکور با مشکلات کمتری در بازپرداخت بدهی مواجه بوده و این وام ها نقش مؤثری در سرعت انباشت سرمایه و رشد اقتصادی آنها داشته است. ساختار اقتصادی ایران به گروه اول شباهت بیش تری دارد. استقراض بهینه در اقتصاد ایران در سطح بسیار پایینی نسبت به ارقام تحقق یافته برآورد می گردد.

#### مقدمه

سرمایه، به عنوان یک عامل تولید کمیاب نقش غیرقابل انکاری در پیشرفت اقتصادی کشورهای در حال توسعه دارد. جریان بین المللی سرمایه به عنوان یک پدیده غیرقابل اجتناب، ناشی از تفاوت های درآمدی میان اقتصاد کشورهای جهانی می تواند به صورت ابزار مفیدی در جهت تسریع در انباشت سرمایه و کاهش شکاف توسعه بین الملل به کار رود. بحران های بدهی حاکی از آن هستند که این ابزار مؤثر به گونه ای نامطلوب استفاده شده و از این رو باید ریشه های کاربرد نامناسب از این اهرم مفید رشد اقتصادی را تشریح و عوامل اختلال در توسعه اقتصادی در رابطه با جریان سرمایه خارجی تحلیل نماییم. متأسفانه موضوع بدهی خارجی ایران در نشریات و محافل اقتصادی، کمتر از آنچه استحقاق دارد مورد توجه قرار گرفته است و موضوعات ارائه شده در این مورد، از بیان های علمی و منطقی دقیق و محکمی برخوردار نیستند.

تحقیق حاضر، بدهی های خارجی (خصوصاً در رابطه با ایران) را به طور نظری و تجربی مورد بحث قرار خواهد داد. نتیجه طبیعی چنین تحلیلی منجر به توصیه هایی برای اتخاذ سیاست های اقتصادی مناسب خواهد شد.

بخش دوم این مقاله، به مرور تاریخچه بدهی های خارجی کشورهای در حال توسعه اختصاص می یابد. این بخش به توصیف تاریخی بحران های کلاسیک بدهی و بحران های مالی در مکزیک (۱۹۹۴) و آسیای جنوب شرقی (۱۹۹۶) می پردازد. بحران های کلاسیک بدهی، ناشی از بنیادهای توسعه نیافتگی ریشه دار در کلیه بازارها و تمامی سطوح (شامل مدیریت غیرکارآمد در سطح کلان و سازمان و بنگاه اقتصادی) و همچنین تکانه های خارجی اند اما بحران های مالی اخیر، به دلیل توسعه نیافتگی بازارهای مالی و متأثر از مؤلفه های شکست بازار در غیاب مداخلات صحیح دولت شکل گرفته اند.

بخش سوم شرایط اساسی جهت موفقیت وام ها در کشورهای بدهکار را مورد بحث قرار خواهد داد.

در بخش چهارم، اهمیت انحرافات قیمتی و نقض شرایط پایه در ایجاد بحران بدهی ها مورد بررسی قرار می گیرد.

بخش پنجم به تجزیه و تحلیل بدهی های خارجی در اقتصاد ایران اختصاص یافته است. در بخش ششم به تشریح مدل های بدهی خارجی برای تعیین سقف استقراض خارجی

بهینه و کاربرد آن‌ها در اقتصاد ایران می‌پردازد. در بخش هفتم از مباحث مذکور نتیجه‌گیری می‌شود.

## تاریخچه بدهی‌های خارجی بحران‌های کلاسیک بدهی

رشد بدهی‌های کشورهای در حال توسعه به دهه ۱۹۵۰ برمی‌گردد. چنین بحث می‌شد که کشورهای مذکور، مبتلا به توسعه نیافتگی هستند و لازمه افزایش تولید، بالا بردن ظرفیت تولیدی و سرمایه‌گذاری است. لذا از دهه مذکور انتقال سرمایه به کشورهای جهان سوم تحت عنوان کمک به توسعه این کشورها با شتاب آغاز شد. به این ترتیب در پایان سال ۱۹۷۱ امریکای لاتین ۳۷/۹ درصد بدهی جهان سوم را به خود اختصاص داده بود. آسیا که از جریان استقراض سال‌های دهه ۱۹۵۰ به دور مانده بود، در دهه ۱۹۶۰ در مقیاس وسیعی، دست به استقراض زد. در پایان سال ۱۹۷۱ آسیای جنوبی ۲۳/۵ درصد بدهی جهان سوم را برعهده داشت. هند و پاکستان بعد از سال ۱۹۶۵ سالانه ۳۳ درصد بر بدهی خود افزودند. آسیای خاوری ۱۷/۶ درصد بدهی جهان سوم را در سال ۱۹۷۱ به خود اختصاص می‌داد. قاره افریقا در همان سال ۲۰/۷ درصد بدهی‌های جهان سوم را برعهده داشت.

در شروع دهه ۱۹۷۰ توزیع بدهی کشورهای توسعه نیافته، نمایانگر سهم عمده وام‌های رسمی (دولتی) در بدهی‌های بین‌المللی سال‌های بعد از جنگ جهانی دوم بود. به طوری که وام‌های دولتی به صورت کمک‌های رسمی برای توسعه از طرف کشورهای OECD<sup>۱</sup> در سال‌های ۱۹۷۱ بیش از دو سوم کل بدهی‌های خارجی کشورهای بدهکار را تشکیل می‌داد. روند بدهی‌ها در نتیجه تغییر منابع تأمین مالی از سال ۱۹۷۴ به بعد تغییر کرد و به تدریج سهم وام‌های رسمی توسعه کاهش یافت. البته در این تغییر روند کمک‌های رسمی برای توسعه کشورهای فقیرتر جهان سوم همچنان ادامه داشت. به طوری که کمک‌های رسمی از سوی اعضای اوپک و کشورهای OECD عمدتاً به کشورهای در حال توسعه بسیار فقیر تعلق می‌گرفت. در هر حال، جریان وام از طریق منابع رسمی (دولتی) و چندجانبه به کشورهای جهان سوم یا درآمد سرانه بالاتر، کاهش یافت و سهم کمتری به خود گرفت. وام‌های دریافتی از مؤسسات مالی خصوصی از اوایل دهه ۱۹۷۰ رو به افزایش نهاد. بدهی‌های خارجی ناشی از وام‌های بانکی برای کشورهای توسعه

1. International Monetary Fund, Analytical Issues in Debt, Edited by Frenkel, Dooley and Wichham, Washington D.C, 1989.

2. Official Development Assistance.

3. Organization for Economic Cooperation and Development.

4. International, Monetary Fund, Research Development, "World Economic Outlook", Staffstudies, Washington D.c, 1988.

نیافته در سال‌های ۱۹۷۱-۱۹۷۵ از رشد متوسط سالانه ۴۰ درصد برخوردار بود. این گسترش بیش‌تر به دلیل عوامل عرضه در بازارهای سرمایه بود. خصوصی شدن سیستم پولی بین‌المللی، افزایش نقدینگی بانک‌ها ناشی از سپرده‌های کشورهای صادرکننده نفت و نیز تغییر مقررات بانکی از جمله عواملی بودند که موجب تسریع جریان وام از سوی مؤسسات مالی خصوصی به سوی کشورهای در حال توسعه گردیدند. بدین ترتیب زمینه بحران بدهی‌ها در دهه ۱۹۷۰ ایجاد شد.

تقریباً همه تحلیلگران معتقدند که تحریم نفتی اوپک و چهاربرابر شدن قیمت‌های نفت پس از آن در سال‌های ۱۹۷۳ و ۱۹۷۴، بیانگر اولین مرحله بحران بدهی‌هاست. در سال ۱۹۷۳ کشورهای در حال توسعه غیرنفتی تنها ۱۱ میلیارد دلار کسری حساب جاری داشتند.<sup>۲</sup> اما پس از شوک قیمت نفت، این کسری به ۳۷ میلیارد دلار در سال ۱۹۷۴ و ۴۶ میلیارد دلار در سال ۱۹۷۵ افزایش یافت. هزینه نفت کشورهای مزبور از سطح ۶ درصد کل هزینه‌ها در سال ۱۹۷۳ به ۲۱ درصد تا سال ۱۹۸۱ صعود کرد. کشورهای در حال توسعه نفتی، که خود را ناتوان از کسب درآمدهای صادراتی کافی و مواجه با هزینه‌های فزاینده نفتی می‌دیدند، ناگزیر از مراجعه به صندوق بین‌المللی پول و بانک‌های تجاری بودند تا برای حل و فصل وضعیت رو به وخامت تراز پرداخت‌های خود استقراض نمایند. به علاوه چرخش دلارهای نفتی از کشورهای اوپک به سوی نهادهای مالی اروپا و آمریکا نیز منابع مالی لازم برای افزایش بدهی‌های کشورهای در حال توسعه را فراهم نمود. در سال ۱۹۷۹ نسبت‌هایی که برای ارزیابی توانایی بازپرداخت بدهی کشورهای توسعه نیافته استفاده می‌شد (نسبت بدهی به صادرات و بدهی به تولید) افزایش یافت. برای مثال در مورد کشورهای واردکننده نفت، نسبت بدهی به صادرات از ۱۰ به ۱۲۰ درصد و نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی از ۱۵ به ۲۵ درصد نسبت به سال ۱۹۷۴ افزایش پیدا کرد. کشورهای بدهکار در این دهه خوش شانس هم بودند زیرا نرخ‌های بهره حقیقی<sup>۳</sup> در بیش‌تر سال‌های دهه ۱۹۷۰ پایین یا منفی بود.

موج تمدید مهلت بازپرداخت بدهی‌ها، به دنبال شوک نفتی ۱۹۷۴ آغاز شد. ولی به دلیل منفی بودن نرخ بهره واقعی، روی قرض خارجی و خالص ورود سرمایه به کشورهای بدهکار در طول این دهه، اثر شوک به مقدار قابل ملاحظه‌ای تحلیل رفت و نرخ رشد کشورهای بدهکار طی دوره ۱۹۷۳-۱۹۷۹ به طور متوسط در سطح ۵/۷ درصد باقی ماند. (اتخاذ سیاست‌های پولی و مالی انبساطی در آمریکا و اکثر کشورهای صنعتی برای مقابله

با اثرات رکودی شوک نفتی مذکور) نرخ‌های تورم را در این کشورها به سرعت افزایش داد. این شتاب تورمی، باعث کاهش شدید نرخ بهره حقیقی (متوسط ۱۴ درصد برای دوره ۱۹۷۹-۱۹۷۳) گردید. با افزایش تورم در کشورهای صنعتی از جمله آمریکا، تقاضا برای صادرات مواد اولیه و ارزان کشورهای در حال توسعه افزایش یافت. در نتیجه این تحولات، قیمت مواد اولیه این کشورها - که طی دهه‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ تقریباً ثابت مانده بود - به یک باره رو به افزایش نهاد. با افزایش درآمدهای صادراتی کشورهای در حال توسعه و همزمان پایین بودن نرخ حقیقی بهره، این کشورها را بر آن داشت تا برای تأمین منابع مالی لازم مورد نیاز توسعه اقتصادی خود (به خصوص در بخش صادرات) که مورد تقاضای غرب بود اقدام به استقراض بیش تر نمایند.

مرحله دوم بحران بدهی‌ها در سال ۱۹۷۹ آغاز شد، یعنی زمانی که اوپک قیمت‌های نفت را دو برابر کرد. در این زمان مرحله دیگری از چرخش دلارهای نفتی پدیدار شد. تا سال ۱۹۷۹ سپرده دلارهای نفتی اوپک بالغ بر ۶۲ میلیارد دلار بود و در سال ۱۹۸۰ به ۱۰۰ میلیارد دلار افزایش یافت. بانک‌های تجاری که دوباره با افزایش قابل ملاحظه سپرده‌های ناشی از دلارهای نفتی مواجه شدند، کاملاً مشتاق بودند که حتی وام‌های بزرگ‌تر و بسیار سودآورتری به کشورهای در حال توسعه بدهند. لذا بانک‌های تجاری خصوصی وام‌هایی را برای کمک به کشورهای در حال توسعه غیرنفتی جهت پرداخت بهای واردات نفت به آن‌ها دادند. با توجه به این که بیش تر وام‌های جدید به جای صندوق بین‌المللی پول (که تا آن زمان کسری سرمایه داشت) از بانک‌های تجاری خصوصی دریافت شد، کشورهای قرض‌گیرنده در موقعیت ناپایداری قرار گرفتند.

سال ۱۹۷۹ برای ایالات متحده سال رشد اقتصادی کند (فقط ۲/۵ درصد) و تورم بالا (۱۳/۳ درصد) بود. استراتژی آقای واکر<sup>۱</sup> - رئیس وقت بانک مرکزی آمریکا - سیاست انقباضی پولی برای کنترل تورم بود. لذا در دوره ۱۹۸۲-۱۹۷۹ نرخ رشد عرضه پول آمریکا کاهش و نرخ‌های بهره افزایش یافت. این سیاست تا سال ۱۹۸۳ کارآمد بود. تورم از سطح ۱۳/۳ درصد مربوط به سال ۱۹۷۹ به ۳/۶ درصد تنزل نمود. اما این موفقیت به قیمت رکود عمیقی به دست آمد که نرخ‌های بیکاری با میانگین ۹/۵ درصد در سال‌های ۱۹۸۲ و ۱۹۸۳ را در پی داشت. در نتیجه سیاست‌های پولی انقباضی، نرخ‌های بهره بالا رفتند. «نرخ بهره ممتاز»<sup>۲</sup> به ۱۸/۸ درصد در سال ۱۹۸۱ رسید. پیدایش نرخ‌های بالای بهره به کاهش تورم منجر گردید. بنابراین، یکی از پیامدهایش نرخ‌های بهره حقیقی بالاتر برای دریافت‌کنندگان وام‌ها بود که شامل وام‌گیرندگان جهان سومی هم می‌شد. نرخ‌های بهره بالاتر ارزش دلار را بالاتر

1. Volcker.

۲. نرخ بهره ممتاز (Prime Rate) بنیادی برای قیمتگذاری وام‌ها توسط بانک‌های تجاری است و براساس حداقل نرخ بهره دریافتی از بهترین مشتریان تعیین می‌شود.

بدهکار دشوارتر کرد. زیرا آن‌ها اکنون برای پرداخت بدهی عمدتاً دلاری خود درآمدهای صادراتی بیش تری را (به ویژه با صادراتی که به ارزهای غیردلاری بود) نیاز داشتند. از طرف دیگر رکود سال‌های ۱۹۸۱-۱۹۸۲ در غرب (به دنبال شوک دوم نفتی و سیاست انقباضی پولی) که پس از جنگ جهانی دوم سابقه نداشت، موجب گردید اقتصاد جهانی به سمت رکود حرکت کند. در نتیجه رکود مزبور، تقاضای غرب برای واردات کالاهای کشورهای در حال توسعه، به خصوص کشورهای بسیار بدهکار، کاهش یافت و رابطه مبادله بازرگانی به زیان کشورهای بدهکار تغییر کرد. کاهش درآمدهای صادراتی کشورهای در حال توسعه طی سال‌های ۱۹۸۱-۱۹۸۲ از یک طرف و افزایش نرخ‌های بهره حقیقی به  $17/8$  درصد از طرف دیگر، موجب بروز کسری در حساب‌های جاری بسیاری از کشورهای بدهکار گردید.

آنچه امروزه بحران بدهی‌ها گفته می‌شود دارای ابعاد گسترده و مفهوم ویژه‌ای است و در واقع به پدیده مالی و بین‌المللی دشوار و بی‌سابقه‌ای اشاره دارد که در آغاز دهه ۱۹۸۰ بروز کرد و طی آن، بسیاری از کشورهای جهان سوم یکی پس از دیگری برای بازپرداخت بدهی خارجی خود اعلام ناتوانی و درماندگی کردند و پیامدهای آن علاوه بر کشورهای بدهکار و بستانکار، کل نظام مالی و بانکی جهان را دربرگرفت. سرانجام، کشورهای در حال توسعه از سال ۱۹۸۲ به بعد احساس کردند در مورد بازپرداخت بدهی‌های خود دچار مشکل شده‌اند.

تمام این رویدادهای اقتصادی دست به دست هم داده و کشورهای بدهکار به یک باره با بحران بدهی‌ها و عدم توانایی در بازپرداخت وام‌ها مواجه گردیدند. در ماه اوت ۱۹۸۲ کشور مکزیک اعلام نمود که دیگر قادر نیست تعهدات مربوط به بازپرداخت بدهی هشتاد میلیارد دلاری خود را به انجام رساند. متعاقباً، دولت‌ها در کشورهای بدهکار دیگری مانند آرژانتین و برزیل نیز همین مسئله را عنوان کردند و بدین ترتیب، موج اعلام عدم بازپرداخت بدهی‌ها آغاز شد.

عواملی همچون فرار سرمایه و انتقال خالص منابع مالی (جریان وارونه سرمایه) از کشورهای بدهکار به کشورهای بستانکار، اتخاذ سیاست‌های نامناسب اقتصادی، ترویج بی‌انضباطی مالی و اختصاص وام‌ها به مقاصد مصرفی، بروز ضعف مدیریت در بهره‌برداری از وام‌ها و بالاخره، بی‌احتیاطی بانک‌های وام‌دهنده به دلیل کوتاهی در ارزیابی‌ها و عدم رعایت ضوابط اعطای وام، نقش بسیار مهمی در بحران بدهی‌ها داشته‌اند.

قصور در بازپرداخت بدهی‌ها، موجب ارائه راه‌حل‌هایی برای خارج شدن از این بن‌بست در محافل سیاسی-اقتصادی گردید. در اولین گام، بانک‌ها محدودیت‌ها و سقف‌هایی را در اعطای وام به کشورهای بدهکار قایل شدند و به دنبال آن، رشد وام‌های طول‌مدت از  $13/5$  درصد در سال‌های ۱۹۷۹-۱۹۸۲ به  $10$  درصد در سال ۱۹۸۳ و  $8$  درصد در سال

از ۱۳/۵ درصد در سال‌های ۱۹۸۲-۱۹۷۹ به ۱۰ درصد در سال ۱۹۸۳ و ۸ درصد در سال ۱۹۸۴ کاهش یافت. طبق برآوردهای بانک جهانی، انتقال خالص منابع مالی به کشورهای بدهکار به حد صفر در سال ۱۹۸۳ پایین آمد و در سال ۱۹۸۴ مبلغ منفی انتقال به میزان ۷ میلیارد دلار ثبت شد.

واکنش بانک جهانی، صندوق بین‌المللی پول و دولت‌های کشورهای صنعتی نسبت به بحران بدهی‌ها را می‌توان تقریباً به سه مرحله تقسیم کرد: ریاضت‌کشی، تعدیل همراه با رشد و کاهش بدهی. بلافاصله پس از آن که ناتوانی کشورهای چگون مکزیک در بازپرداخت بدهی‌شان در سال ۱۹۸۲ تشخیص داده شد، صندوق بین‌المللی پول، بازیگر اصلی بین‌المللی برای اجرای برنامه‌های تعدیل اقتصادی در کشورهای بدهکار گردید.

اگر کشوری، خود را ناتوان از بازپرداخت اصل و فرع بدهی زمان‌بندی شده می‌یافت، وام دهنده نهایی برای او صندوق بین‌المللی پول بود. زیرا کشورهای طلب‌کار، هر نوع مذاکره با کشورهای بدهکار در مورد اعطای امتیازاتی مانند کاهش نرخ بهره، تمدید مهلت بازپرداخت یا بخشودگی قسمتی از وام را موکول به توافق کشور بدهکار با صندوق بین‌المللی پول (در مورد یک برنامه تعدیل اقتصادی) می‌نمودند. در ازای ارائه وام‌های جدید و بیش‌تر به کشورهای بدهکار، آن‌ها ناگزیر بودند درخواستی را امضا و شرایطی را بپذیرا شوند.

این پیش شرط‌ها به طور کلی شامل: کاهش شدید نرخ رشد عرضه پول برای مهار تورم، کاهش شدید هزینه‌های دولتی برای کاستن از کسری بودجه، مقررات‌زدایی، به فروش گذاشتن شرکت‌های دولتی (برای بخش خصوصی)، کاهش دستمزدها برای کاستن از قیمت تمام شده و تضعیف ارزش پول ملی برای توسعه صادرات می‌گردید. طرح بیکر<sup>۲</sup> (وزیر خزانه‌داری آمریکا) در سال ۱۹۸۵ تأکید بر شروط ساختن وام‌های جدید به اصلاحات اقتصادی و افزایش سرمایه‌گذاری بود.<sup>۳</sup> رشد اقتصادی بالاتر کشورهای بدهکار از طریق اعطای وام‌های جدید به میزان ۹ میلیارد از بانک جهانی و ۲۰ میلیارد دلار دیگر به صورت وام‌های جدید بانک‌های تجاری در این طرح مورد نظر قرار گرفته بود. در این طرح، کشورهای بدهکار باید با قبول شرایط خاصی از قبیل انجام اصلاحات اقتصادی، محدود کردن مخارج مصرفی دولت و به کارگیری وام‌ها در

1. Hemmer, R., Fundamental Issues in the Search for Solution to the International Debt Problem, "Economics," 1991, pp. 42-60.

2. Baker Plan.

3. Claessens, S. and I. Diwan, Investment Incentives: New Money, Debt Relief and Critical Role of Conditionality, "The World Bank Economic Review," vol 4, 1991, pp. 21-41.

بخش‌های تولیدی، در رفع بحران تلاش می‌نمودند. طرح بریدی<sup>۱</sup> (وزیر خزانه‌داری آمریکا) در سال ۱۹۸۹ که مورد حمایت پاره‌ای از کشورهای غربی نیز قرار گرفت، به صورت محور مذكرات میان کشورهای بدهکار و طلب‌کار درآمد. مهم‌ترین بخش این طرح تأکید بر بخشودگی قسمتی از تعهدات مالی بدهکاران از سوی بانک‌های طلب‌کار بود. البته این بخشودگی بدهی شامل حال کشورهای می‌شد که دست به اصلاحات اساسی اقتصادی زده و زمینه را برای حل مشکل بدهی‌های خود آماده کرده بودند.

در بازارهای مالی بین‌الملل نیز مکانیسم‌هایی مانند بازار دست دومی<sup>۲</sup> برای کاهش بدهی‌ها پدیدار شد که در آن، بانک‌ها می‌توانستند تعهدات و اسناد بدهی‌ها را با تخفیفی خرید و فروش نمایند. برای نمونه اگر بورس بازان فکر می‌کردند که در آینده، امکان گشایش برای «پرو» وجود دارد، می‌توانستند هر یک دلار بدهی‌های پرو (به ارزش دفتری) را به ۲۰ سنت خریداری نمایند. کشورهای در حال توسعه از چنین بازارهای دست دومی، برای خرید بدهی خودشان با تخفیف‌های زیاد بهره‌برداری کردند.

از سال ۱۹۸۵ با کاهش قیمت نفت و رونق اقتصادی در کشورهای توسعه یافته، اوضاع اقتصادی کشورهای بدهکار در حال توسعه رو به بهبود گذاشت. نسبت بدهی به صادرات و همچنین بدهی به تولید عموماً در حال کاهش بوده است. بدهی دیگر خطری برای سقوط نظام مالی جهانی محسوب نمی‌شود. پس از افزایش بدهی‌ها در نیمه اول دهه ۱۹۸۰ اینک میزان بدهی‌ها نسبتاً پایت است. اولین گروه از کشورها (که مکزیک نیز جزو آنهاست) امروزه کم و بیش از دام بدهی‌های خارجی رهایی یافته‌اند. ونزوئلا، کاستاریکا، اکوادور و بولیوی از شمار این کشورها هستند.<sup>۳</sup> این کشورها از ابتکار تخفیف که توسط بانک‌ها و دولت‌ها ارائه شد، بهره جستند. در روند تخفیف بدهی، تعدادی از بدهکارها به دلیل خوش‌شانسی‌های سیاسی، امتیاز بیش‌تری گرفتند. به طور مثال لهستان و بلوک شرق به دلیل چرخش اقتصادی و سیاسی و خصوصاً مصر به دلیل همبستگی با اتحاد بین‌الملل در جنگ خلیج فارس به این موقعیت دست یافتند. کشورهای ضعیف آفریقایی و اقتصادهای بزرگ آمریکای لاتین هرچند تلاش در بازپرداخت دیون خود داشته‌اند ولی ما شاهد افزایش بدهی و ناتوانی آن‌ها در بازپرداخت وام‌ها و سررسیدهایشان بوده‌ایم. بنابراین، رسیدن آن‌ها به زندگی پس از بدهی، بعید به نظر می‌رسد. گروه دیگری از کشورها که ایران نیز از آن جمله محسوب می‌شود، هنوز بدهی‌های خود را در سطح

1. Brady Plan.

2. Secondary Market.

3. World Bank, Reducing the Debt Burden of Poor Countries: A Framework for Action Washington; "World Bank," 1997.



مالی خود سعی در اخذ وام‌های جدید دارد. در مجموع به نظر می‌رسد که با آهنگ امتیازات کشورهای شمال و بازسازی کشورهای جنوب، مشکل بدهی غیرقابل حل نباشد.

### بحران‌های مالی مکزیک و آسیای جنوب شرقی

یکی از دلایل اصلی بحران بدهی در دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ استقراض خارجی پیش از حد است. وقتی وام گرفتن از بازارهای سرمایه خارجی، آسان باشد معمولاً کشورها پیش از حد قرض می‌گیرند. در این صورت آسیب‌پذیری کشور بدهکار در برابر شوک‌های خارجی مانند بالا رفتن قیمت نفت یا نرخ بهره خارجی افزایش می‌یابد. مکزیک و اکثر کشورهای که با بحران مواجه شدند، پیش از حد استقراض کرده بودند و تحت فشار نرخ‌های بالای بهره توانایی بازپرداخت بدهی خود را نداشتند. لذا بازسازی اقتصادی اجتناب‌ناپذیر بود. کاهش ارزش پول داخلی، کاهش تعرفه‌ها و سهمیه‌های وارداتی، خصوصی‌سازی پنگاه‌های دولتی و کاهش مقررات دولتی از جمله اصلاحات اقتصادی در مکزیک محسوب می‌شوند. تا پایان دهه ۱۹۸۰ این اقدامات به ثمر نرسیده بود و اقتصاد مکزیک دوباره نرخ‌های رشد بالایی را تجربه می‌کرد. شرایط مشابهی در کشورهای آسیای جنوب شرقی وجود داشت. اقتصاد کشورهای در حال توسعه شرق آسیا در اوایل دهه ۱۹۹۰ با سرعتی که به معجزه تعبیر می‌شد، رشد یافتند. شرایط اقتصادی مساعد نظیر نرخ تورم اندک، عدم تعادل‌های مالی محدود و استراتژی‌های رشد برون‌نگر توجه سرمایه‌گذاران را جلب نمود.

با افزایش رشد اقتصادی در این کشورها و به خصوص رونق سرمایه‌گذاری، تراز حساب جاری شدیداً بدتر شد، اما هیچ مشکلی در تراز مین مالی کسری حساب جاری وجود نداشت. سرمایه‌گذاران خارجی حاضر بودند در کشورهای نظیر مکزیک یا آسیای جنوب شرقی به طور قابل ملاحظه‌ای سرمایه‌گذاری کنند. حال، سؤال اصلی این بود که آیا این کشورها باید اجازه ادامه کسری یا افزایش آن را بدهند، یا این که از طریق کاهش ارزش پول داخلی و هزینه‌ها، کسری حساب جاری را بهبود بخشند. مازاد حساب سرمایه در حال رشد بود و مقدار زیادی از آن به بخش خصوصی تعلق داشت. اما جریان سرمایه به داخل به مراتب بیش‌تر از استقراض ساکنین بود. قسمت عظیمی از این استقراض از طرف بانک مرکزی برای افزایش ذخایر ارزی صورت می‌گرفت. وقتی خارجیان تصور کنند که فرصت‌های سودآور بالایی در یک کشور وجود داشته و در بازارهای سهام یا اوراق قرضه دولتی با بازدهی بالایی آن سرمایه‌گذاری کنند، چنین جریان عظیم سرمایه‌ای می‌تواند ایجاد شود. کشورهای آسیای جنوب شرقی و کشورهای مانند مکزیک چنین جذابیت‌هایی را از خودشان داده بودند و هیچ مشکلی در جذب سرمایه خارجی نداشتند.

جذابیت‌هایی را از خودشان داده بودند و هیچ مشکلی در جذب سرمایه خارجی نداشتند. مشکل اصلی این است که وقتی فرض گرفتن در بازارهای مالی جهانی آسان باشد کشورها ممکن است بیش از حد قرض بگیرند. به عبارت دیگر اگر دسترسی نامحدود به بازار سرمایه یا دسترسی به یک عرضه سرمایه با کشتش نامحدود وجود داشته باشد، امکان بحران مالی یا بدهی به دلیل ضعف بازارهای مالی در ایجاد هماهنگی<sup>۱</sup> و توافق میان سرمایه‌گذاران بسیار بالا است. حجم عظیمی از سرمایه در یک دوره کوتاه وارد این کشورها شد. سرمایه‌گذاری به سرعت افزایش یافت و این کشورها با یک وقفه زمانی با بحران عرضه مازاد مواجه شدند. به همین دلیل بحران آسیای جنوب شرقی به بحران عرضه مازاد نیز شهرت یافت.<sup>۲</sup> گفتنی است که بحران مالی مکزیک در سال ۱۹۹۴ و بحران آسیای جنوب شرقی در سال ۱۹۹۶ بروز کرد.

به علت ثابت بودن ارزش پول‌های کشورهای منطقه آسیای جنوب شرقی در مقابل دلار کاهش رشد صادرات عملاً از مدت‌ها قبل از بحران ارزی، آغاز گردیده بود. کشورهایی نظیر چین و تا حدود زیادی ویتنام که نیروی کار ارزان تری داشتند مکان‌های جدیدی جهت جلب سرمایه‌گذاری خارجی شدند. به علاوه، در زمینه تولید کالاهای با ارزش افزوده بالا نظیر اتومبیل، کشورهای آسیایی با رقابت جدید ژاپن مواجه گردیدند. زیرا از اواسط سال ۱۹۹۵ «ین» ژاپن در مقابل دلار آمریکا با کاهش ارزش زیادی مواجه شد و هر دلار از ۸۰ ین در این دوره به نزدیک ۱۲۰ ین رسید. طی همین مدت، پول‌های آسیایی که ارزش آن‌ها در مقابل دلار ثابت نگه داشته شده بود، عملاً در مقابل ین تقویت شدند و لذا از قابلیت رقابت کالاهای ساخت کشورهای جنوب شرقی آسیا کاسته شد. نظام نرخ ارز ثابت (در مقابل دلار) مؤسسات مالی بانکی و غیر بانکی را بر آن داشته بود که وام‌های زیادی را از خارج به صورت ارزی دریافت و در داخل کشور به پول بومی وام دهند. سرمایه‌گذاری‌هایی که با هدف بورس بازی روی زمین و اوراق بهادار انجام گرفته بود عملاً باعث ترقی کاذب ارزش دارایی‌ها گردید. از سال ۱۹۹۷ تداوم تقاضا برای دلار جهت پرداخت اصل و فرع بدهی‌های خارجی باعث فروپاشی نظام نرخ ارز ثابت در این کشورها شد. به دنبال آن، ورود سرمایه به کشورهای منطقه قطع گردید و ارزش پول ملی کاهش یافت. بالا بودن حجم وام‌ها منجر به بحران نقدینگی وسیع، عدم بازپرداخت بدهی و موج ورشکستگی عمده شرکت‌ها گردید و بحران مالی آسیای جنوب شرقی شکل گرفت.<sup>۳</sup>

1. Coordination.

2. Goldstein, M., "The Asia Crisis International Economic Policy Briefs", *Institute for International Economics*, 1998.

3. Corsetti, G. et al, "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?" *Preliminary Issue*, January 8, 1998.

از دلایل عمده این بحران‌ها، می‌توان به استقراض بیش از حد خارجی، ضعف بازارها و نهادهای مالی در نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها، عدم وجود ساز و کار مناسب لازم جهت حفظ کیفیت سرمایه‌گذاری‌ها، عدم وجود شفافیت مالی شرکت‌ها و بازارهای مالی و در نتیجه مخفی ماندن علائم مشکلات و بحران برای یک مدت طولانی و عدم وجود ترتیبات لازم در بازارهای مالی برای قیمت‌گذاری و مدیریت ریسک اشاره کرد. بدین ترتیب، اهمیت بخش‌های مالی قوی در پرهیز از اتخاذ سیاست‌های ضعیف مالی یا جلوگیری از سرایت بحران مخصوصاً در شرایط جهش اقتصادی بیش‌تر آشکار گردید. در بسیاری از کشورهای این منطقه عدم اتخاذ سیاست‌های مناسب و نظارت بر مؤسسات مالی و همچنین تجربه محدود این مؤسسات در زمینه قیمت‌گذاری و مدیریت ریسک، فقدان جهت‌گیری همه‌جانبه تجاری و نظارت ضعیف دولتی بر شرکت‌ها منجر به اعطای وام و اعتبار به صورت غیر محتاطانه گردید. لذا برخلاف بحران‌های کلاسیک بدهی - که ناشی از عدم تعادل‌های کلان اقتصادی بوده و در کشورهای امریکای لاتین و بسیاری از کشورهای در حال توسعه مشاهده شده است - در بحران شرق آسیا (و بحران مکزیک در سال ۱۹۹۴) عدم کارایی بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری پرتفوی<sup>۱</sup> در ایجاد و سرایت شوک‌ها به دیگر بازارها نقش اساسی را ایفا کرده است.

#### شرایط اساسی جهت موفقیت وام‌ها

یکی از مشخصات اصلی کشورهای در حال توسعه این است که آن‌ها قادر به تعدیل سریع شرایط اقتصادی خود نسبت به شوک‌های خارجی در یک دوره کوتاه یا میان مدت نیستند. شوک‌های نفتی و مشکلات بازپرداخت بدهی‌ها به طور همزمان، این موضوع را به خوبی نشان می‌دهد. دلیل بحران بدهی‌ها (به تعویق انداختن بازپرداخت آنها) معمولاً شوک‌های خارجی و مدیریت غلط بدهی‌ها بوده است. حتی اگر سیاست‌های اقتصادی صحیحی در جهت رشد و افزایش کارایی به کار گرفته شده باشد، شوک‌های شدید خارجی با دامن زدن به بحران بدهی، ارزش اعتباری کشور بدهکار را کاهش می‌دهد. با این حال، برای موفقیت آمیز بودن وام‌ها شرایطی باید وجود داشته باشد که در صورت تحقق آن‌ها آسیب‌پذیری کشور در مقابل شوک‌های خارجی کاهش یابد. هرچند شوک‌های نفتی، تغییرات درآمد‌های صادراتی، رکودهای جهانی و مانند آن از جمله عوامل تشدیدکننده مشکلات بدهی‌ها به شمار می‌آیند، ولی شرایط نامطلوب و مخرب حاکم بر اقتصاد داخلی این کشورها در تشدید محض بدهی‌ها بی‌اثر نبوده‌اند.

1. Potrfolio Investment.

قرض از خارج، کشور بدهکار را قادر به تأمین مالی کسری حساب جاری نموده و امکان استفاده بیش تر از کالاهای مصرفی و سرمایه گذاری را بیش از آنچه خودش به تنهایی قادر به تولید آن است برای وی فراهم می آورد. برخورداری از مصرف بیش تر در سال جاری فقط به هزینه اختصاص قسمتی از درآمد آینده به خارج از کشور امکان پذیر است. همچنین، مصرف باید به منظور پرداخت بهره کاهش یابد. اما هرچقدر یک کشور، فقیرتر باشد خطر آن که پرداخت بهره و اقساط وام به کشورهای طلب کار به هزینه کاهش پس انداز و در نتیجه سرمایه گذاری و رشد اقتصادی باشد، بیش تر است. در این صورت، پرداخت تمهیدات بهره مشکل بوده و بهران بدهی محتمل می گردد. از طرف دیگر اگر قرض جاری منجر به آن گردد که افزایش تولید ناخالص داخلی بیش تر از پرداخت های بهره باشد، پس از کسر بهره، هنوز مصرف و پس انداز افزایش می یابد. در این شرایط حتی اگر قرض برای یک دوره نسبتاً طولانی حفظ شود، کشور مذکور نگران بهران بازپرداخت بدهی نمی باشد. زیرا هزینه های بهره به راحتی تأمین شده، بدون آن که استانداردهای زندگی افراد کشور کاهش یابد.

حساب های ملی نشان می دهند که سرمایه گذاری از طریق پس انداز داخلی و جریان خالص سرمایه گذاری به داخل تأمین مالی می شود. از آنجایی که مقدار افزایش تولید بستگی به بازدهی سرمایه جدید دارد (با فرض ثابت بودن سایر عوامل) سرمایه گذاری در یک اقتصاد باید در پروژه هایی انجام شود که بازدهی نهایی سرمایه بالاتر از نرخ بهره جهانی باشد. این شرط به معیار کارایی<sup>۱</sup> (به عنوان اولین معیار) معروف است. البته در تحلیل این معیار باید آثار خارجی منفی مربوطه (مانند افزایش متوسط نرخ بهره، کاهش سرمایه گذاری خارجی، محروم شدن از بازارهای مالی بین المللی) را نیز در نظر گرفت. بحث در خصوص انواع آثار خارجی و چگونگی تأثیرگذاری آن ها بر بازده نهایی سرمایه از حوصله این مقاله خارج است. ولی در مجموع حضور این اثرات خارجی منفی دلالت بر آن دارد که نرخ سودآوری پروژه ها و همچنین نرخ تنزیل اجتماعی در استفاده از وام ها بایستی به مراتب بیش تر از هزینه نهایی وام باشد. اگر برای مثال، نرخ بهره خارجی را ۱۰ درصد فرض کنیم، شاید اعتبارات موجود با این نرخ برای طرح هایی با سودآوری ۱۵ درصد هم مقرون به صرفه نباشد<sup>۲</sup>.

دومین معیار مربوط به شرایط اساسی دریافت وام خارجی انتقال<sup>۳</sup> است. این معیار، بیانگر

1. Efficiency.

2. Externality.

مقاله زیر را برای اطلاعات بیش تر ملاحظه کنید

3. Click, R. and H.J. Kharas The Costs and Benefits of Foreign Borrowing: A Survey of Multi-Period Models, *Journal of Development Studies*, Vol. 22, No.2, 1995, pp.279-99.

4. Transfer Criterion.

آن است که درآمد لازم برای پرداخت بهره نه تنها باید تحقق یابد، بلکه این درآمد باید قابل انتقال به خارج نیز باشد. اگر منابع مالی خارجی به چنان شیوه‌ای به کار گرفته شود که افزایش در تولید هماهنگ با افزایش در صادرات یا کاهش در واردات نباشد، کشور بدهکار در بازپرداخت وام‌های خارجی با مشکل مواجه خواهد شد. بنابراین، به کار گرفتن، صرف وام‌های خارجی در طرح‌های سودآور و بالا بودن نرخ رشد اقتصادی اهمیت ندارد، بلکه کشور بدهکار باید قادر باشد افزایش تولید را به صادرات بیش‌تر یا واردات کمتر تبدیل کند تا بدین طریق، امکان بازپرداخت بدهی‌ها فراهم گردد. یک کشور در مراحل اولیه توسعه، به دلیل بالا بودن نرخ بازده سرمایه‌گذاری و نرخ رشد تولید می‌تواند با گرفتن وام‌های جدید، بازپرداخت واقعی بهره را به تعویق بیندازد. بدین مفهوم که با دریافت وام جدید، اقساط وام‌های قبلی را بازپرداخت کرده و نسبت بدهی به تولید نیز ثابت بماند. در واقع ثبات نسبت بدهی به تولید مستلزم آن است که نرخ رشد صورت (بدهی) با مخرج (تولید) یکسان باشد. چنانچه نرخ رشد اقتصادی (تولید) به اندازه کافی بالا باشد می‌توان همراه با ورود خالص سرمایه، نسبت مذکور را حفظ نمود. در کشورهایی که اقدام به ورود سرمایه خارجی می‌کنند، نسبت بدهی در فاز اول به سرعت رشد کرده و ناامین معیار کارایی (سودآوری کافی پروژه‌ها) از اهمیت زیادی در این مرحله برخوردار است. ولی در فاز دوم، نرخ رشد بدهی باید کمتر از نرخ بهره باشد به طوری که خالص خروج سرمایه ایجاد گردد. پس در اولین فرصت، معیار انتقال باید تحقق یابد. به بیان دیگر، کشور مقروض باید قادر به کسب ارزش خارجی مورد نیاز برای پرداخت بهره به وسیله افزایش کالاهای صادراتی یا جانشین واردات گردد، بدون آن که شرایط مبادله به ضرر کشور تغییر کند. در اینجا، توانایی کشور در تبدیل مازاد پس‌انداز به صادرات از اهمیت زیادی برخوردار است. اگر مازاد پس‌انداز به صورت مازاد عرضه کالاهای غیرقابل تجارت<sup>۱</sup> که قابلیت صادرات ندارند ایجاد گردد، صادرات خالص نمی‌تواند تحقق یابد و بحران بدهی اجتناب‌ناپذیر می‌شود.

سومین معیار تحت عنوان معیار تبدیل<sup>۲</sup> سهم وام‌های به کار گرفته شده در سرمایه‌گذاری را اندازه‌گیری می‌کند. اگر منابع مالی خارجی به مقدار کافی اختصاص به سرمایه‌گذاری‌های تولیدی یابد، پرداخت بهره روی بدهی خارجی بدون کاهش استانداردهای زندگی و رشد اقتصادی می‌تواند صورت گیرد. اما چنانچه این وام‌ها صرف تأمین مالی مصرف جامعه شود، منابع مالی خارجی افزایش در تولید ایجاد نمی‌کند. البته بحران بدهی نیز در چنین شرایطی لزوماً ایجاد نمی‌گردد. برای مثال، اگر ساکنان کشور

1. Non-Tradable.

2. Transformation Criterion.

حاضر به پذیرش محدودیت‌هایی روی سطح مصرف برای بازپرداخت بهره شوند، یا سرمایه‌های داخلی به مقدار کافی تولید را افزایش دهد، پرداخت بهره بدون مشکل می‌تواند تحقق یابد. با این حال اگر وام‌ها جهت سرمایه‌گذاری‌های کارآمد هدایت شود بحران بدهی غیرمحتمل خواهد بود زیرا بازپرداخت بدهی از نظر اقتصادی و سیاسی تسهیل می‌گردد.

یکی از مهم‌ترین ابعاد بحران بدهی در کشورهای در حال توسعه، عدم تحقق معیار تبدیل است. این مسأله، منجر به شرطی کردن بدهی‌ها به عنوان تضمینی جهت بازپرداخت وام‌ها از طرف طلب‌کاران گردید. تحت چنین شرایطی بدهکاران ملزم به استفاده از اعتبارات دریافت شده در سرمایه‌گذاری‌های سودآور جهت بازپرداخت بدهی‌ها می‌شوند. مشکلی که در اینجا وام‌دهندگان با آن مواجه گردیدند این بود که وام‌های شرطی، به طور اسمی به پروژه‌های سودآور اختصاص می‌یافتند ولی همزمان، سرمایه‌گذاری‌هایی که در شرایط عدم دریافت وام صورت می‌گرفت انجام نشده و منابع آزاد شده از این طریق به افزایش مصرف اختصاص می‌یافت. به بیان دیگر، متناسب با وام‌های اعطا شده، پس‌انداز ملی در کشور بدهکار کاهش یافته، گویی تمام وام‌ها یا بخشی از آن‌ها جهت مقاصد مصرفی اختصاص یافته است. فرض کنید مجلس شورای اسلامی ۲ میلیارد دلار وام دریافت شده را مشخصاً به پروژه‌های خاصی از قبیل پتروشیمی و صنایع زیربنایی اختصاص دهد و همزمان بودجه اختصاص یافته به سرمایه‌گذاری‌های صنعتی را کاهش و صرف پرداخت یارانه به مصرف‌کنندگان نماید، در حالی که مطابق قانون بودجه، دولت با صراحت مکلف به استفاده از وام‌ها در سرمایه‌گذاری‌های مذکور است. از این رو، ضابطه اصلی جهت اندازه‌گیری سهم وام‌های خارجی اختصاص یافته به مقاصد سرمایه‌گذاری، مشاهده مستقیم هزینه‌های انجام شده با استفاده از چنین وام‌هایی نیست؛ بلکه چگونگی اثر ورود سرمایه روی مخارج نهایی سرمایه‌گذاری باید ملاک اصلی قرار گیرد.

روش دیگر برآورد تاءثیر استقراض خارجی روی پس‌اندازهای داخلی از طریق برآورد اقتصادی معادله زیر است. این تابع برای ۱۷ کشور تخمین زده شده است.<sup>۱</sup>

(جدول ۱ ضمیمه را ملاحظه کنید)

(۱)

$$S = b_1 + b_2 \text{ GDP} + b_3 F + u_t$$

که در آن

۱. Weisskopf, T. The Impact of Foreign Capital Inflow on Domestic Saving in Underdeveloped Countries, *Journal of International Economics*, 1987, pp. 25-38.

S: پس انداز

GDP: تولید ناخالص داخلی

F: خالص جریان منابع مالی خارجی به داخل کشور (کسری حساب جاری)

مطابق نتایج حاصله در مورد ۱۶ کشور یک ارتباط منفی بین پس انداز و سرمایه خارجی وجود داشته و در ۱۰ مورد این ارتباط قوی بوده است. در ۷ کشور از این ۱۷ کشور بیش از ۵۰ درصد قرض خارجی به مصرف اختصاص یافته است (ضریب  $b_3$  کوچک تر از  $0.5-$  می باشد) در مورد یوگسلاوی، کره، فیلیپین و ترکیه ضرایب پایین بوده و از نظر آماری معنی دار نیستند. در این موارد می توان گفت وام ها برای مصرف اختصاص نیافته اند. از آنجایی که دولت ها بدهی کشورشان را تقبل کرده و بازپرداخت آن را تضمین می کنند، نقش اساسی را در رابطه با معیار تبدیل ایفا می نمایند. به طور کلی ضریب اختصاص وام ها به مقاصد مصرفی و همچنین تمایل دولت در بازپرداخت بدهی به حداقل مصرف مورد نیاز - که بقای رژیم سیاسی را تضمین می کند - بستگی دارد. به عبارت دیگر، درآمد سرانه و حداقل استانداردهای سیاسی مصرف عاملی تعیین کننده در مقدار وام های مصرفی است. حداقل مصرف جامعه جهت بقای سیاسی حکومت تابع عوامل مختلفی است که عبارتند از: توزیع بار بازپرداخت بدهی بین گروه های مختلف، سطوح مصرف و سرمایه گذاری در دوره های قبل (مصرف تاریخی) قدرت و مشروعیت سیاسی دولت. به طور کلی، هر چقدر دولتی ضعیف تر باشد یا حاکمیتش بیش تر مورد سوال قرار گیرد، حداقل مصرف سیاسی باید در سطح بالاتری واقع شود تا خطرات کودتا، ناآرامی های اجتماعی و انتخاب نشدن مجدد کاهش یابد. در حقیقت، چنین دولت هایی نیازمند وام بیش تر جهت افزایش مصرف داخلی و حفظ ثبات سیاسی هستند. بنابراین، دولت های ضعیف برخلاف دولت های قوی، از یک طرف محتاج وام های مصرفی بیش تر و از طرف دیگر تمایل کمتر به بازپرداخت وام ها دارند. معمولاً اختصاص بیش از حد وام ها به مقاصد مصرفی با عدم تمایل دولت به بازپرداخت بدهی همراه می گردد. تمایل دولت ها به بازپرداخت بدهی شان، وابسته به مجازات هایی است که آن ها انتظار دارند تا در صورت عدم بازپرداخت، متحمل گردند. هرچقدر این مجازات ها کمتر باشد، تمایل به بازپرداخت بدهی ها کاهش می یابد. مهم ترین مجازات ها معمولاً محروم شدن آن کشور از بازارهای مالی جهانی است. بنابراین اگر زیان های ناشی از خارج شدن از بازار سرمایه (که اخذ وام جهت مقاصد معاملاتی را نیز شامل می شود) کمتر از نتایج نامطلوب سیاسی و اجتماعی ناشی از کاهش مصرف جامعه باشد، دولت بدهکار

مایل به متوقف کردن بازپرداخت حداقل قسمتی از بدهی‌ها است. از طرف دیگر، بدهی کشورها بر دوش دولت‌های آن‌ها سنگینی می‌کند. در اینجا دولت‌ها با موانعی روبه‌رو هستند که به منظور ایجاد مازاد بودجه موردنیاز، درآمد دولت باید از طریق افزایش مالیات یا کاهش مخارج موفق‌تر باشند، ظرفیت و تمایل دولت در بازپرداخت بدهی‌ها کمتر است.

عامل دیگر در تمایل یک کشور در بازپرداخت بدهی‌ها به تجربه تاریخی آن کشور در بحران بدهی‌های گذشته بستگی دارد. اگر این بحران‌ها منجر به معاف شدن کشور بدهکار در بازپرداخت بخشی از بدهی‌هایش شده باشد، تمایل کشور مذکور به اعلام عدم توانایی در بازپرداخت قسمتی از بهره یا بدهی‌ها پیش‌تر می‌شود. از این روست که می‌بینیم بعضی کشورها مانند آرژانتین بارها و بارها با مشکل عدم بازپرداخت (غیرواقعی) مواجه می‌گردند. زیرا راه‌حل بحران مذکور معمولاً به کاهش بدهی‌ها ختم شده است. از این رو تجربه خوشایند کشورهای بدهکار در بحران بدهی‌های گذشته خود موجبات بحران بدهی دیگری را فراهم آورده است. جالب توجه است که علی‌رغم سابقه پرداختی نامطلوب این کشورها، همیشه وام‌دهندگان جدیدی بوده‌اند که وام‌هایی به آن‌ها اعطا نمایند.

یک عامل مهم دیگر در تمایل دولت یک کشور در بازپرداخت بدهی‌ها، رفتار کشورهای بدهکار دیگر و شدت منازعات بین‌المللی در مورد راه‌حل‌های بحران بدهی بین‌المللی است. در واقع، کشورهای بدهکار یک کارتل ضمنی را تشکیل می‌دهند و با اعلام عدم توانایی (توسط عده‌ای از این کشورها)، دیگران نیز فرصت را غنیمت شمرده و به آن‌ها می‌پیوندند. به عبارت دیگر، جاروجنجال‌های موجود بر سر بدهی‌های خارجی زمینه مساعدی برای اعلام عدم بازپرداخت فراهم آورده و بدهکاران را تحریک می‌نماید که به این جریان بیش‌تر دامن بزنند. بنابراین هرچه بحث‌ها و منازعات بین‌المللی پیرامون راه‌حل جهت معضل بدهی‌های کشورهای در حال توسعه، بیش‌تر باشد، تمایل کمتر جهت بازپرداخت بدهی‌ها با هزینه و مجازات‌های کمتر همراه خواهد بود. بدین مفهوم که این اعلام عدم توانایی در چنین فضایی قابل قبول‌تر جلوه می‌کند و تعداد کشورهای بدهی‌ها که بازپرداخت قسمتی از بهره‌های خود را متفی می‌سازند، بیش‌تر می‌شود.

### اهمیت شکل‌گیری صحیح قیمت‌های نسبی در تحقق شرایط پایه

I. Klein, Thomas M, External Debt Management: An Introduction "World Bank Technical Paper No. 245" (Washington: World Bank), 1994.



کارایی استفاده از سرمایه‌های خارجی قرض گرفته شده یک عامل اساسی در کنترل نسبت بدهی کشورهای در حال توسعه است. هرچقدر بازده سرمایه در مقایسه با هزینه اعتبار بالاتر باشد، کشور مقروض توانایی بیش تری برای استفاده از وام‌های خارجی جهت مقاصد مصرفی دارد. به بیان دیگر در این شرایط معیار تبدیل محدودیت کمتری برای کشور بدهکار ایجاد کرده و آن کشور، اعتباردهندگان بیش تری را می‌تواند بیابد که مایل به اعطای وام‌های جدید برای بازپرداخت بهره وام‌های قبلی باشند. لذا انتقال واقعی بهره می‌تواند بدون بحران به تعویق بیفتد. برعکس، اگر بازده موجودی جدید سرمایه کمتر از نرخ بهره حقیقی اعتبار خارجی باشد، کشور بدهکار ماورای توانایی اش قرض گرفته و در اینجا معیار تبدیل و انتقال دارای اهمیت کمی بوده و بحران بدهی اجتناب‌ناپذیر می‌شود.

اولین گام برای ارزیابی موفقیت بدهی‌ها، مقایسه بازدهی نهایی سرمایه یک کشور با نرخ بهره جهانی است. شیوه‌هایی که برای محاسبه بازده نهایی سرمایه قابل دسترس هستند باید با احتیاط به کار رود. یک روش ساده، تقسیم رشد تولید ناخالص داخلی به جدول ۱- مقایسه تولید نهایی سرمایه و نرخ بهره واقعی برای تمام کشورهای در حال توسعه

۱۹۸۳-۵	۱۹۸۱-۲	۱۹۷۸-۸۰	۱۹۷۳-۷	
۰/۱۵۶	۰/۱۰۲	۰/۱۸۷	۰/۲۰۵	تولیدی نهایی
-۰/۱۲۶	-۰/۱۷۸	-۰/۰۵۳	-۰/۱۰۴	نرخ بهره حقیقی

ماخذ: آمارهای مالی بین‌المللی

نسبت سرمایه‌گذاری به تولید است، نتایج حاصله (طی دو بحران کلاسیک بدهی) در جدول شماره (۱) خلاصه می‌گردد.

در اینجا، تغییر کل در تولید فقط به تغییر سرمایه نسبت داده می‌شود. اما بدون شک قسمتی از تغییر تولید، نتیجه تغییر در به‌کارگیری عوامل تولید است به طوری که جدول مذکور بازدهی نهایی سرمایه را بیش از حد تخمین می‌زند. همچنین شرایط اقتصاد جهانی (به‌طور مثال تغییرات قیمت نفت) ممکن است، باعث استفاده ناقص از ظرفیت تولید گردد. لذا، ارقام جدول فوق برای بازده نهایی سرمایه باید تعدیل شود. به‌علاوه پایین بودن بازده دلایل دیگری همچون انحرافات قیمتی و در نتیجه تخصیص نامطلوب منابع می‌تواند داشته باشد. انحرافات در قیمت عوامل تولید منجر به اجرای سرمایه‌گذاری‌هایی با بازده اجتماعی پایین می‌گردد. در طول دهه ۱۹۷۰ نرخ بهره حقیقی جهانی کمتر از تولید نهایی سرمایه در کشورهای در حال

برای مقابله با رکود ناشی از افزایش قیمت‌های نفت منجر به منفی شدن نرخ‌های بهره حقیقی گردید.

بدین ترتیب بار واقعی باز پرداخت بدهی‌ها در کشورهای بدهکار کاهش یافت. اما در نیمه اول دهه ۸۰ بانک‌های مرکزی کشورهای صنعتی از جمله امریکا برخلاف دهه ۷۰ کاهش نرخ تورم را در اولویت اصلی اهداف اقتصادی خود قرار می‌دهند. شوک نفتی سال ۱۹۷۹ به همراه سیاست‌های انقباضی کشورهای صنعتی منجر به رکود اقتصاد جهانی گردید. لذا، تولید نهایی سرمایه در کشورهای بدهکار کاهش و نرخ بهره جهانی (حتی به‌طور اسمی) افزایش می‌یابد و در سطحی بالاتر از بازده نهایی در کشورهای در حال توسعه قرار می‌گیرد. بدین ترتیب موج بحران بدهی‌ها از اوایل دهه ۸۰ ایجاد می‌شود. علاوه بر شوک‌های خارجی (مانند تغییرات قیمت نفت و رکود جهانی) انحرافات قیمتی ارتباط بسیار نزدیکی با بحران بدهی‌ها در کشورهای مقروض داشته است. انحرافات در قیمت پول خارجی (نرخ ارز)، سرمایه (نرخ بهره)، پول داخلی (تورم) و دستمزدها منجر به استقراض خارجی بیش از حد بهینه و استفاده غیر کارآمد از منابع خارجی می‌گردد.

شکل‌گیری صحیح قیمت‌های نسبی اهمیت زیادی در تحقق معیار کارایی دارد. اگر قیمت نسبی کالاها و عوامل تولید انحراف داشته و منعکس‌کننده کمیایی نسبی آن‌ها نباشد، تخصیص منابع در اقتصاد کلان کارآمد و بهینه نخواهد بود. با توجه به کمبود سرمایه در کشورهای در حال توسعه، هزینه فرصت سرمایه در این کشورها بالا می‌باشد. لذا، چنانچه منابع خارجی به سودآورترین پروژه‌ها اختصاص یابد ورود سرمایه خارجی تحریک شده و سرعت رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه را تسریع می‌کند. تمام این نتایج، مشروط بر آن است که موانع عملکرد مکانیسم رقابتی بازار تصحیح و قیمت‌های نسبی به نحو صحیحی شکل بگیرند. چنانچه تصمیم‌گیری در مورد چگونگی تخصیص وام‌ها براساس قیمت‌های نسبی صحیح انجام شود، استفاده بهینه از منابع خارجی و اختصاص آن‌ها به سودآورترین پروژه‌ها تضمین می‌گردد.

به علاوه چنانچه وام‌ها مبتنی بر سیاست‌های دولت جهت تأمین هزینه‌های مصرفی صرف شود، می‌باید نرخ ترجیح زمانی مصرف بیش‌تر از نرخ بهره وام باشد. به‌طور مثال، ممکن است اختصاص منابع مالی خارجی جهت افزایش مصرف اقشار پایین جامعه از نظر سیاست‌گذار کاملاً قابل توجیه باشد.

حال به بررسی شواهد تجربی ۱۷ کشور مورد بحث - که تقریباً ۵۰ درصد بدهی خارجی بلندمدت و میان‌مدت کشورهای در حال توسعه را بردوش داشته‌اند - می‌پردازیم. (جدول ۲ ضمیمه را ملاحظه کنید).

۲ ضمیمه را ملاحظه کنید).

تمام کشورهای مذکور شدیداً بدهکار بوده و بیش از ۲۰ درصد تولید ناخالص داخلی آن‌ها بدهی است.<sup>۱</sup>

۴ کشور مطابق جدول مذکور، انحراف شدید،<sup>۲</sup> سه کشور انحراف متوسط<sup>۳</sup> و ده کشور انحراف جزئی<sup>۴</sup> در نرخ ارز داشته‌اند. این انحرافات در مقایسه با انحرافات قیمتی دیگر کمتر است. در مورد انحراف ارزش پول داخلی که با نرخ تورم اندازه‌گیری می‌شود بیش از نیمی از این ۱۷ کشور دچار انحراف شدید، کمتر از یک چهارم معتدل و بقیه دچار انحراف جزئی بوده‌اند. هیچ گرایشی برای بهبود این انحراف مشاهده نشده و در خیلی موارد تورم شتاب پیدا کرده است. تصویر مشابهی در مورد هزینه سرمایه وجود دارد. تمام کشورهای مورد بررسی در اکثر سال‌ها، نرخ‌های بهره حقیقی منفی را تجربه کرده‌اند. در بیش از ۱۱ کشور انحراف شدید، در ۴ کشور متوسط و فقط در ۲ مورد (تونس و موروکو) انحراف جزئی تشخیص داده شدند. در تعیین انحرافات مربوط به قیمت نیروی کار نتایج کمی متفاوت بود.

در بیش تر از نصف کشورهای، افزایش سالانه در دستمزدهای واقعی بیش تر از افزایش در بهره‌وری کار نبود (انحراف جزئی). دو کشور انحرافات متوسط داشته‌اند. اما پنج کشور در طبقه انحرافات شدید قرار گرفته‌اند.

بیش‌ترین انحراف در هزینه سرمایه و در ارزش پول داخلی کشور (تورم) مشاهده شد و کمترین انحرافات به‌طور نسبی در نرخ ارز وجود داشت. اگر انحرافات جزئی، معتدل و شدید به ترتیب با اعداد ۲ و ۳ مشخص شود، یک تخمین عمومی از انحراف قیمت‌ها به دست می‌آید. میانگین ارقام مذکور برای هر کشور محاسبه می‌شود.

چنانچه میانگین حاصله کمتر از ۱/۵ قرار گیرد، انحراف عمومی قیمت‌ها جزئی و در صورتی که میانگین مذکور بین ۱/۵ و ۲/۰ قرار گیرد این انحراف، متوسط و چنانچه بیش تر از ۲ باشد شدید ارزیابی می‌گردد. (جدول ۲ را ملاحظه کنید).

میانگین انحرافات قیمتی برای ۶ کشور شدید، ۸ کشور معتدل و ۳ کشور جزئی بوده است. در مورد کشورهای با انحرافات شدید و متوسط انتظار می‌رود که عوامل داخلی، علت اصلی معضلات بحران بدهی آن کشورها هستند. لذا، آن‌ها باید در سیاست‌های اقتصادی خود تجدید نظر کنند.

اگر چگونگی ارتباط منفی بین پس‌انداز و قرض خارجی (یعنی معیار تبدیل) برای

1. Holthus, M. and K. Stanzel, The Credit Standing of Developing Countries Criteria for Assessing External Debt. *Economics*, 1986, pp 38-58.

2. Severe.

3. Moderate.

4. Slight.

- در ۶ کشور از ۸ کشور با یک ارتباط منفی ضعیف (به طور قدر مطلق کمتر از ۰/۵) یا غیر معنی دار پس انداز و قرض خارجی هیچ گونه انحراف قیمتی شدیدی وجود نداشته یا تنها یک انحراف شدید مشاهده گردید.

- در ۶ کشور از ۷ کشور با یک ارتباط منفی بالا (به طور قدر مطلق بیش تر از ۰/۵) بین پس انداز و قرض خارجی، انحرافات قیمتی شدیدی در چند مورد وجود دارد. بنابراین، معیار تبدیل ارتباط نزدیکی یا انحرافات قیمتی در کشورهای بدهکار داشته است. کاهش در انحرافات قیمتی نه تنها منجر به تخصیص بهینه منابع و اجرای پروژه‌هایی با بازده اجتماعی بالا می‌گردد، بلکه اختصاص وام‌ها برای مقاصد سرمایه گذاری را نیز افزایش می‌دهد.

### ارزیابی عملکرد بدهی‌ها در اقتصاد ایران

سابقه استفاده از وام‌ها و کمک‌های خارجی در اقتصاد ایران به شروع برنامه اول عمرانی کشور (۱۳۳۴-۱۳۳۷) برمی‌گردد. طی این دوره، کشور از ۶۰ میلیون دلار کمک خارجی برخوردار شد. در برنامه دوم عمرانی (۱۳۴۱-۱۳۴۴) استفاده از وام و اعتبارات خارجی برای ثبات اقتصادی و سیاسی کشور به رقم ۳۰۵ میلیون دلار بالغ گردید. با شروع برنامه سوم (۱۳۴۶-۱۳۴۹) استفاده از وام‌ها و اعتبارات خارجی جهت اجرای طرح‌های عمرانی رو به افزایش نهاد و قانون برنامه عمرانی چهارم نیز دولت را مجاز ساخت تا به منظور جبران کمبود اعتبارات برنامه مذکور تا میزان ۲/۱۴ میلیارد دلار در مدت ۵ سال اجرای برنامه از وام‌ها و اعتبارات خارجی جهت خرید ماشین‌آلات و تجهیزات طرح‌های مصوب برنامه استفاده نماید و اصل و بهره این وام‌ها را در دوره برنامه از محل درآمد برنامه و پس از آن، از محل درآمد عمومی پرداخت کند. قانون برنامه عمرانی پنجم نیز به دولت اجازه داد تا میزان ۶/۱۹ میلیارد دلار از وام‌ها و اعتبارات خارجی استفاده نماید.

۱ استفاده از وام‌های خارجی یا اعتبارات ارزی پس از انقلاب اسلامی به دو دسته اعتبارات ارزی کوتاه مدت تجاری و اعتبارات ارزی میان مدت وابسته به طرح‌ها و پروژه‌های زیربنایی تقسیم می‌گردد. استفاده از وام‌های خارجی کوتاه مدت تجاری (غالباً یک ساله) تحت عنوان اعتبارات اسنادی یوزانس<sup>۲</sup> (اعتبار ارزی فروشنده خارجی به خریدار ایرانی) در بیش تر سال‌های بعد از انقلاب معمول بوده است و هنوز هم با همان عنوان یا با عنوان جدیدتر یوزانس داخلی (ویژه یا ری‌فایننس<sup>۳</sup> یعنی اعتبار ارزی یک بانک جهانی به یک بانک ایرانی) ادامه دارد.

۱. قوانین برنامه‌های عمرانی پنج ساله (قبل از انقلاب) - تهران: سازمان برنامه و بودجه، مرکز مدارک اقتصادی - اجتماعی.

2. Usance.

3. Refinance.

در سال‌های پس از پیروزی انقلاب اسلامی تا اواخر دهه ۱۳۶۰ با توجه به شرایط اقتصادی کشور و سیاست‌های دولت، قرارداد جدیدی به منظور تخصیص وام یا اعتبارات خارجی میان مدت منعقد نگردید و تنها از وام‌ها و اعتباراتی که در گذشته تخصیص یافته و اعتبار آن‌ها سپری نگریده بود، استفاده شد. اما از اواخر دهه ۱۳۶۰ به بعد بر اساس قانون برنامه اول (۱۳۶۸-۱۳۷۲) و قانون برنامه دوم (۱۳۷۴-۱۳۷۸) زمینه قانونی لازم برای استفاده از اعتبارات میان مدت خارجی فراهم گردید.

آمار مربوط به بدهی‌های خارجی ایران طی سال‌های ۱۳۷۵-۱۳۵۹ در جدول شماره ۳ ضمیمه آمده است. آمار رسمی دقیقی در خصوص بدهی‌های خارجی ایران در دوره بعد از انقلاب وجود ندارد. این جدول تنها آمارهای غیر رسمی در خصوص بدهی‌های دولتی را نشان می‌دهد. جریان ورود سرمایه خارجی به داخل بعد از پایان جنگ ایران و عراق خصوصاً از سال ۱۳۶۹ به سرعت افزایش می‌یابد. اولین نکته بارزی که در بررسی آمار مذکور به چشم می‌خورد بالا بودن سهم بدهی‌های کوتاه مدت در ترکیب بدهی‌های خارجی است. بهره‌های پرداختی مربوط به وام‌های کوتاه مدت بیش تر از بلندمدت می‌باشد. به علاوه آسیب پذیری کشورهای بدهکار در مقابل این بدهی‌ها بسیار بالاست. در سال ۱۳۷۲ سهم بدهی‌های کوتاه مدت به حدی می‌رسد که با کاهش قیمت‌های نفت، اقتصاد ایران در سال ۱۳۷۳ به سرعت با بحران بازپرداخت بدهی‌ها مواجه می‌گردد. بحران بدهی سال ۱۳۷۳ در ایران سخت‌تر از بحران کلاسیک بدهی دارد. اما قیاس آن با بحران مالی آسیای جنوب شرقی بحران ناشی از بازار سرمایه در یک اقتصاد باز صحیح نیست.

بحران بدهی سال ۱۳۷۳ رکود تورمی سال‌های ۱۳۷۴-۱۳۷۳ را به دنبال داشت. به طوری که نرخ تورم سال‌های ۱۳۷۴-۱۳۷۳ (۴۲/۳ درصد) در تاریخ اقتصادی کشورمان بی سابقه بوده است. با ایجاد بحران، اعمال محدودیت‌های شدید وارداتی برای بازپرداخت بدهی‌ها اجتناب ناپذیر گردید، به طوری که در هر یک از سال‌های ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ میزان واردات کالاها در کشور نسبت به سال ۱۳۷۱ حدود ۱/۵ میلیارد دلار و نسبت به سال ۱۳۷۲ حدود ۶/۵ میلیارد دلار کاهش یافته است.<sup>۱</sup>

با توجه به ارقام این جدول کاهش شدید بدهی‌های کوتاه مدت طی سال‌های ۱۳۷۴-۱۳۷۲ نمی‌تواند به پرداخت سریع آن‌ها نسبت داده شود. بلکه با تجدید زمان بندی آن‌ها بهتر قابل توضیح است. چرا که در همان سال‌ها، بدهی‌های میان مدت با نسبتی هماهنگ افزایش یافته و این افزایش، به دلیل دریافت وام‌های میان مدت خارجی نبوده است.

بدین ترتیب هر چند بحران بدهی‌ها خاتمه می‌یابد، اما خاطره تلخی در اذهان سیاست‌گذاران کشور به جا می‌گذارد؛ به طوری که بازپرداخت بدهی‌های خارجی و

۱. گزارشنامه‌های بانک مرکزی، سال‌های ۱۳۵۶ و ۱۳۶۹.

محدودیت دریافت وام های جدید در اولویت اهداف سیاست تجارت خارجی کشور قرار می گیرد، بدون آن که مدیریت داخلی بدهی ها، شرایط اقتصادی کشور و استفاده بهینه از بدهی ها مورد توجه قرار بگیرد.

### تأثیر بدهی های خارجی روی پس انداز داخلی

با بررسی نحوه استفاده از وام های میان مدت، درمی یابیم که وام های خارجی در ظاهر به پروژه ها یا بخش هایی با بازدهی اجتماعی بالا سوق داده شده اند که از آن جمله می توان به توسعه پالایشگاه ها و طرح های پتروشیمی، بازسازی مناطق زلزله زده، سیستم فاضلاب تهران، کنترل سیلاب های سیستان، بهبود نظام آبیاری کشاورزی، برنامه های تنظیم خانواده، ارائه مراقبت های درمانی اساسی و توسعه نیروگاه های برق اشاره کرد. موارد مذکور تصویر مطلوبی از نحوه استفاده از وام های خارجی را نشان می دهند. اما وام های کوتاه مدت عموماً به ورود کالا های مصرفی اختصاص یافته اند. همان طور که در بخش سوم مقاله بحث شد موارد مذکور معیارهای صحیحی از چگونگی تخصیص وام ها به مقاصد سرمایه گذاری یا مصرفی نیستند. برای این منظور باید تأثیر وام های خارجی روی افزایش سرمایه گذاری نهایی را مورد توجه قرار داد. به عبارت دیگر، اثر استقراض خارجی روی پس انداز داخلی، سهم واقعی منابع مالی خارجی روی افزایش سرمایه گذاری را نشان می دهد. لذا، معادله ۱ یعنی پس انداز را به صورت تابعی از تولید ناخالص داخلی و کسری حساب جاری به روش جوهانسن<sup>۱</sup> با استفاده از اطلاعات دوره ۱۳۷۶-۱۳۳۸ برآورد می کنیم. اما قبل از آن باید وجود رابطه بلندمدت مذکور یا رگرسیون هم انباشته کننده<sup>۲</sup> را آزمون کرد. نتایج حاصله از آزمون ماکزیمم مقدار ویژه برای

جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون تعداد روابط بلند مدت

فرضیه صفر تعداد روابط بلندمدت (۳)	فرضیه مقابل	اماره نسبت درست نمایی	مقدار بحرانی در سطح یک درصد
۲=۰	۳=۱	۲۲/۲۱۱۰	۳۵/۶۵
۲=۱	۳=۲	۱۶/۳۲	۲۰/۰۲
۲=۲	۳=۳	۲/۸۹	۶/۶۵

معنی دار در سطح ۱ درصد

1. Johansen, S. Statistical Analysis of Cointegration Vectors, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 1988, pp. 231-254,
2. Cointegrating Regression.

تعیین تعداد روابط بلندمدت (۲) در جدول شماره ۲ آمده است. همان‌طور که ملاحظه گردید، فرضیه وجود یک رابطه تعادلی بلندمدت ( $r=1$ ) در سطح اهمیت ادرصد پذیرفته می‌شود. نتایج حاصل از برآورد این رابطه به روش جوهانسن به صورت زیر است.

(۲)

$$S = -0.05/0.05 + 0.24 \text{ GDP} - 0.182 F$$

$$(211/36) (0.106) (0.12)$$

اعداد داخل پرانتز، انحرافات معیار هستند. کلیه ضرایب در سطح اهمیت ادرصد معنی می‌باشند. ضریب متغیر  $F$  حاکی از آن است که در بلندمدت با ورود سرمایه خارجی به کشور، پس‌انداز داخلی به مقدار قابل ملاحظه‌ای کاهش یافته به طوری که ۸۲ درصد منابع مذکور به مصرف اختصاص می‌یابد. بنابراین نسبت منابع خارجی اختصاص یافته به سرمایه‌گذاری، تقریباً با نسبت مذکور برای منابع داخلی (یعنی نرخ پس‌انداز یا سرمایه‌گذاری از تولید ناخالص داخلی) یکسان است. آمار نسبت سرمایه‌گذاری به تولید در جدول شماره ۳ آمده است. مطابق نتایج رگرسیون فوق، نسبت منابع خارجی اختصاص یافته به سرمایه‌گذاری نیز بسیار نزدیک به ارقام مذکور می‌باشد. این موضوع کم و بیش در مورد بسیاری از کشورهای در حال توسعه صادق بوده است. یعنی الگوی اختصاص منابع مالی خارجی به مصرف و سرمایه‌گذاری تقریباً مشابه الگوی داخلی است. اما با ملاحظه جدول ۶ ضمیمه درمی‌یابیم که ما در گروه کشورهای در حال توسعه با نسبت سرمایه‌گذاری به تولید پایین قرار گرفته‌ایم. به علاوه انحرافات قیمتی در این گروه از کشورها بسیار شدید بوده است. کشورهای مذکور در گذشته همواره با مشکل بازپرداخت بدهی مواجه بوده و از پایین بودن نرخ‌های رشد اقتصادی خود رنج برده‌اند.

بخش خصوصی و دولت به سادگی حاضر نیست استانداردهای مصرفی خود را کاهش دهد. این در حالی است که سهم مصرف کل در GDP از ۶۲ درصد در سال ۱۳۵۶ به بیش از ۷۷ درصد در سال ۱۳۶۹ افزایش و سهم سرمایه‌گذاری از ۲۸/۹ درصد به ۱۲/۶ درصد در طول دوره مذکور کاهش نشان می‌دهد. گسترش شهرنشینی، تأثیر روزافزون ارتباطات جهانی، افزایش استانداردهای مصرفی و انتظارات مصرفی جامعه علاوه بر کاهش پس‌انداز خصوصی، فشار سیاسی زیادی را بر دوش دولت (برای افزایش مخارج مصرفی جامعه) قرار داده است. همان‌طور که از جدول ۳ ضمیمه ملاحظه می‌گردد بین سال‌های ۱۳۷۰-

قرار داده است. همان‌طور که از جدول ۳ ضمیمه ملاحظه می‌گردد بین سال‌های ۱۳۷۰-۱۳۷۲ بدهی‌های خارجی ایران از رقم ۱۱/۵ به ۲۳/۲ میلیارد دلار افزایش یافته است در حالی که نسبت سرمایه‌گذاری به تولید در این دوره از رقم ۱۶/۴ به ۱۶/۳ درصد کاهش نشان می‌دهد. (دوره مذکور به عنوان مبنای تحلیل بحران بدهی در سال ۱۳۷۳ انتخاب شده است).

بررسی ترکیب واردات کشور، طی سال‌های برنامه اول تصویر مشابهی را به نمایش می‌گذارد. همان‌طور که در جدول شماره (۳) ملاحظه می‌گردد طی سال‌های برنامه اول در مجموع نزدیک به ۹۷ میلیارد دلار واردات صورت گرفته است. از رقم مذکور ۲۷ میلیارد دلار مربوط به ورود کالاهای سرمایه‌ای می‌باشد. در حالی که آمارهای غیر رسمی حاکی از آن است که طی برنامه اول بیش از ۳۰ میلیارد دلار استقراض خارجی صورت گرفته است.<sup>۱</sup>

می‌توان چنین تصور کرد که تنها بخشی از استقراض خارجی به سرمایه‌گذاری اختصاص یافته و مابقی درآمدهای ارزی کشور (صادرات نفتی و غیرنفتی) به‌طور کامل صرف افزایش مصرف شده است. از این رو، هلی‌رغم این که دریافت وام‌های خارجی جهت تکمیل پس‌انداز پایین ملی و در نتیجه رشد سریع اقتصادی ضروری می‌باشد، فشارهای زیادی روی دولت برای افزایش مصرف جامعه یا توسل به منابع خارجی وجود داشته است.

جدول ۳- روند واردات براساس نوع مصرف و نسبت سرمایه‌گذاری به تولید طی دوره برنامه اول  
واحد ارقام وارداتی: میلیون دلار

سال	واردات سرمایه‌ای	واردات واسطه‌ای	واردات مصرفی	مابقی	جمع واردات	نسبت سرمایه‌گذاری به تولید
۱۳۶۹	۲۲۶۲	۱۱۸۵۲	۲۵۰۵	-	۱۸۷۲۲	۱۲/۶
۱۳۷۰	۹۹۱۱	۱۶۳۲۵	۲۲۲۱	-	۲۹۶۷۷	۱۶/۲
۱۳۷۱	۷۷۶۲	۱۷۲۰۱	۳۲۲۲	۳۰۲	۲۸۷۱۲	۱۶/۱
۱۳۷۲	۵۰۸۵	۱۲۵۶۷	۲۲۲۲	۱۵۲	۲۰۰۳۷	۱۶/۳

مأخذ: ترازنامه‌های بانکی مرکزی، سال‌های ۱۳۶۹-۱۳۷۲.

از طرف دیگر این‌طور استنباط می‌شود که با استقراض خارجی، انگیزه سیاست‌گذاران کشور برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری از طریق کاهش (بارانه سوبسید) و انحرافات قیمت انرژی، ارز خارجی و خدمات دولتی کاهش یافته به طوری که درجه جانشینی زیادی بین

۱. بدهی‌های خارجی ایران، ضرورت حساسیت ملی، نشریه پیام امروز، شماره دوم، تهران، شهریور ماه ۱۳۷۳، ص ۲۰.



سرمایه‌گذاری از محل منابع خارجی و داخلی وجود داشته است. لذا، به نظر می‌رسد تحقق معیار تبدیل و جهت‌دهی وام‌های خارجی به مقاصد تولیدی نیاز به یک اراده سیاسی قوی دارد.

#### انحرافات قیمتی و کارایی استفاده از بدهی‌ها

همان‌طور که در بخش سوم و چهارم بحث شد، رابطه نزدیکی بین انحرافات قیمتی و نسبت وام‌های اختصاص یافته به مصرف در کشورهای بدهکار وجود دارد. به علاوه انحرافات قیمتی منجر به تخصیص نامطلوب منابع شده و در نتیجه به بحران بدهی‌ها دامن می‌زند. لذا، باید انحرافات قیمتی را در اقتصاد کشورمان خصوصاً در سال‌های پس از جنگ تحمیلی - که بدهی‌های خارجی به سرعت افزایش یافت - مورد بررسی قرار دهیم. برای این منظور ابتدا سیاست‌های تعدیل و زمینه‌های ایجاد آن در اقتصاد کشورمان را مرور می‌کنیم.

در ایران، کنترل‌های دولتی و انحرافات قیمتی ایجاد شده طی سال‌های ۱۳۴۸-۱۳۵۸ منجر به کاهش قیمت نسبی کالاها، اساسی و ضروری و گسترش بازارهای زیرزمینی، بدتر شدن تخصیص منابع، افزایش رانت‌ها و درآمدهای بادآورده برای افراد، رشد غیر ضروری بخش خدمات و گسترش فساد اداری گردید. لذا، پس از پایان یافتن جنگ تحمیلی، سیاست‌های دولت بر پایه برقراری قیمت‌های تعادلی که منعکس‌کننده درجه کمیابی نسبی کالا هستند قرار گرفت و اجرای سیاست‌های تعدیل به صورت تدریجی و جزئی صورت گرفت به طوری که تنها زیرمجموعه‌ای از کالاها و خدمات را تحت پوشش قرار می‌داد. نقطه شروع این سیاست‌ها نیز سیاست‌های ارزی بود. ابتدا نرخ ارز برای واردات مجموعه‌ای از کالاها و خدمات به ازای هر دلار به قیمت ۱۰۰۰ ریال تعیین گردید و واحدهای تولیدکننده که ارز رقابتی دریافت می‌کردند از هرگونه قیمت‌گذاری معاف شدند. نرخ مذکور پس از مدتی به رقم ۸۰۰ و سپس ۶۰۰ ریال نیز کاهش یافت. بدین ترتیب ارز با قیمت یارانه‌ای و بدون کنترل در اختیار واحدهای تولیدی قرار گرفت. صادرکنندگان نیز اجازه یافتند ارز حاصل از صادرات خود را با قیمت بازار به فروش برسانند.

در اردیبهشت ۱۳۷۲ نرخ ارز واحدی به منظور یکسان سازی نرخ‌های ارز از سوی بانک مرکزی اعلام شد و تمام محاسبات پولی و مالی براساس نرخ مذکور انجام گرفت. سیاست مذکور مصادف با کاهش بهای نفت در بازارهای جهانی و در نتیجه کاهش درآمدهای ارزی و بحران بازپرداخت بدهی‌ها گردید. لذا، چرخش در سیاست‌های تعدیل اقتصادی دولت خصوصاً در زمینه نرخ ارز ایجاد شد. نرخ ارز توسط بانک مرکزی در سطح ۳۰۰۰ ریال تثبیت شده و صادرکنندگان ملزم به فروش بخشی از درآمدهای صادراتی خود به نظام بانکی مذکور شدند. در سال ۱۳۷۳ صادرات غیرنفتی به سرعت کاهش یافت.

با این وجود، تراز تجاری با توسل به محدودیت شدید وارداتی به تدریج بهبود یافته و سطح بدهی‌های خارجی کاهش می‌یابد. طی سال‌های برنامه اول، به دنبال شناور شدن نرخ ارز، انحراف قیمتی پول خارجی کاهش یافت. هر چند که هنوز حجم قابل ملاحظه‌ای از واردات کالاها اساسی و هزینه‌های ارزی مربوط به سرمایه‌گذاری‌های ملی با قیمت‌های رسمی یا کنترل شده ارز صورت می‌گرفت. آمار مربوط به نرخ ارز متوسط وزنی، شاخص قیمت شرکای تجاری ایران و شاخص قیمت‌های ضمنی در ایران در جدول شماره ۵ ضمیمه آمده است. با توجه به اطلاعات جدول، چنانچه سال پایه را ۱۳۶۱ در نظر بگیریم، مطابق با نظریه تساوی قدرت خرید<sup>۱</sup> انحراف قیمتی نرخ ارز در سال ۱۳۷۱ (قبل از بحران بدهی‌ها) نزدیک به ۲۴ درصد برآورد می‌گردد که در گروه انحرافات جزئی طبقه‌بندی می‌شود. اما با توجه به انحراف نرخ ارز در سال پایه ۱۳۶۱ و بدتر شدن رابطه مبادله پس از کاهش قیمت‌های جهانی نفت در سال ۱۳۶۵ (۱۹۸۶) انحراف قیمتی مذکور بسیار کمتر از حد تخمین زده شده است.

بالا بودن نرخ تورم در کشور ما خصوصاً در دوره تعدیل اقتصادی متمسک کننده انحراف شدید پول داخلی در اقتصاد کشور است. در تمامی سال‌های دهه ۱۳۷۰ نرخ تورم بیش از ۲۰ درصد بوده و لذا، انحراف قیمتی مربوطه شدید ارزیابی می‌گردد. در فاصله سال‌های ۱۳۷۲-۱۳۶۸ متوسط نرخ تورم ۱۷/۸ درصد و در دوره ۱۳۷۴-۱۳۷۳ به رقم ۴۲/۳ درصد می‌رسد. بالا بودن نرخ تورم منجر به تغییرات متناوب و نامطلوب در قیمت‌های نسبی و جابجایی منابع بین بخش‌های مختلف اقتصادی می‌گردد. در چنین شرایطی، سودها کمتر از مقدار مورد انتظار یا برنامه‌ریزی شده قرار می‌گیرد و تعداد سرمایه‌گذاری‌های متضرر شده افزایش می‌یابد. سرمایه‌گذاران به منظور حمایت خود در برابر این ریسک نرخ سود مورد انتظار بیش‌تری را برای انجام سرمایه‌گذاری در محاسباتشان وارد می‌کنند. در نهایت فقط سرمایه‌گذاری‌های با بازده داخلی بالا انجام می‌گیرد. در عوض انباشت دارایی‌های فیزیکی غیر تولیدی که صرفاً ذخیره ارزش محسوب می‌شوند افزایش می‌یابد. در این راستا بعضی از دارندگان سرمایه ترجیح می‌دهند سرمایه خود را به خارج از کشور منتقل کنند. بخش دولتی با سرمایه‌گذاری خود از طریق مالیات تورمی و قرض خارجی سعی می‌کند کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را تا حدی جبران نماید و جلوی کاهش رشد اقتصادی را بگیرد. در نهایت، این دارایی‌ها (ناشی از قرض خارجی) به عنوان ذخیره ارزش احتکار می‌شود یا به خارج اقتصاد جریان پیدا می‌کنند. افزایش فرار سرمایه از کشور به دنبال بحران بدهی در سال ۱۳۷۴ منجر به افزایش کنترل

۱ بر اساس نظریه تساوی قدرت خرید یا PPP (Purchasing Power Parity) تغییرات نرخ ارز در بلندمدت بر اساس نسبت سطح عمومی قیمت‌های داخلی به خارجی تعیین می‌شود.

نرخ سود یا هزینه سرمایه نیز در بسیاری از سال‌ها خصوصاً دوره پس از جنگ دچار انحراف شدیدی بوده است. نرخ‌های سود بانکی همواره در سطح پایین‌تر از نرخ تورم قرار داشته و لذا، مبنای صحیحی برای تخصیص پس‌اندازها و منابع مالی داخلی و خارجی به کارآمدترین پروژه وجود نداشته است. با نرخ متوسط تورم طی دوره ۱۳۷۰-۱۳۵۷ که نزدیک به ۱۸ درصد بوده و نرخ سود سپرده‌های بانکی که در سطحی کمتر از ۱۰ درصد طی سال‌های مذکور قرار داشته، سپرده‌گذاران ۸ درصد ارزش دارایی‌های خود را از دست داده‌اند. هزینه استقراض نیز که همواره بین ۲۰-۸ درصد با توجه به مقاصد مختلف قرار داشته، همواره کمتر از نرخ تورم بوده است. انحراف هزینه سرمایه در دهه ۱۳۷۰ به دلیل افزایش نرخ تورم، بیش‌تر می‌شود. جدول شماره ۶ ضمیمه، نرخ سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار و نرخ سود مورد انتظار تسهیلات رابه همراه نرخ تورم برای سال‌های دهه ۱۳۷۰ نشان می‌دهد. نرخ تورم همواره فاصله فاحشی با نرخ‌های سود سپرده‌های یک‌ساله و کوتاه‌مدت داشته است. این فاصله در برخی از سال‌ها به بیش از ۲۰ درصد می‌رسد. به علاوه نرخ تورم از نرخ سود مورد انتظار تسهیلات در بخش‌های مختلف بین ۸-۲۰ درصد بالاتر بوده است. لذا، انحراف قیمتی در مورد هزینه سرمایه شدید محسوب می‌شود.

حال به ارزیابی انحراف مربوط به قیمت نیروی کار می‌پردازیم. معمولاً انحرافات دستمزد نسبت به بهره‌وری نیروی کار (و به طور کلی انحرافات قیمتی) یکی از خصوصیات بارز اقتصاد کشورهای در حال توسعه تلقی می‌گردد. با توجه به دوگانگی بازارهای کار در اقتصاد ایران توجه خود را به رفتار دستمزدها در بخش صنعت معطوف می‌کنیم. چسبندگی دستمزدهای حقیقی یا انحرافات دستمزد را از طریق آزمون هم‌انباشتگی یا رابطه تعادلی بلندمدت میان دستمزدهای حقیقی و بهره‌وری نیروی کار در بخش صنعت مورد بررسی قرار می‌دهیم. لذا بردار متغیرهای انتخابی شامل سه متغیر شاخص دستمزد کارگاه‌های بزرگ صنعتی (wind)، شاخص تعدیل قیمت ارزش افزوده بخش صنعت (pind) و بهره‌وری بخش صنعت و معدن (prind) می‌گردد. متغیر بهره‌وری از نسبت ارزش افزوده بخش صنعت و معدن به قیمت ثابت پر اشتغال بخش مذکور به دست می‌آید. کلیه متغیرها در الگو لگاریتمی هستند.

مطابق آزمون‌های ریشه واحد متغیرهای الگو غیر ساکن و حاوی یک ریشه واحد هستند، لذا می‌توان با آزمون رابطه تعادلی بلندمدت یا هم‌انباشتگی میان متغیرهای الگو، اطلاعاتی در خصوص انعطاف‌پذیری دستمزدهای حقیقی به دست آورد. برای این منظور

اطلاعاتی در خصوص انعطاف‌پذیری دستمزدهای حقیقی به دست آورد<sup>۱</sup>. برای این منظور از روش هم‌انباشتنی جوهانس استفاده می‌کنیم. طول وقفه در الگوی VAR یا استفاده از معیارهای مختلف انتخاب الگو بدون هیچ تناقضی  $P=2$  به دست می‌آید. یک متغیر مجازی نیز برای سال ۱۳۵۸ به منظور ثبات پارامترها در الگو لحاظ می‌گردد. نتایج آزمون هم‌انباشتنی به روش حداکثر مقدار ویژه و تریس دلالت بر وجود یک رابطه تعادلی بلندمدت یا بردار هم‌انباشته کننده میان متغیرهای الگو (دستمزد، قیمت تولیدکننده و بهره‌وری) دارد که به صورت زیر برآورد می‌شود:

$$\text{wind} = 0/806 \text{ pind} + 1/476 \text{ prind}$$

(0/302)(0/347)

کلیه پارامترهای برآورد شده بلندمدت یعنی ضرایب معادله فوق (با توجه به خطاهای معیار ارائه شده در داخل پرانتز) معنی دارند. انعطاف‌پذیری دستمزدهای حقیقی ایجاب می‌کند ضرایب متغیرهای قیمت و بهره‌وری در معادله مذکور برابر واحد بوده به طوری که یک ارتباط متناسب میان بهره‌وری و دستمزد حقیقی وجود داشته باشد. در این معادله بلندمدت هر چند ضرایب  $\text{pind}$  و  $\text{prind}$  نزدیک به واحد هستند، اما تفاوت معنی داری از واحد دارند. بنابراین هر چند این سه متغیر یک رابطه تعادلی بلندمدت را تشکیل می‌دهند، اما معادله هم‌انباشته کننده ۳ حکایت از رابطه دقیق و متناسبی میان دستمزدهای حقیقی صنعت و بهره‌وری یا به بیان Nymoen، انعطاف‌پذیری دستمزدهای حقیقی در این بخش ندارد. پرداخت دستمزد، توسط تولیدکنندگان متناسب با بهره‌وری نیروی کار نیست. به عبارت دیگر حجم نیروی کار یا پرداخت دستمزد در بخش صنعت و معدن در ارتباط دقیق با بهره‌وری آن تعیین نمی‌گردد. نتایج حاصله دور از انتظار نیست.

دولتی بودن بخش عظیمی از صنعت، ملاحظات کارایی اقتصادی را در تعیین اشتغال و پرداخت دستمزد تضعیف کرده است. همواره ملاحظاتمانند کاهش نرخ بیکاری و اشتغال‌زایی ترتیبات حمایتی غیرکارآمد از نیروی کار موانع اصلی انعطاف‌پذیری و تعدیل نیروی انسانی در بنگاه‌های دولتی و حتی غیردولتی بوده‌اند. تخمین رابطه تعادلی بلندمدت به روش انگل - گرنجر نیز نتایج مشابهی به دست می‌دهد. بنابراین، در تمامی روش‌ها، رابطه تعادلی بلندمدت میان دستمزدهای حقیقی و بهره‌وری برقرار نبوده و انحرافات دستمزد کاملاً آشکار است به زبان آماری داریم:

(۱)

$$\text{Wind} - \text{pind} - \text{prind} = i(1)$$

1. Nymoen (1992).

جدول ۴- تجزیه واریانس خطای پیش بینی دستمزد

دوره	تکانه دستمزد	تکانه بهره‌وری	تکانه قیمت تولیدکننده
۱	۰/۷۳۷	۰/۰۰۰	۰/۲۶۲
۳	۰/۲۶۱	۰/۰۰۲	۰/۷۳۷
۶	۰/۰۹۲	۰/۰۰۱	۰/۹۰۵
۱۵	۰/۰۳۲	۰/۰۰۲	۰/۹۶۱

دستمزد در الگوی VAR مربوطه است که مبتنی بر این روش می‌توان سهم تکانه‌های مختلف (از جمله بهره‌وری) را در نوسانات دستمزدهای حقیقی در افق‌های زمانی مختلف (کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت) اندازه‌گیری کرد. جدول ۴ تفکیک واریانس خطای پیش بینی دستمزد را برای ۱۵ دوره به نمایش می‌گذارد.

همان‌طور که در جدول مذکور ملاحظه می‌گردد، نوسانات دستمزد (در کوتاه مدت) عمدتاً از طریق تکانه مربوط به خود این متغیر توضیح داده می‌شود. اما در میان مدت و بلندمدت سهم آن در ایجاد نوسانات دستمزد کاهش یافته و سهم شاخص قیمت تولیدکننده به سرعت افزایش می‌یابد؛ به طوری که سهم قیمت در نوسانات دستمزد از ۲۶ درصد در سال اول (کوتاه مدت) به ۷۴ درصد در سال سوم (میان مدت) و به حدود ۹۰ درصد در سال ششم (بلندمدت) می‌رسد. در مقابل، سهم بهره‌وری در نوسانات دستمزد (اسمی) در افق‌های زمانی مختلف بسیار ناچیز است. به عبارت دیگر هرچند رشد بهره‌وری حداقل در بلندمدت اثر مثبتی بر دستمزدها دارد، اما همواره ملاحظاتی غیر از بهره‌وری در نوسانات دستمزدها حاکم بوده‌اند.

البته انحرافات قیمتی در کشور ما محدود به موارد فوق نیست. انحرافات شدید در مورد قیمت انرژی و فراورده‌های نفتی، تخصیص منابع را به شدت تحت تأثیر قرار داده است. یارانه‌های قیمتی به مصرف داخلی فراورده‌های نفتی طی سال‌های ۱۳۷۵-۱۳۶۹ (با نرخ ارز متوسط وزنی) به طور میانگین حدود ۱۲/۵ درصد GDP برآورد می‌شود. لذا در مجموع به نظر می‌رسد که شرایط و بستر مناسبی برای دریافت وام خارجی طی سال‌های برنامه اول در کشور فراهم نشده بود.

### کاربرد مدل‌های بدهی خارجی در ایران

بحران بدهی بین‌المللی در بسیاری از کشورهای در حال توسعه در دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰

۱. نرخ مذکور با توجه به تفاوت قیمت حامل‌های انرژی در داخل و بازار بین‌الملل و براساس اطلاعات ترازنامه انرژی (مرکز تحقیقات وزارت نیرو) به دست می‌آید.

### کاربرد مدل‌های بدهی خارجی در ایران

بحران بدهی بین‌المللی در بسیاری از کشورهای در حال توسعه در دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ به بحث‌های زیادی را در ارتباط با مقدار مناسب بدهی خارجی پیش کشیده است. این سؤالات هم از نقطه نظر کشورهای در حال توسعه و هم برای بانک‌ها و قرض‌دهندگان رسمی دارای اهمیت است. در سطح نظری مدل‌های زیادی برای تجزیه و تحلیل مسائل بدهی کشورهای در حال توسعه استفاده شده‌اند. تقسیم بندی‌های زیادی از مدل‌های بدهی وجود دارد، ولی متداول‌ترین آن‌ها مدل‌های بهینه‌کننده و مدل‌های غیربهینه‌کننده<sup>۱</sup> است. برای وام‌دهندگان یا وام‌گیرندگان مقدار مطلق بدهی به تنهایی اهمیت ندارد. بلکه آنچه اهمیت زیادی برای آن‌ها داشته و ارزش اعتباری آن‌ها را مشخص می‌کند نسبت بدهی به تولید و یا بدهی به صادرات است. مدل‌های غیربهینه‌کننده شرایطی - که تحت آن این نسبت‌ها ثابت مانده یا در طول زمان همگرا می‌شوند - را مشخص می‌نمایند.

در حالی که مدل‌های بهینه‌کننده مقدار بدهی بهینه یک کشور را با ماکزیمم کردن رفاه اجتماعی به دست می‌آورند. هر کدام از این مدل‌ها شرایط بحرانی شدن بدهی‌ها را در رابطه با هدف اصلی مدل تحلیل می‌کنند. در مدل‌های غیربهینه‌کننده وقتی که نسبت بدهی به تولید به صورت انفجاری (واگرا) افزایش یابد بحران بدهی به وقوع می‌پیوندد. در مدل‌های بهینه‌کننده وقتی مقدار بدهی پیش از مقدار بهینه تعیین شده در مدل باشد بحران بدهی اتفاق می‌افتد. یک مدل بهینه‌کننده ساده به منظور بررسی سطوح مناسب بدهی، برای سادگی یک مدل دو دوره‌ای استفاده می‌گردد.<sup>۲</sup>

در اینجا یک کالای مرکب در دو دوره تولید می‌شود. این کالا در هر دوره می‌تواند مصرف یا سرمایه‌گذاری گردد. اگر مصرف و سرمایه‌گذاری در دوره اول پیش‌تر از تولید داخلی باشد، وام‌های خارجی مثبت به اندازه  $B$  دریافت می‌گردد. بنابراین داریم.

$$(۴) C_1 = Y_1 - I_1 + eB$$

که در آن  $C_1$ ،  $Y_1$  و  $I_1$  به ترتیب میزان مصرف، تولید و سرمایه‌گذاری در دوره اول،  $e$  نرخ ارز و  $B$  استقراض خارجی می‌باشند. اگر نرخ بهره را برای قرض خارجی  $r$  در نظر بگیریم، برای دوره دوم داریم.

(۵)

$$C_2 = Y_2 - I_2 - eB(1+r)$$

که در آن  $C_2$ ،  $Y_2$  و  $I_2$  به ترتیب میزان مصرف، تولید و سرمایه‌گذاری در دوره دوم هستند. در اینجا تمام قرض خارجی دوره اول باید در دوره دوم بازپرداخت گردد.

1. Gemmell, N. Debt and the Development Countries: A Simple Model of Optimal Borrowing, Vol. 21, 1993, pp 111-30.

2. Optimising Models.

3. Non-Optimising Models.

که به سرمایه گذاری اختصاص می یابد. همیشه بحث زیادی در مورد اثرات سرمایه گذاری داخلی و منابع خارجی روی نرخ رشد کشورهای در حال توسعه وجود داشته است. عده ای بحث می کنند که تاءثیر انباشت سرمایه خارجی از نظر تاریخی روی رشد اقتصادی ناچیز بوده است. به منظور در نظر گرفتن اثرات وام های خارجی روی سرمایه گذاری معادلات زیر را برای سرمایه گذاری در نظر می گیریم:

$$I_1 = \pi_e Y + \pi_f eB \quad (6)$$

$$I_1 = \pi_e \{Y_1 - eB(1+r)\} \quad (7)$$

که در آن  $I_1$  و  $I_2$  به ترتیب سرمایه گذاری در دوره اول و دوم و  $\pi_e$  و  $\pi_f$  نسبت هایی از منابع داخلی و سرمایه خارجی است که به سرمایه گذاری اختصاص می یابد. از طرفی بنا به تعریف داریم:

$$\delta = \gamma \left( \frac{I_1}{Y} \right) \quad (8)$$

$$\gamma = \frac{\Delta Y}{\Delta K} \quad (9)$$

که در آن  $\delta$  نرخ رشد تولید و  $\Delta$  تولید نهایی سرمایه است. از ترکیب معادلات (۸) و (۹) داریم:

$$\Delta Y = \gamma (\pi_e Y_1 + \pi_f eB) \quad (10)$$

مقادیر بهینه  $C_1$  و  $C_2$  با معادل قرار دادن نرخ نهایی تبدیل برای تمام کالاها (MRT) با نرخ نهایی جانشین (MRS) به دست می آید. از آنجایی که امکان قرض گرفتن وجود دارد MRT بین  $C_1$  و  $C_2$  برابر  $(1+r)$  خواهد بود. برای مشخص نمودن MRS بین  $C_1$  و  $C_2$  نیاز به تابع رفاه اجتماعی برای جامعه مورد نظر می باشد. با فرض همگن بودن ترجیحات افراد جامعه یک تابع مطلوبیت ساده را برای جامعه می توان انتخاب نمود. تابع کاپ داگلاس را در اینجا استفاده می کنیم:

$$U = C_1^a C_2^{1-a} \quad (11)$$

اما مادامی که منحنی های بی تفاوتی نسبت به مبدا محدب باشند هر تابع مطلوبیت دیگری

1. Marginal Rate of Transformation.
2. Marginal Rate of Substitution.

را می‌توان استفاده کرد. معمولاً تفاوت ترجیحات مصرفی بین جوامع مختلف به مراتب بیش‌تر از این تفاوت در ترجیحات مصرفی افراد یک جامعه است. این تفاوت‌ها را می‌توان در تابع (۱۱) ملحوظ کرد. برای مثال، جوامعی با سطوح فقر مطلق بالا یک ترجیح نسبتاً بیش‌تری برای مصرف حال قایل هستند که حکایت از بالا بودن  $\alpha$  دارد، با ماکزیمم کردن تابع مطلوبیت مذکور مشروط بر قیدهای (۱۰)-(۴) مقدار قرض بهینه به شکل زیر به دست می‌آید.

$$MRS_{C_1, C_2} = MRT_{C_1, C_2}$$

$$\bar{B} = \frac{\phi[\gamma(\pi_d + \pi_f) - \tau]}{e\{(1+\tau)(1+\phi) - \phi\gamma\pi_f\}} Y_1 \quad (12)$$

$$\phi = \frac{1-\alpha}{\alpha}$$

اگر فرض کنیم

$$\bar{B} = \frac{\phi(2\gamma\pi - \tau)}{e\{(1+\tau)(1+\phi) - \phi\gamma\pi\}} Y_1$$

محدودیت  $\pi_f = \pi_d$  فرض واقع بینانه‌ای است که در بسیاری از کشورهای در حال توسعه از جمله ایران مشاهده شده است (مطابق با نتایج حاصله از معادله رگرسیون هم‌انباشته کننده (۲)، در اقتصاد ایران به‌طور متوسط ۱۷ درصد منابع خارجی به سرمایه‌گذاری اختصاص یافته است لذا، معمولاً کشورهای در حال توسعه منابع خارجی خود را به همان نسبت منابع داخلی به سرمایه‌گذاری اختصاص می‌دهند. با توجه به روابط مذکور، تولید نهایی سرمایه و نسبت وام‌های اختصاص یافته به سرمایه‌گذاری از عوامل مهم در تعیین سطح بدهی بهینه می‌باشد، به طوری که استقراض خارجی تنها در صورت برقراری رابطه زیر موجه است:

$$\gamma(\pi_d + \pi_f) > \tau \Rightarrow \bar{B} > 0$$

یک خاصیت جالب معادله ۱۲ این است که  $\pi_f$  اثرات به مراتب بیش‌تری روی  $B$  نسبت به  $\pi_d$  دارد زیرا افزایش  $\pi_f$  همزمان صورت را افزایش و مخرج را کاهش می‌دهد. جدول ۶ ضمیمه نتایجی را در همین رابطه برای کشورهای واردکننده سرمایه به تفکیک این کشورها به دو گروه ارائه نموده است. گروه اول کشورهایی هستند که در سرویس بدهی خود با مشکل مواجه شده‌اند و گروه دوم مشکلی در سرویس بدهی خود نداشته‌اند. تجربه این دو گروه کاملاً متفاوت است. در ۱۹۸۱-۱۹۸۲ برای گروه اول نرخ رشد  $\pi$  به ۰٫۸ درصد می‌رسد اما برای گروه دوم نرخ رشد به ۵٫۳ درصد کاهش می‌یابد. متشابهاً نسبت سرمایه‌گذاری برای کشورهایی با مشکل سرویس بدهی به مراتب کمتر است. این نسبت برای کشورهای گروه اول در حدود ۱۸-۱۳ درصد می‌باشد. در حالی که در گروه دوم در محدوده ۳۳-۲۹ درصد قرار دارد. مشخصه جالب داده‌ها این است که کشورهای گروه



اول قبل از سال ۱۹۸۰ موفق به دریافت وام با نرخ های بهره واقعی کمتری نسبت به گروه دوم شده بودند. اما این موقعیت پس از سال ۱۹۸۰ معکوس می شود. همچنین نسبت استقراض به تولید که تا قبل از بحران بدهی ۱۹۸۳ برای گروه اول بیش تر از گروه دوم بوده است پس از بحران در سطح پایین تری نسبت به گروه دوم قرار می گیرد.  
حال به کاربرد این مدل در اقتصاد ایران می پردازیم. با توجه به پارامترهای سال ۱۳۷۴ داریم:

$$\pi_h = \pi_f = 19/6 \quad \delta = 2/2$$

$$\gamma = MPK = \frac{\delta}{I/Y} = \frac{2/2}{19/6} = 0/16$$

به علاوه در تابع مطلوبیت (۱۱)،  $\alpha = 1$  در نظر گرفته شده که در نتیجه  $\phi = 1$  به دست می آید. نسبت قرض بهینه با فرض نرخ بهره  $r = 10\%$  برای وام های جدید عبارت اند از:

$$\frac{\bar{B}}{y} = \frac{-0/037}{2/169} = -0/17$$

لذا، مدل مذکور با نرخ بهره  $r = 10\%$  نه تنها هیچ گونه استقراض جدیدی را برای سال ۱۳۷۴ پیشنهاد نمی کند، بلکه ۱۷ درصد تولید ناخالص داخلی باید صرف بازپرداخت بدهی های گذشته شود. نتایج مدل به تغییرات نرخ بهره  $r$  نسبت به منابع داخلی یا خارجی اختصاص یافته به سرمایه گذاری و تولید نهایی سرمایه بسیار حساس می باشد. به طوری که اگر فرض کنیم

$$\text{if } r = 6/3 \Rightarrow \bar{B} = 0$$

یعنی با ساختار موجود، دریافت وام های خارجی با نرخ های بهره کمتر از ۹ درصد موجه است. کاهش انحرافات قیمتی منجر به افزایش تولید نهایی سرمایه (B) می گردد و در نتیجه نسبت استقراض بهینه به تولید را افزایش می دهد. چنانچه بتوان با تصحیح قیمت های نسبی و در نتیجه تخصیص بهینه منابع نرخ رشد را به ۸ درصد افزایش داد، حتی با نرخ های بهره  $r = 10\%$  نسبت استقراض بهینه به تولید با ثابت نگه داشتن سایر پارامترها عبارت خواهد بود از:

$$\frac{\bar{B}}{y} = \frac{0/06}{2/12} = 2\%$$

لذا، در چنین شرایطی میزان قرض بهینه (جدید) به نسبت ۲ درصد تولید ناخالص داخلی می رسد. در این شرایط دریافت استقراض جدید تا سقف نرخ بهره  $r = 16\%$  مجاز است. به همین ترتیب چنانچه بتوان نسبت وام های خارجی که برای مقاصد سرمایه گذاری استفاده شده یعنی  $\pi_f$  را به ۵۰ درصد افزایش داد، آن گاه نسبت قرض بهینه به تولید با ثابت نگه داشتن سایر پارامترها مطابق با شاخص های اقتصادی سال ۱۳۷۴ عبارت خواهد بود از:

$$\frac{\bar{B}}{y} = \frac{-0/11}{2/12} = 0/05$$

یعنی در این شرایط دریافت استقراض جدید با نرخ بهره  $r = 10\%$  در سطح ۵ درصد

تولید ناخالص موجه است. می توان نشان داد در شرایطی که نیمی از وام های دریافتی به سرمایه گذاری اختصاص یابد، استقراض بهینه تا سقف نرخ بهره  $11/1\%$  مثبت خواهد بود. بدیهی است که مدل فوق بسیار ساده تر از آن است که بتوان به اعداد و ارقام حاصله از آن به طور دقیق استناد کرد. با این حال هنوز نقش برخی از عوامل مانند نرخ بهره خارجی، نسبت وام های اختصاص یافته به سرمایه گذاری و انحرافات قیمتی و کارایی استفاده از سرمایه خارجی در تعیین میزان استقراض بهینه خارجی را کاملاً آشکار می سازد.

#### مدل های غیر بهینه کننده

مدل های غیر بهینه کننده در رابطه با شرایطی که تحت آن نسبت بدهی به تولید ثابت می ماند بحث می کنند. این نسبت و ثبات آن از اهمیت زیادی در بازارهای مالی جهانی برخوردار بوده و توان کشور بدهکار در بازپرداخت بدهی<sup>۱</sup> را ارزیابی می کند. شرط عدم افزایش نسبت بدهی (b) با فرض ثابت بودن نرخ حقیقی ارز به صورت زیر قابل استخراج است.<sup>۲</sup>

(۱۳)

که در آن

$NICA > (r-g)b$

\* نرخ بهره حقیقی روی بدهی خارجی  
 † نرخ رشد اقتصادی

NICA: نسبت مازاد حساب جاری بدون احتساب بهره به تولید ناخالص داخلی

در صورت برقراری رابطه فوق، توان بازپرداخت بدهی توسط کشور بدهکار و همچنین اعتبار مالی وی در بازار جهانی مثبت ارزیابی می گردد. چند نتیجه مهم از این رابطه به دست می آید. اول، آن که یک کشور با درآمد بالاتر یا یک کشور با بدهی پایین تر می تواند بیش تر از یک کشور با نسبت بدهی به تولید بالاتر قرض بگیرد. ثانیاً، هر چقدر هزینه وام (r) بیش تر باشد مازاد مورد نیاز حساب جاری به منظور حفظ توان بازپرداخت باید بیش تر خواهد بود. ثالثاً، هر چقدر نرخ رشد اقتصادی † در سطح بالاتری قرار گیرد، کشور بدهکار قدرت بیش تری در گرفتن قرض بدون لطمه به اعتبارش پیدا می کند. آخرین و شاید مهم ترین نتیجه آن است که تفاوت نرخ بهره و نرخ رشد اقتصادی امکان

1. Solvency.

۲. منبع شماره (۹) را ملاحظه کنید.

اما اگر  $g > r$  باشد، ایجاد مازاد حساب جاری به منظور ثابت نگه داشتن نسبت بدهی به تولید اجتناب ناپذیر است. شرط مذکور برای ثابت ماندن نسبت بدهی متضمن هیچ فرض خاصی جز ثابت بودن نرخ ارز خارجی نیست. در ادامه مبتنی بر فروض و مدل مشخصی شرایط ثبات نسبت بدهی را به نحو دقیق تری استخراج می کنیم. رابطه تعریفی انباشته سرمایه به صورت زیر است:

(۱۴)

$$\dot{D} = I - S + rD$$

که در آن  $D$  کل بدهی،  $\dot{D}$  قرض جدید (علامت روی متغیر نشان دهنده تغییرات است)،  $I$  سرمایه گذاری،  $S$  پس انداز و  $r$  نرخ بهره خارجی است. اگر نسبت بدهی به تولید را به صورت  $d = \frac{D}{Q}$  تعریف کنیم عبارت فوق به صورت زیر قابل تبدیل است:

$$\dot{d} = \left(\frac{1}{Q} - \frac{\dot{Q}}{Q}\right) + (r-g)d \quad (15)$$

$$g = \frac{\dot{Q}}{Q}$$

لذا، هر چقدر رشد تولید ( $g$ ) کمتر از نرخ بهره باشد به همان نسبت پس انداز بیش تری ماورای سرمایه گذاری ملی باید صورت گیرد، تا نسبت بدهی با ثبات مانده و شرط  $\dot{d} = 0$  تأمین گردد. شکل عمومی تابع مصرف در مدل های غیر بهینه کننده به صورت زیر در نظر گرفته می شود:

$$C = c_1 Q + c_2 \dot{D} - c_3 r D \quad (16)$$

جهت سادگی تولید نهایی سرمایه را ثابت و تابع تولید را به صورت

$$Q = MPK.K$$

تصریح می کنیم چنانچه در رابطه (۱۵) نرخ رشد  $g$  و نسبت سرمایه گذاری به تولید  $\frac{I}{Q}$  را ثابت در نظر گرفته و همچنین برای سادگی  $c = c_1 = c_2 = c_3$  فرض کنیم، شرط ثبات نسبت بدهی یعنی:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \dot{d} = 0$$

در معادله تفاضلی (۱۵) با توجه به رابطه تعریفی  $S = Q - C$  عبارت است از:

(۱۷)

$$g > \left(\frac{1-c}{1-c_d}\right) r$$

$$MPK > \frac{r}{1 - c_d(1-c_d)}$$

و یا

که در آن  $c$  میل نهایی به مصرف از درآمد ملی و  $c_d$  نسبتی از وام های دریافتی است که به مصرف اختصاص می یابد. مطابق با اطلاعات سال ۱۳۷۴ داریم:

درصد  $c = 19/6$   $g = 23/2$

چنانچه  $r = 26$  فرض کنیم مطابق با شرط (۱۷)،  $1 - cd > 236/8$  به دست می‌آید، یعنی باید بیش از ۳۷ درصد استقراض خارجی به سرمایه‌گذاری اختصاص یابد، تا این که نسبت بدهی به تولید در طول زمان ثابت بماند. البته ممکن است حداقل ۳۷ درصد، رقم پایینی به نظر برسد، اما اعتبارات خارجی باید سرمایه‌گذاری نهایی را به نسبت مذکور افزایش دهد.

تنها نسبت بدهی به تولید نیست که ارزش اعتباری یک کشور را در بازارهای مالی جهانی تعیین می‌کند. به طور مثال، اگر کشور بدهکار، منابع مالی خارجی را روی تولید کالاهای غیر قابل تجارت سرمایه‌گذاری کند، درآمدهای ارزی لازم جهت بازپرداخت بدهی‌ها محدود شده و با وخیم شدن معیار انتقال، چنین کشوری انگیزه زیادی در عدم بازپرداخت حداقل بخشی از بدهی‌ها را دارد. از این رو، صادرات کافی (به مفهوم ثابت نسبی بدهی به صادرات) نیز انگیزه و تمایل یک کشور در بازپرداخت بدهیش را نشان می‌دهد.

لذا، در «ادبیات بدهی خارجی» ارزش اعتباری<sup>۱</sup> یک کشور توسط میانگین ویژه‌ای از دو نسبت بدهی به صادرات و بدهی به تولید تعریف می‌شود. این نسبت جدید، نسبت بدهی به منابع نام داشته و از متوسط وزنی دو نسبت قبل به دست می‌آید. به طوری که تحت تأثیر تغییرات نرخ ارز قرار نمی‌گیرد. به بیان دیگر، افزایش نرخ ارز منجر به افزایش نسبت بدهی به تولید و کاهش نسبت بدهی به صادرات می‌گردد ولی تغییری در نسبت بدهی به منابع ایجاد نمی‌کند. دو سؤال اساسی در رابطه با این نسبت وجود دارد. سوال اول، در مورد تعیین سطح مطلوب نسبت مذکور و سؤال دوم در خصوص تغییرات این نسبت یا عوامل تعیین کننده ثابت آن در بلندمدت است. در رابطه با سؤال اول، وام‌دهندگان مایلند سطح مطلوب نسبت بدهی آن قدر بالا نباشد که کشور بدهکار توان یا تمایل به بازپرداخت بدهیش را نداشته باشد. بنابراین، از نقطه نظر وام‌دهندگان سطح این نسبت زمانی بالا تلقی می‌گردد، که کشور بدهکار احساس کند بازپرداخت بدهی بیش تر از جریمه مورد انتظار ناشی از عدم بازپرداخت است. محروم شدن از بازار سرمایه بین‌المللی اولین نتیجه چنین جریمه‌ای می‌باشد که البته هزینه‌اش قابل برآورد نیست. لذا، کشوری که در یک نسبت بدهی به منابع مشخص از بازپرداخت اقساط بدهی امتناع نموده، نسبت مذکور برای آن کشور بیش از حد بالا ارزیابی می‌شود.

با توجه به موارد مذکور، نسبت بدهی به منابع در ایران حداقل از نقطه نظر طلب کاران در سطح بالایی قرار ندارد. زیرا هر چند مهلت بازپرداخت بدهی‌ها در سال‌های گذشته

1. Credit- Worthiness.

تمدید شده ولی سیاست گذاران اقتصادی تاکنون هیچ عدم تمایلی برای بازپرداخت بدهی‌ها نشان نداده‌اند.

حال به سؤال دوم می‌پردازیم که استقراض در هر دوره به چه مقدار باید انجام گیرد، تا نسبت بدهی به منابع ثابت مانده و در نتیجه ارزش اعتباری کشور بدهکار تنزل نیابد. ثبات نسبت بدهی به منابع بستگی به ثبات دو نسبت بدهی به تولید و بدهی به صادرات دارد. بنابراین نرخ رشد تولید و صادرات کشور بدهکار از اهمیت زیادی برای ثبات نسبت تولید به منابع برخوردار می‌باشد. با توجه به تجربه سال‌های گذشته و تحولات بازار نفت چشم‌انداز روشنی در خصوص رشد صادرات (نفتی و غیر نفتی) کشور وجود ندارد. همچنین رشد تولید ناخالص داخلی نیز که عمدتاً رابطه نزدیکی با صادرات داشته است، با توجه به شرایط رکودی اقتصاد داخلی بیش از ۴-۵ درصد پیش‌بینی نمی‌شود، که بسیار کمتر از نرخ بهره در بازارهای مالی جهانی است. لذا، چنانچه با استقراض جدید نسبت بدهی به تولید و صادرات در اقتصاد کشور افزایش یابد و نسبت سرمایه‌گذاری به تولید همانند گذشته در سطح پایینی ثابت بماند، امکان افزایش مستمر نسبت بدهی (انفجاری شدن آن) و ایجاد بحران بدهی‌ها بسیار محتمل خواهد بود.

### جمع بندی

در این بررسی، عوامل و مشخصه‌های بحران‌های کلاسیک بدهی (نسبت پایین سرمایه‌گذاری به تولید، انحرافات شدید قیمتی، پایین بودن کارایی نهایی سرمایه، ترتیبات نهادی غیرمولد، ساختارهای سیاسی و اجتماعی نامناسب با گرایش‌های مصرفی و رفتی) را مورد بحث قرار دادیم. بحران کلاسیک بدهی‌ها (یا بحران پژو) را نمی‌توان به سادگی در کنار بحران‌های مالی شرق آسیا در سال ۱۹۹۶ یا بحران مکزیک در سال ۱۹۹۴ - که ناشی از نارسایی بازارهای مالی و فقدان نقش صحیح و تنظیم‌گر دولت در این کشورها است - قرار داد. بحران بدهی ایران در سال ۱۳۷۳ در زمره بحران‌های کلاسیک بدهی، قابل طبقه‌بندی بوده و با بحران مالی شرق آسیا چندان قابل قیاس نیست. در اقتصاد ایران، نسبت سرمایه‌گذاری به تولید در سال‌های بعد از انقلاب کمتر از ۱۷ درصد بوده و اقتصاد کشور همواره از انحرافات قیمتی شدید و ترتیبات نهادی و ساختاری نامناسب (در نتیجه بهره‌وری پایین عوامل تولید) رنج برده است. کشورهای در حال توسعه‌ای که با نسبت سرمایه‌گذاری به تولید و انحرافات قیمتی مشابهی روبه‌رو بوده‌اند در گروهی قرار گرفته‌اند که غالباً با مشکل عدم تمایل به بازپرداخت بدهی مواجه و همواره از پایین بودن نرخ رشد تولید و کارایی کم استفاده از منابع خارجی و داخلی رنج برده‌اند. جریان بین‌المللی سرمایه، از کشورهای توسعه یافته به کشورهای در حال توسعه،

سابقه‌ای طولانی به مدت بیش از چهل سال دارد. در حال حاضر، تجربیات با ارزشی در مورد بدهی‌های خارجی کشورهای در حال توسعه در دسترس است که می‌توان درس‌های آموزنده‌ای از آن‌ها گرفت. آثار اقتصادی وام‌های خارجی روی کشورهای بدهکار بسیار متفاوت بوده است. در گروهی از کشورهای بدهکار با نسبت سرمایه‌گذاری به تولید پایین (کمتر از ۱۷ درصد) سهم اختصاص یافته وام‌های خارجی به سرمایه‌گذاری (معیار تبدیل) بسیار پایین است.


لذا یکی از دلایل بحران بدهی‌ها و مشکلات بازپرداخت بدهی که عموماً در این گروه از کشورها وجود داشته، عدم تحقق معیار تبدیل و قایل شدن نرخ‌های ترجیح زمانی بالا روی مصرف به دلیل فشارهای سیاسی اقشار مصرف‌کننده جامعه بوده است. شواهد آماری نشان می‌دهند که کشورهای بدهکار با کمترین نسبت سرمایه‌گذاری به تولید از بیش‌ترین انحرافات قیمتی در خصوص نرخ ارز، نرخ بهره، دستمزدها و تورم بالا نیز رنج می‌برند. این موضوع باعث اختصاص منابع مالی خارجی (و همچنین داخلی) به سرمایه‌گذاری‌هایی با بازدهی کم و پایین آمدن کارایی استفاده از سرمایه (معیار کارایی) شده است. از آنجایی که انحرافات قیمتی در غیاب صلاحیت‌های نهادی لازم برای تخصیص غیربازاری منابع، نقش مهمی در عدم تحقق معیار کارایی و انتقال دارند، در این کشورها وام‌های خارجی اختصاص یافته به سرمایه‌گذاری قادر به تأمین مازاد پس‌انداز و صادرات لازم (معیار انتقال) جهت بازپرداخت یا سرویس بدهی نیست. به علاوه، گروه کشورهای مذکور به دلیل پایین بودن نرخ‌های رشد تولید و صادرات و نامطلوب بودن ارزش اعتباری، به نرخ‌های بهره خارجی پایین در بازارهای سرمایه بین‌المللی دسترسی نداشته و همواره از مشکلات بازپرداخت بدهی رنج برده‌اند.

گروه دیگری از کشورهای بدهکار، تجربیات کاملاً متفاوتی دارند. در این گروه نسبت سرمایه‌گذاری به تولید (که به بالاتر از ۲۹ درصد می‌رسد) و همچنین سهم وام‌های اختصاص یافته به سرمایه‌گذاری به مراتب بالاتر از گروه اول است. انحرافات قیمتی در این کشورها کمتر بوده و به دلیل ارزش اعتباری بالاتر آن‌ها به وام‌های ارزان‌تری در بازار سرمایه بین‌المللی دسترسی داشته‌اند. کشورهای مذکور با مشکلات بازپرداخت (به استثنای موارد معدودی به هنگام بروز شوک‌های خارجی) مواجه نبوده‌اند.

ساختار اقتصادی ایران به گروه کشورهای اول، شباهت بیش‌تری دارد. در کشور ما نسبت سرمایه‌گذاری به تولید و سهم وام‌های اختصاص یافته به سرمایه‌گذاری به ترتیب حدود ۱۶ و ۱۷ درصد است. اقتصاد کشور از انحرافات شدید قیمتی و صادرات پایین، رنج می‌برد. بیش‌ترین انحرافات قیمتی در ایران به ترتیب در پول داخلی (تورم) نرخ سود بانکی، قیمت انرژی، دستمزدها و نرخ ارز مشاهده شده است. به علاوه اقتصاد کشور همواره تجربه ناخوشایندی از روش‌های جیره‌بندی و کنترل‌های قیمتی و روش‌های غیربازاری تخصیص منابع داشته است.

سیاست‌گذاران نیز از فرصت ایجاد شده برای اصلاحات اقتصادی به هنگام استقراض‌های خارجی کلان، استفاده مناسبی نکرده‌اند. از آنجایی که عوامل مذکور (نسبت منابع مالی داخلی و خارجی اختصاص یافته به سرمایه‌گذاری و تولید نهایی سرمایه) نقش تعیین‌کننده‌ای در میزان استقراض بهینه یک کشور دارند، سطح استقراض بهینه در اقتصاد ایران بسیار پایین ارزیابی می‌گردد.

باید توجه داشت که استقراض خارجی به تنهایی یک عامل منفی برای رشد اقتصادی محسوب نمی‌شود و در برخی کشورها منابع خارجی، موتور حرکت رشد اقتصادی بوده است. هیچ راه‌حلی برای بحران پدیده‌ها و بستانکار را پیشنهاد نمی‌کند، بلکه هدف به کارگیری سود بخش سرمایه بین‌المللی در کشور قرض‌گیرنده است. بحران‌های کلاسیک اول و دوم به ما آموختند که اولین گام برای استفاده بهینه از منابع مالی خارجی «نهادسازی‌های لازم» به همراه کاهش انحرافات قیمتی و اختصاص سهم بالایی از وام‌های خارجی و منابع مالی داخلی به سرمایه‌گذاری (مبنی بر معیار درجه تأثیر وام‌ها بر سرمایه‌گذاری نهایی) است.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

جداول ضمیمه

جدول ۱- توابع پس انداز برای دوره ۱۹۸۵-۱۹۷۰

کشور	GDP	F	R <sup>2</sup>
مصر	۰/۳۳۲ (۵/۰۵۵)	-۰/۷۱۵ (۲/۱۹۱)	۰/۸۰۰
بولیوی	۰/۱۱۲ (۱/۹۲۸)	-۰/۰۱۶ (۰/۰۲۱)	۰/۴۷۰
برزیل	۰/۱۱۰ (۱/۲۵۹)	-۰/۳۸۸ (۲/۳۱۲)	۰/۶۲۵
شیلی	۰/۵۵۵ (۷/۱۹۴)	-۰/۸۸۵ (۲/۱۳۲)	۰/۹۱۲
کاستاریکا	۰/۲۲۶ (۹/۱۰۲)	-۰/۶۷۲ (۵/۶۰۸)	۰/۹۲۶
اکوادور	۰/۲۰۳ (۲۶/۰۱۷)	-۰/۳۰۸ (۲/۳۲۶)	۰/۹۹۱
جامائیکا	۰/۵۷۲ (۱/۵۲۸)	-۰/۶۱۲ (۲/۰۱۵)	۰/۳۸۹
پروگسلاوی	۰/۲۶۸ (۱۰/۵۸۹)	-۰/۱۰۹ (۰/۵۵۷)	۰/۹۷۵
کره جنوبی	۰/۳۹۲ (۲۳/۲۱۵)	-۰/۱۸۲ (۱/۱۲۲)	۰/۹۸۹
موروکو	۰/۱۸۷ (۲/۱۱۱)	-۰/۲۷۲ (۲/۲۰۷)	۰/۵۹۰
مکزیک	۰/۲۹۵ (۷/۲۸۲)	۰/۰۶ (۰/۰۹)	۰/۹۵۲
پرو	۰/۲۵۲ (۲/۲۲۱)	-۰/۷۷۲ (۲/۹۲۸)	۰/۸۸۹
فیلیپین	۰/۲۶۶ (۱۰/۰۲۹)	-۰/۳۳۱ (۱/۶۵۰)	۰/۹۶۰
پرتغال	۰/۲۸۶ (۲/۹۶۲)	-۱/۰۷۵ (۲/۲۲۹)	۰/۶۲۵
زامبیا	۰/۵۱۵ (۱/۵۶۲)	-۰/۶۱۸ (۵/۵۹۵)	۰/۸۲۲
تونس	۰/۲۵۲ (۱۱/۰۰۷)	-۰/۶۲۸ (۳/۸۷۷)	۰/۹۲۶
ترکیه	۰/۲۷۶ (۶/۳۹۶)	-۰/۳۱۰ (۱/۵۱۰)	۰/۹۱۶

اعداد داخل پرانتز قدرمطلق نسبت های t هستند.

مأخذ: (1986) Holthus and Stanzel محاسبات براساس تابع پس انداز  
 زیر انجام شده است:  
 $S = b_1 + b_2 GDP + b_3 F + U_1$   
 که در آن S پس انداز، GDP تولید ناخالص داخلی و F کسری حساب جاری است.



جدول ۲- انحرافات قیمتی در کشورهای در حال توسعه منتخب ۱۹۸۲

کشور	فروخ اوز	فروخ تورم	سرمایه	کار	انحراف کلی
مصر	جزئی	جزئی	متوسط	شدید	متوسط
بولیوی	شدید	شدید	شدید	جزئی	شدید
برزیل	جزئی	شدید	شدید	جزئی	متوسط
شیلی	شدید	شدید	شدید	شدید	شدید
کاستاریکا	جزئی	شدید	شدید	جزئی	متوسط
اکوادور	شدید	متوسط	متوسط	متوسط	متوسط
جامائیکا	متوسط	متوسط	شدید	شدید	شدید
یوگسلاوی	شدید	شدید	شدید	جزئی	شدید
کره جنوبی	جزئی	متوسط	متوسط	متوسط	متوسط
موروکو	جزئی	جزئی	جزئی	جزئی	جزئی
مکزیک	جزئی	شدید	شدید	جزئی	متوسط
پرو	جزئی	شدید	شدید	جزئی	متوسط
فیلیپین	متوسط	جزئی	متوسط	جزئی	جزئی
پرتغال	متوسط	شدید	شدید	شدید	شدید
زامبیا	جزئی	متوسط	شدید	شدید	شدید
تونس	جزئی	جزئی	جزئی	جزئی	جزئی
ترکیه	جزئی	شدید	شدید	جزئی	متوسط

Holthus and Stanzel (1986)

مأخذ:

جدول ۳- آمار بدهی‌های خارجی ایران (مزار دلار)

سال	موجودی بدهی کل*	کوتاه مدت	میان مدت	تراز بازرگانی
۱۳۵۹	۲۵۰۸	-	۲۵۰۸	۱۲۵۰
۱۳۶۰	۳۷۹۳	-	۳۷۹۳	-۱۳۰۷
۱۳۶۱	۸۲۳۷	۲۷۶۹	۳۴۶۸	۷۹۰۰
۱۳۶۲	۷۱۰۷	۲۱۳۹	۲۹۶۸	۳۴۸۰
۱۳۶۳	۵۱۶۰	۲۷۰۳	۲۴۵۷	۲۳۵۸
۱۳۶۴	۶۰۵۷	۳۶۶۷	۲۳۹۰	۲۱۶۹
۱۳۶۵	۵۸۲۷	۳۲۱۲	۲۴۱۳	-۳۴۱۲
۱۳۶۶	۶۱۲۲	۳۸۶۲	۲۲۸۰	-۸۹
۱۳۶۷	۵۸۳۱	۳۷۷۶	۲۰۵۵	۱۰۱
۱۳۶۸	۶۵۱۸	۲۶۵۷	۱۸۶۲	-۳۶۷
۱۳۶۹	۹۰۲۱	۷۲۲۲	۱۷۹۷	۹۷۵
۱۳۷۰	۱۱۵۱۱	۸۷۷۵	۲۷۳۶	-۶۵۶۰
۱۳۷۱	۲۳۱۵۸	۱۷۶۱۶	۵۵۴۲	-۱۲۰۷
۱۳۷۲	۲۲۷۳۷	۶۷۰۷	۱۶۰۳۰	۶۸۱۷
۱۳۷۳	۲۱۹۲۸	۲۵۳۶	۱۷۳۹۲	۵۵۸۶
۱۳۷۴	۱۶۸۳۵	۲۵۵۷	۱۲۲۷۸	۷۴۰۲
۱۳۷۵	۱۲۱۱۷	۳۲۸۹	۸۸۲۸	۲۲۵۸
۱۳۷۶	۱۲۰۸۹	۶۰۸۳	۸۰۰۶	-۱۱۶۸
۱۳۷۷	۱۳۰۹۱	۵۷۷۲	۷۳۱۷	۶۲۱۵

مأخذ: آمارهای بانک جهانی، OECD و نماگرهای بانک مرکزی.

\* شامل تعهدات احتمالی از جمله اعتبارات اسنادی گشایش یافته که کالای آن هنوز حمل نشده و همچنین بهره‌های آینده نیست. با احتساب تعهدات مذکور کل بدهی‌ها و تعهدات خارجی (قطعی و احتمالی) در خرداد ماه سال ۱۳۷۸ به ۲۲/۲۲ میلیارد دلار می‌رسد.

جدول ۲- نرخ ارز متوسط وزنی و شاخص قیمت‌های داخل و خارج

سال	شاخص قیمت شرکای تجاری	شاخص قیمت مصرف کننده	نرخ ارز متوسط وزنی ایران
۱۳۵۸	۶۲/۶	۱۵/۶	۲۶۲/۳
۱۳۵۹	۶۸/۰	۱۹/۳	۲۵۲/۳
۱۳۶۰	۷۳/۸	۲۳/۷۸	۲۳۱/۲
۱۳۶۱	۷۸/۱	۲۸/۳	۲۳۱/۵
۱۳۶۲	۸۱/۷	۳۲/۵	۲۲۳/۲
۱۳۶۳	۸۴/۹	۳۵/۹	۲۱۵/۵
۱۳۶۴	۸۷/۶	۳۸/۴	۲۰۷/۳
۱۳۶۵	۸۹/۴	۴۷/۵	۲۱۷/۵
۱۳۶۶	۹۰/۳	۶۰/۶	۲۲۱/۶
۱۳۶۷	۹۲/۳	۷۸/۱	۲۳۶/۶
۱۳۶۸	۹۵/۵	۹۱/۸	۲۹۹/۱
۱۳۶۹	۱۰۰/۰	۱۰۰/۰	۳۹۴/۲
۱۳۷۰	۱۰۵/۱	۱۲۰/۷	۵۱۱/۷
۱۳۷۱	۱۱۰/۰	۱۵۰/۱	۶۵۵/۱
۱۳۷۲	۱۱۶/۱	۱۸۴/۴	۸۹۰/۱
۱۳۷۳	۱۲۲/۳	۲۲۹/۳	۱۲۲۱/۷
۱۳۷۴	۱۳۱/۰	۳۷۲/۴	۱۷۲۵/۸
۱۳۷۵	۱۳۶/۹	۴۵۸/۸	۲۰۹۶
۱۳۷۶	۱۴۱/۵	۵۳۸/۲	۲۲۲۲/۷

منبع: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و محاسبات محقق.

جدول ۵- نرخ های سود بانکی و نرخ تورم

نرخ تورم	نرخ سود مورد انتظار تسهیلات				نرخ سود سپرده های سرمایه گذاری کوتاه مدت		
	صادرات	کشاورزی	مسکن و ساختمان	صنعت و معدن	یک ساله	کوتاه مدت	
۲۶/۶	۱۸ و بالاتر	۶-۹	۱۲-۱۶	۱۱-۱۳	۹	۶/۵	۱۳۷۰
۳۳/۳	۱۸ و بالاتر	۹	۱۲-۱۶	۱۳	۱۰	۷/۵	۱۳۷۱
۲۵/۳	۱۸ و بالاتر	۱۲-۱۶	۱۲-۱۶	۱۶-۱۸	۱۱/۵	۸	۱۳۷۲
۳۲/۳	۱۸ و بالاتر	۱۲-۱۶	۱۵	۱۶-۱۸	۱۱/۵	۸	۱۳۷۳
۶۰/۷	۱۸ و بالاتر	۱۲-۱۶	۱۵-۱۶	۱۷-۱۹	۱۲	۸	۱۳۷۴
۲۵/۱	۱۸ و بالاتر	۱۲-۱۶	۱۵-۱۶	۱۷-۱۹	۱۳	۸	۱۳۷۵
۹/۹	۱۸ و بالاتر	۱۲-۱۶	۱۵-۱۶	۱۷-۱۹	۱۳	۸	۱۳۷۶
۱۱/۶	۱۸ و بالاتر	۱۲-۱۶	۱۵-۱۶	۱۷-۱۹	۱۳	۸	۱۳۷۷
۲۳/۱	۱۸ و بالاتر	۱۲-۱۶	۱۵-۱۶	۱۷-۱۹	۱۳	۸	۱۳۷۸

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره بررسی های اقتصادی، نماگرهای اقتصادی، شماره های مختلف.

جدول ۶- شاخص های اقتصادی برای دو گروه کشورهای بدهکار بر حسب توان

بازپرداخت بدهی

متغیرها	۱۹۷۱-۵	۱۹۷۵-۸۰	۱۹۸۱-۸۲	۱۹۸۳-۵
نرخ رشد	۳/۷	۲/۵	-۰/۹	۱/۶
نسبت سرمایه گذاری به تولید	۶/۳	۶/۶	۵/۳	۴/۱
نرخ بهره	۱۷/۸	۱۸/۰	۱۷/۶	۱۳/۵
نسبت استقراض به تولید	۲۹/۴	۳۰/۹	۳۲/۰	۳۱/۹
گروه اول	-۱۵/۹	-۶/۸	۱۸/۹	۱۳/۱
گروه دوم	-۱۲/۳	-۴/۱	۱۶/۹	۱۲/۳
گروه اول	۲/۰	۲/۹	۵/۲	۱/۳
گروه دوم	۱/۱	۱/۷	۲/۶	۲/۱

Source: World Economic Outlook (1985).

۱- گروه اول کشورهای با مشکلات بازپرداخت بدهی.  
 ۲- گروه دوم کشورهای بدون مشکل بازپرداخت بدهی.

منابع

- Arida, Persio, Macroeconomic Issues for Latin America, Journal of Development Economics, Vol 13,2, 1986, pp. 34-56.
- Claessens, S. and I. Diwan, Investment Incentives: New Money, Debt Relief and Critical Role of Conditionality in the Debt Crisis, The world Bank Economic Review, Vol 4, 1991, pp.21-41.
- Cohen, D., Debt Relief: Implications of Secondary Market Discounts and Debt Overhangs, The world Bank Economic Review, vol. 4, 1991, pp. 43-52.
- Claessens, S. The Debt Laffer Curve: Some Estimates, World Development, Vol. 18, NO. 12, 1990, pp. 1671-1677.
- Dornbusch, R., Asian Crisis Themes. "Massachusetts Institute of Technology, February, 1998.
- Eaton, J. and L. Taylor, Developing Country Finance and Debt, "Journal of Development Economic", vol -22, 1986 pp. 209-65.
- Eaton, J. and M. Gersovitz, Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis "Review of Economic Studies", 13, 1981, pp. 289-309.
- Froot, Kenneth, Buyback, Exit Bonds and the Optimality of Debt and Liquidity Relief, International Economic Review, 3, 1989, pp. 49-70.
- Hanson, J.A. Optimal International Borrowing and Lending, American Economic Review, 12, 3, 1974, pp. 616-630.
- Hemmer, R. Fundamental Issues in the Search for Solutions to the International Debt Problem, Economics, vol 13, 1991, pp. 42-60.
- Holthus, M. and K. Stanzel, The Credit Standing of Developing Countries Criteria for Assessing External Debt, Economic, 1986, pp. 38-58.
- Mc Cabe, J. and D.S. Sibley, Optimal Foreign Debt Accumulation With Export Revenue Uncertainty, International Economic Review, 8, 1976, pp. 675-86.
- Nymoer, R. Finnish Manufacturing Wages 1960-1987: Real-Wage Flexibility and Hysteresis, Journal of Policy Modelling, vol 14, 4, 1996, pp. 429-451.
- Optimal Borrowing, Vol. 21, 1993, pp. 111-30.
- Onitsuka, Y. International Capital Movements and the Patterns of Eco-

conomic Growth, American Economic Review, vol. 5, 1974, pp.24-36.

Tamada, K. Optimal Capital Accumulation by an Economy Facing an International Capital Market, Journal of Political Economy, 1969, pp.684-97.

Weisskopf, T., The Impact of Foreign Capital Inflow on Domestic Savings in Undeveloped Countries, Journal of International Economics, 4, 1972, pp.25-38.

Wijnbergen, S., External Debt, Inflation, and the Public Sector, Toward Fiscal Policy for Sustainable Growth, The world Bank Economic Review, 4, 1991, pp.297-320.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی