سياسة الدين العام وخصائص الاقتصاد النفطي

الدكتور احمد إبريهي علي

تشرين الأول 2015

Public Debt Policy and the Characteristics of Oil Economy

Abstract

Dr. Ahmed Ibraihi Ali

The paper studies the interaction between deficit financing, monetary operations and financial markets that is to reconsider the concept of sovereign debt sustainability and the macroeconomic effects of debt monetization.

A framework of sovereign debt analysis is presented to help support effective debt policy, and management, in Iraq and the typical model of oil economy.

Term structure of interest rate spreads in relation with the sovereign credit rating, credit default swaps and the maturity of sovereign bonds have been thoroughly investigated.

The paper addresses the possibility and cost of debt rollover as the main determinants of external debt sustainability, in addition to the rollover task in the policy of internal debt. Also, sovereign bond yield spreads, of emerging market economies, over the interest rate of a risk- free debt instruments are presented in comparison with Iraq.

The indicators of debt burden and suggested limits of debt sustainability have been reviewed and assessed. Also, the Iraq- Paris club agreement for debt relief is presented and the bilateral debt restructuring based on.

The macroeconomic framework for development has to assess the path of debt sustainability through interlink between interest rate, growth rate of GDP, inflation and potential primary surplus of budget.

سياسة الدين العام وخصائص الاقتصاد النفطي

نبذة مختصرة

الدكتور احمد إبريهي علي

تدرس الورقة التفاعل بين تمويل العجز، والعمليات النقدية والأسواق المالية، وذلك لإعادة النظر في مفهوم استدامة الدين السيادي والآثار الاقتصادية الكلية لتنقيد الدين. وتم تقديم إطار لتحليل الدين السيادي لدعم سياسة وإدارة فاعلتين للدين في العراق والنموذج النمطي للاقتصاد النفطي.

ولقد جرت دراسة البنية الزمنية لانتشار اسعار الفائدة بالعلاقة مع التقييم الائتماني السيادي ومبادلات الفشل الائتماني وآجال السندات السيادية، وذلك على نحو شامل.

وتتناول الورقة فرص تدوير الدين وكلفة التدوير في تحديد استدامة المديونية الخارجية، بالإضافة إلى مهمة التدوير في سياسة الدين الداخلي. وكذلك عرضت انتشار السندات السيادية للبلدان الناهضة زيادة على اسعار الفائدة لأدوات الدين الخالية من المخاطر بالمقارنة مع العراق. ,ولقد جرت مراجعة وتقييم مؤشرات عبء المديونية والسقوف المقترحة لاستدامة الدين. وكذلك، درست الورقة اتفاق العراق مع نادي باريس لتخفيف الدين والاتفاقيات الثنائية لإعادة الهيكلة التي استندت إليه.

ومن الضروري للإطار الاقتصادي الكلي ان يقيم مسار استدامة الدين عبر التشابك بين سعر الفائدة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي والتضخم والفائض الأساسي للموازنة.

مقدمة:

تتناول هذه الورقة سياسة الدين العام وشروط الاستدامة المالية ضمن السياق الكلي، والتدابير الممكنة لخفض كلفة تمويل العجز وتسهيل إعادة التمويل. وكيف يؤثر حجم الدين وإدارته على أداء البنك المركزي لوظائفه الأساسية في إدارة السيولة وأسعار الفائدة وسعر الصرف. ولا شك أن عجز الموازنة بحجم كبير يجعل المالية العامة مهيمنة على خلق السيولة واسعار الفائدة ومؤثرة في عمل المصارف وتمثل فرصة مناسبة لاستحداث سوق لأوراق الدين لتعميق وتنويع السوق المالية في العراق. ومن المعلوم ان السياسة المالية يهمها تعزيز الثقة بوجود مقومات كافية لعدم الفشل في الوفاء بالالتزامات تجاه الدائنين. والبنك المركزي بدوره لا بد ان يتعاون للحفاظ على السيولة المطلوبة في سوق الدين.

لقد تطورت إدارة الدين الحكومي في العالم وعلاقة الجهة او الدائرة التي توكل إليها تلك المهام بكل من وزارة المالية والبنك المركزي والمصارف واسواق الأوراق المالية.

وفي العراق تمس الحاجة إلى تقييم الإمكانات الإدارية لهذه المهمة الخطيرة، والأسس القانونية والاقتصادية والمالية والنقدية التي تحكم الاقتراض الحكومي من الداخل والخارج .

وإن قواعد البيانات والتقارير الدورية واساليب التحليل الاقتصادي– المالي المتعارف عليها في هذا المجال بأدواتها المحاسبية والإحصائية كلها في غاية الأهمية للإدارة الحصيفة.

لقد أعدت مواد هذه الورقة لتسهيل الحوار حول تمويل عجز الموازنة العامة وإدارة الدين السيادي في العراق، وذلك بعد الانتفاع من دراسات وتقارير وثقت التجربة الدولية. ومراجعة السياسات المالية والنقدية ارتباطا بحركة الدين العام واسعار الفائدة على السندات الحكومية في ضوء المخاطر السيادية ،ومقاييس عبء الدين وعلاقة ثقل المديونية بتغير قيمة الدين في السوق المالية وتطور القدرة على الوفاء بالالتزامات. وقد دلت التجربة وخاصة منذ عام 2003 ان اداء وظائف الدولة المالية والنقدية على الوجه الأكمل يتطلب بناء قدرات كافية في الدوائر المختصة ذاتها وبالتدريب من خلال العمل. لأن الركون إلى لجان لمزاولة مهام تلك الدوائر واستشارات من خارجها يؤدي بمرور الزمن إلى إضعافها وهشاشة مجموع النظام. ولهذا الغرض تحاول الورقة إضاءة متطلبات البناء المؤسسي لسياسات وإجراءات الدين العام، وبيان أثر تغيرات اسعار الفائدة وعمل الأسواق المالية في قيمة الدين الحكومي وأعبائه المستقبلية.

إن طبيعة الموضوع والهدف العملي للورقة والبيئة المؤسسية التي تكتنف الدين العام في العراق اثرت في اختيار المقاربة، لبيان الأبعاد والآليات التي لم تظهر بارزة في العراق لحد الآن. وتطرح تقلبات المورد النفطي، والضغوط الاجتماعية والسياسية نحو رفع الأنفاق، الكثير من الأسئلة امام التحليل المالي والنقدي وما يفهم من تجارب الدول لتقديم إجابة عنها.

1. الدين الحكومى فى الإطار العام:

يقصد بالدين الحكومي، على الأغلب، دين الحكومة المركزية او الاتحادية او دين مجموع النظام الحكومي شاملا المستوى دون الوطني والمحلي او ما يسمى الحكومة العامة General Government . وقد يشمل الشركات العامة وسواها مما يتبع للدولة، ويتراكم الدين نتيجة تمويل عجوزات تلك الكيانات بالاقتراض. وإن المركز المالي للدولة محصلة لأوضاع جميع تلك الكيانات. وفي الولايات المتحدة الأمريكية تقترض الولايات وكذلك الحكومات المحلية دون الولايات. وفي عام 2008بلغت نسبة متوسط دين الولايات والمستوى المحلي إلى إيراداتها السنوية 131.2 بالمائة ونسبته إلى ضرائبها 191.7 بالمائة (7,p19). وتعمد بعض الدول إلى استحداث تشكيلات حكومية مستقلة في الشكل القانوني عن الموازنة العامة كي توكل إلى تلك الكيانات بعض مهام الأنفاق العام التي تمولها بقروض لا تظهر في جداول الدين الحكومي بحجة انها قائمة بذاتها. وفي العراق هذه الممارسة موجودة ولو في نطاق ضيق متمثلا بديون الشركات العامة وكذلك ديون الشركات النفطية وحكومة كردستان. اما المحافظات فلم تقترض على موازناتها من المصارف او السوق المالية لكنها قد تكون مدينة لمقاولين ومجهزين على موازناتها هي ولكن تبقى تلك الديون قليلة بحيث يمكن القول ان المحافظات لم تتورط بديون تؤثر على المركز المالي للدولة العراقية لحد الآن.

إجمالي الدين الحكومي يقصد به جميع المطلوبات على الحكومة والتي تتطلب مدفوعات فائدة واقساط دين. اما صافي الدين الحكومي فهو الإجمالي مطروحا منه الأصول المالية للحكومة دون الحقيقية. وفي الأدبيات المالية غالبا ما تذكر الميزانية العمومية للحكومة للتعبير عن مركزها المالي، حيث يمثل جانب الموجودات ما تملكه الحكومة من اصول مالية، بما فيها ودائعها المالية في المصارف الوطنية والأجنبية، وفي جانب المطلوبات فقرات الدين الإجمالي على الحكومة. وتضاف احيانا في جانب الموجودات أسهم الحكومة في الشركات غير الحكومية، في الداخل والخارج، وفي جانب المطلوبات أسهم القطاع الخاص والأجانب في الشركات الحكومية.

اما صافي دين القطاع العام فيشمل إضافة على ما تقدم صافي الموجودات الدولية والمحلية للبنك المركزي. وعلى هذا الأساس يكون صافي المركز المالي الدولي للقطاع العام مساويا لصافي الموجودات الأجنبية للبنك المركزي مطروحا منها صافي الدين الخارجي للحكومة والجهات التابعة لها. وعلى هذا الأساس يؤثر حجم الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي في تقدير السوق المالية الدولية للجدارة المالية للحكومة. ووفق مفهوم الميزانية الموحدة Consolidated للقطاع العام تصبح جميع موجودات ومطلوبات الحكومة وتوابعها والبنك المركزي في ميزانية عمومية موحدة Consolidated ويختفي تبعا لذلك دين البنك المركزي على الحكومة كما تختفي ديون الحكومة على الجهات التابعة لها وبالعكس.

وتنطلق دراسة الدين الحكومي عادة من عجز(فائض) الموازنة العامة وهو التدفق Flow الذي يعدل المركز المالي الذي تبين في مفهوم الميزانية العمومية آنفا. وتبين المتطابقة التالية ببساطة عملية التعديل المشار إليها آنفا.

$$BD_t = (B_t - B_{t-1}) + (TB_t - TB_{t-1}) + (CBC_t - CBC_{t-1}) \quad \ldots(1)$$

والرموز هي: عجز الموازنة (BD) ؛ سندات الدين الحكومي في حوزة القطاع الخاص والأجانب (B)؛ حوالات الخزانة في حوزة القطاع الخاص والأجانب (TB) ؛ دين البنك المركزي على الحكومة CBC ؛ t الزمن بالسنة. والطرف الأيمن من تلك المتطابقة يشمل جميع الأصول المالية للدين الحكومي والتي لها دور تزايدت اهميته في الأسواق المالية الدولية والوطنية كما سيتضح.

العجز الأساسي للموازنة العامة هو الفرق بين مجموع الأنفاق مستبعدا منه مدفوعات الفائدة لخدمة الدين لنفس الفترة والعجز الكلي هو العجز الأساسي بعد إضافة مدفوعات خدمة الدين إليه تلك. ويفهم من هذا التعريف أن اقساط القروض توفى من الفائض الأساسي. ومفهوم الفائض الأساسي محوري في دراسة استدامة الدين والمالية العامة، وتفترض الاستدامة المالية إمكانية توليد فوائض اساسية، خلال دورة مالية طويلة الأمد، تكفي لسداد الديون. وعندما ينظر إلى العجز الحكومي ضمن متطابقات الاقتصاد الكلي للتدفقات تعبر عنه العلاقة الواضحة التالية:

$$(G-T) = (S-I) - (X-M) \quad \ldots(2)$$

حيث G الأنفاق الحكومي ؛ T الإيرادات صافية من التحويلات ؛ S الادخار الخاص ؛ I الاستثمار الخاص؛ X صادرات السلع والخدمات والمقبوضات الجارية الأخرى؛ M الاستيرادات من السلع والخدمات والمدفوعات الجارية الأخرى. ويعبر المقدار يسار المتطابقة عن العجز الحكومي الأساسي وعندما تضاف مدفوعات الفائدة تكون النتيجة هي العجز الكلي. ويمكن النظر إلى المتطابقة اعلاه بأنها تعبير مكثف عن العلاقة بين المالية العامة (G-T) من جهة وكل من القطاع المالي الخاص معبرا عنه بصافي ادخاره (S-I) والقطاع المالي الخارجي الذي يلخصه ميزان المدفوعات الجارية (X-M) . وإن إدارة الدين ضمن سياسات الاقتصاد الكلي تنطلق من هذه المتطابقة وتنظر في سلوك هذه المتغيرات بالعلاقة فيما بينها وعلاقاتها السببية ضمن منظومة المتغيرات الكلية التي تشمل اسعار الصرف والفائدة والمستوى العام للأسعار وتشغيل القوى العاملة.

ويميز عادة بين العجز الدوري Cyclical Deficit والعجز البنيوي Structural Deficit و يظهر الأول في حضيض دورة الأعمال عندما تزداد البطالة وتزداد نفقات شبكات الحماية الاجتماعية وتعويضات البطالة في البلدان الغربية وفي نفس الوقت تنخفض إيرادات الضريبة هناك لانخفاض الدخل الشخصي الخاضع للضريبة وارباح الشركات. وفي مقابل العجز الدوري هناك فائض دوري يظهر في ذروة الازدهار حيث ينخفض الأنفاق الاجتماعي وتزداد الإيرادات. اما العجز البنيوي فهو زيادة النفقات على الإيرادات عبر الدورات. وهنا ايضا يستخدم مفهوم الفجوة المالية باتجاه الزيادة في الإيرادات او خفض النفقات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في الأمد البعيد لتامين التوازن المالي. وفي العراق تناظر تقلبات سعر النفط دورة الأعمال في بلدان اخرى إلا انها اعنف كما ان المالية العامة يتماثل سلوكها في الأزمات المالية Financial Crises ودورات الأعمال وتقلبات الإيراد النفطي في عناصر عدة. وهكذا تعمق دراسة التحارب في سياقات مختلفة فهمنا لآليات عمل

الاقتصاد في اي مكان في العالم وبمختلف مستويات التطور الاقتصادي والمالي وتساعد البناء المؤسسي لمواجهة تمويل العجز وإدارة الدين.

يعني الإفلاس أن قيمة المطلوبات للغير تفوق قيمة الموجودات أي ان الثروة التي بحوزة المؤسسة لا تكفي لتغطية التزاماتها، ومن الصعب انطباق هذا المفهوم على الحكومة لأن لها سيادة على الثروات الخاصة وإن لم تكن من ملكيتها في القانون. ولذلك يقال ان الحكومة تواجه عجز في السيولة عندما تصبح في حالة إعسار، لبعض الوقت، اي ان الموجودات النقدية والأصول الجارية الأخرى وما يمكن تسييله في المدة المعينة لا يكفي لمواجهة طلبات الدائنين، هذا في الداخل. لكن الأمر تجاه الخارج يختلف فيمكن القول ان الحكومة تعاني مشكلة سيولة او مفلسة بمعنى لا تستطيع الوفاء بالتزاماتها الخارجية لأن العبرة بما يتوفر لديها من موجودات قابلة للتحويل إلى وسائل دفع دولية وليس بمجموع الثروة الوطنية. اما ما يشاع هذه الأيام بالقول ان الحكومة العراقية تواجه مشكلة سيولة فهذا خطا بل هو عجز مالي في اساسه اي عدم كفاية الإيرادات لتغطية النفقات.

عندما يستمر العجز لسنوات ويتراكم الدين الحكومي تتعقد التفاعلات بين الموازنة العامة والعمليات والسياسات النقدية باتجاه المزيد من الهيمنة المالية على القرار النقدي . وفي العراق والدول المماثلة تتخذ تلك الهيمنة ابعادا اخرى. إذ تكون عمليات العملة الاجنبية من المصدر النفطي، في الوضع الاعتيادي، حاكمة للأساس النقدي بينما يظهر العجز اهمية الدين الحكومي في الميزانية العمومية للبنك المركزي. ومع تعاظم حجم الدين يواجه البنك المركزي التعارض بين سعر الفائدة المنسجم مع اهداف السياسة النقدية وكلفة نفقات الدين التي تحاول وزارة المالية تحجيمها .ولهذا التعارض ارتباط مع سلاسة او صعوبة تدوير الدين وتكاليف التدوير التي تعرف بمجموع مبالغ الفائدة على الإصدارات عند إطفاء الدين القديم بآخر جديد.

ومع وجود دين حكومي كبير يتأثر سوق المال بتدخل جهتين :السلطة المالية التي تزاول سياسة الدين الحكومي والبنك المركزي الذي يلتزم اهداف السياسة النقدية. وقد تتلاشى شيئا فشيئا خطوط التخصص وتقسيم العمل التي يعبر عنها استقلال البنك المركزي نتيجة الضغوط السياسية والاجتماعية لانحسار المورد النفطي. خاصة وأن البيئة السياسية والمزاج الاجتماعي يؤثران في مواقف خبراء الدولة وكوادرها إزاء المشكلات الاقتصادية والمالية. وفي الوضع الاعتيادي هناك فصل واستقلال في وظائف ومسؤوليات واهداف كل من المؤسستين، النقدية والمالية العامة، لكن الأزمات الحادة تغير البيئة السياسية لعمل اجهزة الدولة لتهيمن المالية العامة على الصيرفة المركزية. ونشير هنا الى المقصود بالهيمنة المالية اصطلاحا بأن العمليات المرتبطة بالموازنة من إنفاق حكومي وكيفية تمويله والعجز والمخاطر الناجمة عن الدين السيادي وعدم التأكد بشأن مستقبل سعر الفائدة هي بمجموعها تجعل البنك المركزي مكبلا في سياساته تجاه المصارف والأسواق المالية والائتمان.

وعندما يكون سعر النفط مرتفعا، فوق 80 دولار للبرميل مثلا، وكمية الصادرات كافية، وعند الإصرار على الأنفاق بما يسمح به المورد النفطي، ماليا، يكون البنك المركزي، ايضا، تحت الهيمنة النفطية- المالية لأنه لا يستطيع التأثير كثيرا في الطلب الكلي والمستوى العام

للأسعار. وشهد العراق تلك التجربة في السبعينات وما بعد عام 2003 حتى انهيار سعر النفط والأزمة المالية العالمية عام 2008.

يمثل الاقتراض الداخلي عام 2015 بداية لمرحلة جديدة في المالية العامة والإدارة الاقتصادية وعمل البنك المركزي وهي مرحلة قد تطول. وربما تتفاقم الآثار السلبية مع بطء الاستجابة حيث يأتي تعديل السياسة متأخرا. ومن الضروري التنبيه إلى ان عمل الحكومة والبنك المركزي وتدخلهما في السوق المالية ينحرف عن الكفاءة وتنجم عنه اضرار ما لم ترفع المؤسسات المعنية استعدادها للمواكبة على مدار اليوم والساعة بإجراءات خبيرة وحصيفة.

ومن المعلوم ان إدارة الدين الحكومي تحاول إدامة الوصول للأسواق المالية لتمويل العجز وتدوير الدين وخفض تكاليفه، وتتخذ لخدمة هذا الهدف مختلف التدابير لتقليل المخاطر، وتطوير اسواق دين حكومي بسيولة كافية (1, P 7) . ويرى البعض أن من الأسباب المهمة لتقدم بريطانيا على سواها من بلدان اوروبا الغربية في القرن التاسع عشر إدارتها المتقنة للدين العام. لأن النظام هناك احترم مصالح الدائنين بتسديد الاستحقاقات والحفاظ على القوة الشرائية للدين او دون تدهور قيمته كثيرا. وبذلك يطمئن المقرضون فتكون اسعار الفائدة على الدين الحكومي منخفضة وتبقى تكاليف الدين ضمن المدى المقبول (1, P8).

في العراق يتولى البنك المركزي الجوانب الإجرائية في إدارة الدين الحكومي وكذلك الحال في كثير من الدول فهو الذي يعقد المزادات ويقوم بالتسويات . وهذه الوظيفة تساعد على التنسيق بين السياسة النقدية وسياسة الدين الداخلي خاصة عندما يكون البنك المركزي هو المستشار المالي للدولة فعلا، بحيث لا يفاجأ بقرارات تبنتها السلطة المالية باستشارة جهة اخرى.

وعند وصول إدارة الدين إلى كمالها واتجهت نحو الأجل البعيد في التمويل يستطيع البنك المركزي العمل بحرية اكبر طالما يهتم بالسيطرة على بنية سعر الفائدة للأمد القصير. لكن المعروف ان الأزمة المالية الدولية الأخيرة سلطت الضوء على اهمية وجود سياسة تؤثر على اسعار الفائدة في الأمد البعيد عدا الإدارة الحكومية للدين، وبذلك لا يستطيع البنك المركزي التخلي عن الاهتمام بسعر الفائدة للأجل البعيد .

واتجهت دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إلى تحويل تنفيذ استراتيجية الدين إلى دوائر إدارة الدين العام والأخيرة مستقلة لكنها تحت الأشراف العام لوزارات المالية.

تقليديا إدارة الدين لا تحمها سياسة قائمة بذاتها من بين سياسات الاقتصاد الكلي، بل تابعة للسياسات المالية والنقدية. وهي طبعا مهمة للسياسة المالية لأن وظيفتها الأساسية إدارة نفقات خدمة الدين فتسهم في ضمان الفضاء المالي المناسب في الأمد القصير وإدارة المخاطر المالية في الأمد البعيد. ولها علاقة وثيقة بالسياسة النقدية طالما تؤثر إدارة الدين في مركب الأصول المالية المتاح للجمهور بين ادوات الأمد القصير النقدية وسندات الحكومة ذات الأمد البعيد (3, P 4) .

لقد ظهر اتجاه نحو استقلال إدارة الدين بصفتها سياسة اقتصاد كلي لها ادواتها واهدافها. وقد بدء هذا الاتجاه في نيوزيلندا في الثمانينات وبعد ذلك في اوروبا للانسجام مع العهد الأوربي للنمو والاستقرار خوفا من تجاوز نفقات الدين للحدود المقبولة. وذلك عندما واجهت بلدان مثل فرنسا وبلجيكا وايرلندا والبرتغال مديونية ثقيلة حينها.

وفي بريطانيا اخرجت إدارة الدين من بنك انكلترا استنادا إلى تحاشي تناقض المصالح لأن لكل من السياستين اهدافها. والتناقض بين إدارة الدين والسياسة النقدية واضح كون اهداف الأولى خفض نفقات تدوير الدين ولذلك تتحيز لأسعار فائدة منخفضة بينما الثانية تستهدف التضخم ما يتطلب اسعار فائدة مرتفعة. وقد لا تكون هذه الارتباطات واضحة في العراق الآن ولكنها معروفة في بلدان اخرى وسبق في العراق ايضا أن رفع البنك المركزي سعر الفائدة فوق 20 بالمائة مع سعر صرف ثابت او متناقص وذلك على فرض وجود العلاقة العكسية بين التضخم وسعر الفائدة.

2. عبء الدين و مقاييس الاستدامة:

ينسب رصيد الدين إلى القدرة على السداد التي يمثلها الناتج المحلي الإجمالي لأنه مقياس الإمكانية الاقتصادية الكلية؛ او إلى إيرادات الموازنة العامة ؛ او صافي القيمة الحالية للدين إلى إيرادات الموازنة. والأخير يلخص اثر النمط الزمني للسداد فالدين الذي يسدد في 20 سنة قيمته الحالية اقل منها عندما يسدد في عشر سنوات. وايضا اسعار الفائدة على الدين، أن كانت اقل او اكثر من سعر الخصم، في الحالة الأولى تكون القيمة الحالية أدنى من القيمة الحاضرة لحظة الابتداء و العكس في الحالة الثانية. ويقاس عبء الدين الخارجي، ايضا، بنسبته إلى الصادرات او القيمة الحالية للدين الخارجي إلى الصادرات؛ وتعد نسبة الديون قصيرة الأمد إلى الاحتياطيات الدولية من المؤشرات المهمة في سياسة المديونية الخارجية. واحيانا يضاف دين القطاع الخاص للجهات الأجنبية المضمون من الحكومة في بسط جميع النسب.

ومن بديهيات الحساب إذا كان سعر الفائدة الحقيقي ادنى من معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي فإن نفقات الخدمة لحجم معين من الدين تنخفض نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي وهذا يعزز الاستدامة. ولا تكفي هذه النسب للتعرف على استدامة الدين، ويتطلب التحليل الشامل اعداد تقديرات مستقبلية للموازنة العامة وميزان المدفوعات وإضافة تدفقات المديونية ومتابعتها إلى نهاية آجال الدين الحالي لفهم شروط الاستدامة وآثار المديونية. وتكون التدفقات في ميزان المدفوعات شاملة لحركات رأس المال والتدفقات المالية لمعرفة التغير في الاحتياطيات الدولية في السنوات المشمولة بالتقديرات. كما ان تحليل استدامة المديونية لا يقتصر على الديون القائمة لحظة الابتداء إنما القروض المستقبلية. وينتهي التحليل إلى بيان مدى تجاوز الدين للقدرة على السداد ثم اقتراح المعالجات ومن بينها خفض المديونية للبلدان الفقيرة او متوسطة الدخل بتعاون الدائنين، ومنهم دول نادي باريس والدول الأخرى، بل وحتى القطاع الخاص يضطر إلى قبول خفض ديونه على الدولة المعسرة في سياق ما يسمى إعادة الهيكلة.

وتؤخذ في تحليل استدامة الدين مؤشرات الهشاشة ومنها: تركز الصادرات ويقاس بنسبة مساهمة سلعة واحدة من مجموع قيمة الصادرات، وفي حالة العراق النفط حوالي 99 بالمائة، وايضا تؤخذ نسبة مساهمة ثلاث سلع من مجموع قيمة الصادرات؛ وتغير قيمة الصادرات والذي يقاس بالانحراف المعياري ونسبته إلى المتوسط (معامل الاختلاف) خلال العشر سنوات الماضية؛ وكذلك نسبة العجز في ميزان المدفوعات إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ وتغطية الاحتياطيات الدولية للاستيرادات بعدد الأشهر؛ ونسبة العجز الأساسي في الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي إضافة على ما تقدم من مؤشرات.

ولمؤشر نسبة القيمة الحالية للفوائض الأساسية المستقبلية إلى الدين القائم حاليا قيمة اكاديمية عالية. أي أن الاستدامة تعرف بإمكانية توليد فوائض اساسية primary في المستقبل بحيث عندما تخصم تلك الفوائض وتجمع لتكون بقيمتها الحالية تكافئ قيمة الدين العام لحظة الابتداء او تزيد عليه. وبهذا المعنى تكون الاستدامة المالية في الأمد البعيد مشروطة بعدم تجاوز الأنفاق للإيرادات مع اخذ الزمن والقيمة الزمنية للنقود بالاعتبار عند مقارنة فوائض في المستقبل لتسديد ديون قائمة حاليا .

ويستفاد من الوقائع ان اغلب البلدان المدينة لا تتحرر من دينها والناجحة منها هي التي تتمكن من الحفاظ على حجم الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي ضمن النطاق الآمن دون الوصول إلى الفشل كما في حالة اليونان وبلدان امريكا اللاتينية، الأرجنتين والبرازيل والمكسيك في الثمانينات، والأرجنتين مطلع القرن الواحد والعشرين. وغالبا ما يشار إلى رغبة الحكومة بالتسديد فعلا والتي قد تفوق اهمية إمكانية التسديد.

ولا تعد نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي لوحدها دليلا على خطر الفشل في التسديد أو تعثر إعادة التمويل. فقد ازدادت هذه النسبة في اليابان إلى اكثر من 240 بالمائة بأجمالي الدين، وربما حوالي 150 بالمائة بالصافي، ومع ذلك لم تتزعزع الثقة بقدرة الحكومة اليابانية على استدامة المديونية والوفاء باستحقاقات الدائنين وحفظ حقوقهم. بينما فشلت دول امريكا اللاتينية، البرازيل والمكسيك، في الثمانينات مع نسب دين إلى الناتج المحلي الإجمالي بحدود 50 بالمائة.

ومن الصعب على الحكومات الالتزام بسقف للمديونية إلا اضطرارا ويذكر ان الكونغرس عدل سقف المديونية 90 مرة منذ عام 1940 ولم تأتي كل تلك التعديلات نتيجة لتغيرات الأسعار واسعار الفائدة والثقل النسبي للدين. ومن تلك التعديلات عشر مرات بين عامي 2001 و2014. واحيانا يقصد من سقف الدين الضغط على الحكومة لخفض الأنفاق.

في البلدان النامية نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي ادنى مما هي عليه في البلدان المتقدمة بفارق كبير، بينما تصنف بجدارة ائتمانية اوطأ. ويفسر التباين، آنف الذكر، بالحد المالي المنخفض في البلدان النامية مقارنة بالمتقدمة. ويعرف الحد المالي بأقصى دين تستطيع الحكومة او ترغب بخدمته .

ومن اهم العوامل المؤثرة في الحد المالي القدرة على تحصيل إيرادات وهي مرتبطة بالمعدل الأقصى للضريبة الذي تستطيع حكومة البلد النامي فرضه وتحقيقه، والذي يعتمد على فاعلية المؤسسات والإرادة السياسية (15, P13) . وتوجد فرصة لزيادة الإيراد الضريبي في العراق، مع عدم إغفال خفض الأنفاق وهو العنصر الثاني في تعيين الحد المالي.

ولا يختلف مفهوم الحد المالي Fiscal Limit عن الفضاء المالي Fiscal Space لكن الثاني ينظر للأمر من زاوية المديونية. وفي إدارة المديونية الخارجية يزداد الاهتمام بميزان المدفوعات وسعر الصرف الحقيقي للعملة الأجنبية فعندما ينخفض سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية ترتفع تكاليف خدمة الدين الأجنبي نسبة إلى الإيرادات المتحصلة من الضرائب على النشاط الداخلي، دون المتجه للخارج، وتبعا لذلك ينخفض الحد المالي. ويقال الشيء نفسه مع عجز كبير في ميزان المدفوعات إذ تتنافس في هذه الحالة نفقات خدمة الدين الخارجي مع اشكال الطلب الأخرى على العملة الأجنبية

استدامة المالية العامة واستدامة الدين العام مفهومان متداخلان تحليلهما معقد وينطلق من المسار المتوقع لعبء الدين معبرا عنه بنسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى جانب نسبته من إيرادات الموازنة العامة. وملاحظة مكوناته مثل الدين الخارجي إلى جانب الداخلي او الدين حسب الآجال... وكيف يتطور عبء الدين في المستقبل في سيناريو اساسي وسيناريوهات بديلة وتحليلات للحساسية لمعرفة اثر الزيادات او الانخفاضات ذات الطابع الاستثنائي على عبء المديونية. ومحاولة اكتشاف العلاقة بين حجم الدين وسهولة تدويره.

والمهم ضمان استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي او انخفاضها وبذلك تكون استدامة الدين واستدامة المالية العامة ممكنة. والمشكلة عندما يواجه الاقتصاد حالة عدم إمكانية زيادة الفائض الأساسي، سياسيا او اجتماعيا، لمواجهة نفقات خدمة الدين الخارجي عند ذاك يصبح الإفلاس لا مفر منه والحل في إعادة هيكلة المديونية. أما عند ملاحظة زيادة المديونية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي وتوجد فرصة، سياسيا واجتماعيا ، لزيادة الفائض الأساسي لحل المشكلة يقال الدين مستدام، لكن عدم الاستدامة باقية في السياسة المالية (20, P6).

ولأن الفائض الأساسي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي من اهم المتغيرات في دراسة الاستدامة فمن المفيد للسياسة المالية معرفة محدداته من التجربة الدولية وقد تبين: إنه يرتبط إيجابيا بالمديونية وهو المتوقع وهذا الارتباط يعكس تماثل السياسات وهو ليس انعكاسا لعلاقة سببية إذ لا بد للحكومة من الاستعداد لمواجهة نفقات خدمة الدين بزيادة الفائض الأساسي. ويزداد الفائض الأساسي خاصة عندما يجتاز الدين عتبة 78 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي وهو مؤشر مستمد من بيانات 50 دولة في تلك السنوات. كما يرتبط الفائض الأساسي طرديا بمعنوية إحصائية مقبولة او عالية مع نسب التبادل التجاري والنشاط الاقتصادي والتضخم والإيرادات.

ومن المعلوم ان النسبة المرتفعة للدين إلى الناتج المحلي الإجمالي تجعل الاقتصاد اكثر عرضة لمخاطر تدوير الدين لأن ارتفاع سعر الفائدة يرفع نفقات خدمة الدين ويستدعي فائضا اساسيا اكبر وعندما تتعذر زيادة الفائض الأساسي ينمو حجم الدين ويقترب الاقتصاد من احتمال الآزمة.

وترتبط استدامة المديونية بالقدرة على تدوير الديون، والفشل هو لحظة تعثر التدوير (4, P 4) . وتدل صعوبة التدوير على الجدارة الائتمانية الواطئة للجهة المقترضة في تقدير المقرض المحتمل. و قد لا يصل تراجع الجدارة الائتمانية إلى حد العجز التام عن الاقتراض بيد أن كلفة الدين ترتفع كثيرا ومن هذه الزاوية تصبح الاستدامة مهددة ايضا كما حصل لليونان. ولأن كلفة الاقتراض مهمة بالمعنى آنفا تقترض الحكومات من سوق الأمد القصير لكون اسعار الفائدة منخفضة ولذلك تحتاج إلى تدوير الديون بصفة مستمرة وبحجوم كبيرة. وفي كل الأحوال للبنك المركزي الدور الكبير في ضمان تدوير الدين الحكومي الداخلي عبر تيسير السيولة ومراكمة المزيد من أدوات الدين الحكومي ضمن موجوداته.

وايضا عندما تمول مشاريع استثمارية بديون قصيرة الأجل ويتطلب تنفيذ المشروع مدة خمس سنوات، مثلا، هنا لا بد من إعادة الاقتراض لسداد المستحقات من الديون لحين إنجاز المشروع وحتى بعد الإنجاز لا يكفي صافي الإيراد السنوي عادة لإطفاء كل الديون المستحقة.

وعندما تسدد الفوائد بقروض جديدة فأن حجم الدين الابتدائي يزداد بمعدل نمو سنوي هو سعر الفائدة وإذا كان سعر الفائدة اعلى من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي فأن النظام المالي سيصل إلى نقطة الفشل يوما ما. اما ان كان سعر الفائدة اقل من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي سينخفض عبء الدين تدريجيا حتى مع عدم التسديد من إيرادات الموازنة.

ومن الأفضل للسياسة المالية مقاومة التورط بدين يصعب تدويره في الأوضاع الاستثنائية. ومن غير الموضوعي توقع إمكانية تحقيق فوائض اساسية لمدة طويلة من الزمن لإطفاء الديون. لأن فائض الموازنة العامة بحجم كبير لم يحصل إلا لعدد قليل من البلدان النفطية وهي الخليجية (السعودية والكويت والأمارات العربية). اما الفوائض الآسيوية فهي في موازين المدفوعات الخارجية وليست في الموازنة العامة. ومن الصعب على العراق ضبط الأنفاق لأحراز فائض كبير يدوم لأكثر من خمس سنوات.

وفي دراسة مسحية غطت 87 دولة وجد ان 20 بالمائة منها استطاعت تحقيق فائض اساسي يزيد على 5 بالمائة لمدة خمس سنوات او اكثر (20, P8). وفي بعض تلك الدول ارتبطت الفوائض بعوامل خارجية لا دخل للسياسة المالية بها، واضطرت بعض الدول على إنقاذ فوائض اساسية لسداد نفقات خدمة الدين.

ولا زالت ادبيات سياسة الدين العام لم تصل بعد إلى تحديد اصطلاحي للمفردات للدلالة على عتبة الاستدامة او مستوى استقرار الدين في الأمد البعيد. إضافة على تأثير اوضاع السوق المالية واسعار الفائدة والضمانات، ومزاج السلطات النقدية، وأجواء السياسة الحزبية في البلدان المتقدمة وأصدائها في عالم الدول النامية والناهضة. إذ كان في عام 2011 المدى الأقصى للمؤشر الإرشادي للدين القابل للاستدامة في دول ناهضة مختلفة الأوضاع الاقتصادية والمالية يتراوح بين 35 بالمائة إلى 77 بالمائة بينما في البلدان المتقدمة بين 80 بالمائة إلى 192 بالمائة (20, P12) .

وتتأثر المؤشرات الارشادية لاستدامة المديونية بالتجربة الفعلية للدول وفي عام 2003 ، على سبيل المثال، تبنى تقرير آفاق الاقتصاد العالمي نطاق استدامة الدين للبلدان المتقدمة بين 100 بالمائة إلى 150 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، وفي البلدان الناهضة 35 بالمائة إلى 75 بالمائة. وسميت النسب 80 بالمائة في البلدان المتقدمة و 50 بالمائة للبلدان الناهضة بالعتبات، والمقصود عند تجاوز المديونية لتلك النسب قد ينطوي الدين الحكومي على مشكلات لابد للسياسة المالية التحسب لها.

وفي عام 2010 كان تقرير آفاق الاقتصاد العالمي يميل إلى اقتراح 60 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي مؤشرا لمستوى استقرار الدين في الأمد البعيد للبلدان الناهضة والمتقدمة. ولقد تجاوزت البلدان المتقدمة والناهضة هذا المؤشر كثيرا آنذاك وفي السنوات اللاحقة ابتعدت البلدان المتقدمة والأوربية عنه كثيرا وتمادت حتى بروز ازمة الديون السيادية. وفي حين وضع 80 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي حدا لاستدامة المديونية في البلدان الناهضة وظهرت اثنان من البلدان قد تجاوزت ذلك الحد، رفع مستوى الاستدامة إلى 200 بالمائة للبلدان المتقدمة ربما رغبة لاحتواء تجربة اليابان وتبينت فيما بعد صعوبة تعريف حد الاستدامة بمؤشر يناسب الجميع بدليل ما حصل فيما بعد.

و لا تقدم هذه النسب معلومات إرشادية ذات اهمية في سياسة الدين السيادي سوى ان المخاطرة تزداد مع ثقل الدين مقاسا بالناتج المحلي الإجمالي. وكذلك التمييز بين البلدان المتقدمة والتي تحظى ديونها بثقة السوق، والبلدان النامية حيث اسواقها المالية محدودة الحجم والأدوات ويستشعر المستثمرون زيادة الخطر مع زيادة مديونيتها وتاريخ تعاملها مع السوق المالية.

والقول بوجوب ارتفاع الفائض الأساسي مع ارتفاع نسبة المديونية لا يضيف معرفة لأن نفقات خدمة الدين، من فوائد و أقساط، ترتفع مع زيادة حجم المديونية وتسدد من الفائض الأساسي. اما القاعدة التي تكررت الإشارة إليها، آنفا، وهي ان القيمة الحالية للفوائض الأساسية في المستقبل يجب ان تساوى حجم الدين الحالي فلا تستحق تسميتها نظرية بل هي شرط حسابي من البديهيات.

وهناك نموذج نظري من زاوية سهولة تدوير الدين يقوم على المقارنة بين فرق سعر الفائدة عن نمو الناتج المحلي الإجمالي مضروبا بحجم الدين مع نسبة الفائض الأساسي إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتعرف نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي المستقرة عند التساوي بينهما (20, P44) . اما حد الاستدامة فيتعين عند توقف التدوير او بتعبير آخر يصبح سعر الفائدة مرتفعا جدا للحصول على ديون جديدة لإطفاء الديون القديمة.

من استقراء حوادث او نوبات المديونية بين عامي 1970 و 2008 يتضح ان مشكلاتها ارتبطت بواحدة او اكثر من الصدمات التي ترفع من ثقل الدين نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي او إلى عوائد الصادرات او زيادة كلفة تدوير الدين. واهمها التغيرات الحادة في أسعار الصرف، والتضخم، وازمات المصارف او انخفاض عنيف في نسب التبادل التجاري، وانخفاض اسعار الصادرات ضمن هذه الفئة، وانخفاض معدل نمو الناتج عن المستويات التاريخية (20, 49).

التحليلات المتفائلة تتبنى عادة فرض استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في المستقبل القريب، أي ان لا تبتعد كثيرا عما وصل إليه الدين لحظة استشراف المستقبل وإعداد تحليل الاستدامة DSA . لكن المفاجآت لا يمكن التغاضي عنها وهي الأساس في تحليل المخاطرة ومنها العوامل التي مر ذكرها وتكون عادة سببا في مشكلة المديونية إضافة على المطلوبات الطارئة، أي الالتزامات المشروطة مثل ضمانات لقروض شركات حكومية اخفقت او في بعض الدول تعهدات حكومية لدائني القطاع الخاص الوطني من الأجانب، وهذه المطلوبات لم تكن محتملة عند حساب الاستدامة وهي بحجم مؤثر .

تعبير مستوى الدين بعيد الأمد يفترض أن هناك نسبة دين إلى الناتج المحلي الإجمالي يقترب منها الاقتصاد ويميل إلى الاستقرار عليها طالما هي ادنى من اقصى نسبة دين مستدامة. والاخيرة معرفة بأقصى حجم للدين قبل الضيق والشدة Distress التي تواجه إدارة الموازنة العامة في تدوير الدين او الوفاء بالالتزامات.

مفهوم الدخل الدائم من المورد النفطي يقوم على اعتماد سعر للنفط يقارب متوسط الأمد البعيد يقدر على اساسه الدخل النفطي الذي يخصص للموازنة وما زاد على ذلك ايام الانتعاش النفطي يوضع في صندوق للاستقرار المالي. وقد وجد الباحث (التمويل والتنمية وسعر الصرف في اقتصاد نفطي، الفصل الثاني) أن سعر النفط للأمد البعيد حوالي63 دولار عام 2016 بدولارات عام 2013 من الاتجاه العام للسعر بين عامي 1970 و 2013 وعند

إضافة البيانات الأخيرة ينخفض بعض الشيء ويتأثر قليلا بنقطة الابتداء عام 1974 او 1970. ومفهوم الدخل النفطي الدائم يفترض استثمار اموال صندوق الاستقرار في الخارج، وعادة بأدوات الاستثمار المالي لضمان السيولة، ولهذا لا تستثمر أموال صناديق الاستقرار في الاستثمار الحقيقي. ومما يقترح في هذا السياق تخصيص ما زاد من إيرادات النفط عند ارتفاع سعره بين نفقات المديونية وصندوق الاستقرار. لكن العراق لا يستطيع تكييف الأنفاق العام باعتماد سعر النفط للأمد البعيد، وليس من المعقول انتزاع جزء من موارد النفط يستثمر في الخارج بأسعار فائدة منخفضة والاقتراض، في نفس الوقت، لإدامة المستوى الضروري من الأنفاق العام.

توصف البلدان الغنية بالموارد الطبيعية بانخفاض النمو الاقتصادي، ولازال سعر النفط ،في جميع تلك البلدان باستثناء عدد قليل منها، يتحكم في مسار الناتج المحلي الإجمالي وميزان المدفوعات الخارجية والمالية العامة. وفي العراق تمثلت هذه الخصائص بضمور الصناعة والكفاءة الواطئة للاستثمار العام وتفاقم مشكلات نقص الخدمات العامة وتزايد عجز البناء التحتي نسبة إلى السكان .

ومن الواضح ان سهولة تمويل الأنفاق العام بالمورد النفطي، لما فيه من ترضيات سياسية واجتماعية، اورث ضعفا مؤسسيا في صعوبة تدبير إيرادات من خارج النفط. وكلما ازداد عدد الجماعات الضاغطة على القرار المالي، مثل العراق والتشكيلات التوافقية للسلطات فيه، يتوسع الأنفاق العام بنمط يسمى اثر الشراهة او نهم الأنفاق **Voracity Effect** وتنخفض كفاءته (21, P 432). وفي تلك البيئة السياسية والخصائص المعروفة للاقتصاد النفطي يحفز ارتفاع سعر النفط نحو مزيد من الأنفاق في حين تواجه الحكومة صعوبات جمة لا تسمح بخفضه إلى مستويات مناسبة عند انخفاض سعر النفط.

ولقد استجدت الحاجة لمتابعة تطور الدين العراقي ومؤشرات استدامته نظرا للعجز المتوقع لعام 2016 ما يؤدي إلى زيادة حجم الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. ونقطة البدء المنطقية في متابعة الدين العراقي الاتفاق مع نادي باريس اواخر عام 2004. وتمهيدا لبرنامج خفض الدين العراقي دعا وزراء الخارجية للدول الصناعية السبع في أيلول من عام 2003 من دبي اعضاء نادي باريس الإسراع في إعادة هيكلة الدين العراقي قبل نهاية عام 2004. وعين رئيس الولايات المتحدة نهاية عام 2003 الوزير بيكر مبعوثا إلى الدول الدائنة، يدعوهم إما إلى إعفاء العراق من تلك الديون او خفضها جذريا. ولقد اعلنت الدول الصناعية السبع وهي اعضاء في نادي باريس رغبتها في رفع عبء المديونية عن كاهل العراق عند زيارة الوزير بيكر لها. لكن روسيا تحفظت وبينت انها تخفض 50 بالمائة من الدين إذا احتفظت شركاتها بالعقود النفطية التي ابرمتها مع الحكومة العراقية السابقة وفيما بعد انسجمت مع إجماع النادي. اما دول الخليج، الأمارات وقطر والسعودية والكويت، فأبدت استعدادها لخفض الدين العراقي بمجرد تشكيل حكومة ذات سيادة، وفيما بعد تمنعت السعودية والكويت عن قبول معايير نادي باريس لأسباب سياسية.

يقدر الدين الخارجي للعراق قبل عام 2003 حوالي 130 مليار دولار، للدول اعضاء نادي باريس 42.5 مليار دولار ، وللدول من غير اعضاء النادي 67.4 مليار دولار، وللدائنين التجاريين من القطاع الخاص 20 مليار دولار، وللمؤسسات المالية الدولية والإقليمية 0.5 مليار دولار (27,p1) . لكن ارقام الدين تلك اولية وتمثل مطالبات الدائنين، اما من جانب العراق فهو لم يلتزم رسميا إلا بعد إجراء المطابقات التي تولتها شركة دولية، وتعرض البيانات والوثائق في جلسات التفاوض الثنائي للاتفاق على مبلغ الدين الذي

يخضع لمعايير الاتفاق الجماعي مع نادي باريس المبين الذي سيتضح . المهم ان المبلغ المذكور آنفا يتجاوز 300 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2005 عند بدء التسوية . والنفقات المقدرة لخدمة الدين عالية نسبة إلى الصادرات.

وكان رقم الدين العراقي الخارجي عند الاتفاق مع نادي باريس في تشرين الثاني من عام 2004 حوالي 120.2 مليار دولار. والمبالغ التي لدول النادي حينها 37.158 مليار دولار حذفت منها 29.727 مليار دولار، والباقي أعيدت جدولته ليستوفى في غضون 23 سنة منها 6 سنوات سماح، وتنتهي اقساط التسديد في كانون الثاني من عام 2028 . و حسب قرار نادي باريس والاتفاق الجماعي مع العراق بموجبه حذفت 30 بالمائة من الديون فورا، وذلك بالانسجام مع الاستعداد لدخول العراق في اتفاقية مع صندوق النقد الدولي تسمى المساعدة العاجلة لما بعد الأزمات EPCA، تغطي عام 2005 ، و 30 بالمائة اخرى تحذف في كانون الأول عام 2005 عند الاتفاق مع صندوق النقد الدولي على اتفاقية التسهيلات الجاهزة SBA، و 20 بالمائة تحذف في 22 كانون الأول عام 2008 عند إنجاز اتفاقية التسهيلات القائمة. وبقية الديون للدول خارج نادي باريس تتفاوت تقديراتها بين 55- 65 مليار دولار ومنها ديون الدول العربية وهي اكثرها. والباقي ديون تجارية للقطاع الخاص بحوالي 20 مليار دولار (26, P1) . وكانت سياسة الولايات المتحدة آنذاك مهتمة بإنهاء ملف المديونية ، وفي هذه التوجه ينسجم الكونغرس مع الحكومة. وقد بادرت الولايات المتحدة الأمريكية بالفعل وتنازلت عن ديونها وكذلك فعلت الأمارات العربية المتحدة ودول أخرى. وبعد نهاية عام 2005 تراجع اهتمام امريكا تدريجيا بالموضوع.

وحوالي 48 بالمائة من ديون دول نادي باريس فوائد لم تدفع او فرضت على الديون المتأخرة وهذا التناسب بين الفوائد واصل الدين متماثل مع بقية الديون. إذ فرض مجلس الأمن الحضر على العراق في آب عام 1990 فلم يتمكن من خدمة الدين الخارجي. ورفع المجلس الحضر بالقرار 1483 في أيار من عام 2003 وفي نفس القرار قدمت حماية لأموال صادرات النفط والغاز إذ منعت الدول من إقامة دعاوى مديونية على تلك الأموال حتى كانون الثاني من عام 2008 ومددت فيما بعد.

واعتمد نادي باريس تطبيق طريقة إيفيان Evian لمعالجة الدين العراقي وحسب هذه المقاربة ينبغي إجراء تحليل لمعرفة هل ان البلد المدين يعاني من مشكلة سيولة او مشكلة استدامة الدين. في الحالة الأولى يكتفى بإعادة جدولة الديون لحين تحسن السيولة، بينما تعني الحالة الثانية ان خدمة الدين ثقيلة على اقتصاده، وبقاء الدين كاملا يلحق به أضرارا كبيرة او ان بقاء الدين بحجمه الحالي يؤثر سلبا على قدرته المستقبلية في الوفاء بالتزاماته ويعيق تعامله الاعتيادي مع السوق المالية الدولية. وبالفعل لو جرت تسوية الديون العربية على العراق اسوة بالدول الأخرى لكان العراق في وضع افضل من زاوية تقدير جدارته الائتمانية السيادية. وانتهى التحليل الذي اعده صندوق النقد الدولي إلى وضع العراق في الصنف الثاني. ومن المبادئ الأساسية لنادي باريس في خفض المديونية التزام المدين بمبدأ تماثل المعاملة مع الدائنين، إذ لا يجوز له تفضيل دولة من خارج نادي باريس على دول نادي باريس، فضلا عن ان جميع اعضاء النادي يلتزمون بنفس الإجراءات لخفض المديونية وإعادة جدولة باقي الدين (26, p3).

وبرزت في وقتها عقبات مرتبطة بإمكانية ضمان المعاملة المتساوية خاصة وان اكثر الدين لدول خارج نادي باريس وللقطاع الخاص . بل أن بعض اعضاء نادي باريس من غير الدول الصناعية السبع الكبار تحدثوا عن عدم استعدادهم المثول لمقررات النادي ما تسبب في

تحريض دول خارج نادي باريس على التمنع. ايضا كانت اطروحة الديون الفاسدة التي تبناها ناشطون دوليون تفيد افضلية عدم الذهاب إلى نادي باريس وإضفاء المشروعية على الدين، لأنه استخدم في تمويل حروب إضافة على تقييم الوضع السياسي للعراق ايام الاقتراض. وهذا الموقف ربما كان إيجابيا ولا ينكر الدعم السياسي الأمريكي والبريطاني لتخفيف عبء الدين آنذاك.

في النهاية وافقت جميع دول نادي باريس والدول من خارج النادي عدا الدول العربية الدائنة للعراق باستثناء الأمارات العربية، وامتثل الدائنون التجاريون في القطاع الخاص عدا قلة منهم. وفي البداية ضغطت الولايات المتحدة الأمريكية على حذف 95 بالمائة من دين العراق لدول نادي باريس، وصندوق النقد الدولي روج لحذف 85 بالمائة . والأوربيون بقيادة فرنسا وروسيا اقترحوا 50 بالمائة والمانيا اقترحت حلا وسطا 80 بالمائة وهو الذي اعتمد(27, P6). ودين دول نادي باريس حسب المتداول آنذاك 37.2 مليارردولار قد ألغت الاتفاقية 29.7 مليار دولار منه، ويجدول الباقي الذي يقدر 7.4 مليار دولار في حينه. وينفذ الاتفاق الجماعي ثنائيا بمعنى ان ارقام الدين تخضع لتدقيق لا حق. ولهذا اصبح التقدير المتداول فيما بعد لديون دول نادي باريس 42.5 تقريبا والباقي، الذي خضع للجدولة، يبلغ 7.8 مليار دولار. ويقال نفس الشيء حول الديون التجارية التي قدرت ابتداء 15 مليار دولار وفيما بعد اصبحت تدور حول 20 مليار دولار.

و حذفت الولايات المتحدة الأمريكية الدين العراقي البالغ 4.1 مليار دولار، وخصصت حكومتها 360 مليون دولار لإطفاء الدين بقيمته السوقية العادلة والتي تقاس بصافي القيمة الحالية له.

وحسب احدث البيانات استطاع العراق الدخول في اتفاقيات ثنائية لتسوية الدين السيادي الخارجي مع 18 دولة اعضاء نادي باريس و16 دولة من خارج النادي.

الدين الداخلي (حوالات خزانة) 19 ترليون دينار تقريبا اغلبه لسنتي 2014 و2015 ويوجد دين قديم للبنك المركزي قبل عام 2003 جرى تسديده تدريجيا وبقي منه حوالي 2.4 ترليون دينار ويصبح المجموع تقريبا 21.5 ترليون دينار (28). وتوجد ديون للمصارف على شركات عامة وديون لها على حكومة كردستان .

عرضت التسوية النقدية على الدائنين التجاريين في القطاع الخاص من ذوي المبالغ الصغيرة التي تقل عن 35 مليون دولار للدائن وقاعدتها 10 دولارات و25 سنت لكل 100 دولار. وارتضى اغلب بقية الدائنين معايير نادي باريس في جدولة الدين المتبقي وهو 20 بالمائة من الأصل سندات دين على العراق تستحق عام 2028 سميت سندات العراق. والمبلغ الكلي للسندات التي صدرت لدائني القطاع الخاص في 19 كانون الثاني 2006 هو 2.7 مليار دولار، بسعر فائدة 5.8 بالمائة، وتدفع الفائدة بقسطين في السنة (29). ويسدد العراق بانتظام الأقساط والفوائد على الدين المتبقي والمجدول لدول نادي باريس والدول الأخرى التي أنجزت اتفاقيات ثنائية معها حسب معايير الاتفاق الجماعي مع نادي باريس. وكذلك تسدد الفوائد لحملة سندات العراق للدائنين التجاريين في القطاع الخاص.

في تقرير صندوق النقد الدولي، آب 2015، تقدر مجموع الديون الحكومية للعراق في عام 2015 بنسبة 70 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي او 122.1 مليار دولار، والخارجية بنسبة 37 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي ومبلغها التقديري 64.5 مليار دولار (30,P4) . لكن هذ ا التقدير مبالغ به كثيرا لأنه يتضمن ارقاما اولية من الدول التي لم تدخل بعد في اتفاقيات ثنائية لتسوية ديونها.

3. الدين الحكومى فى محفظة الأصول والسوق المالية:

في اغلب البلدان الناهضة ينشط البنك المركزي إلى جانب وزارة المالية في سوق السندات السيادية، الحكومة تصدر سندات بآجال مختلفة لتمويل عجز الموازنة. والبنك المركزي يقترض لامتصاص فائض السيولة او لتعقيم شراء العملة الأجنبية الفائضة من السوق في البدان غير النفطية او شراء العملة الأجنبية من الحكومة في البلدان النفطية. وتزاول البنوك المركزية ايضا عمليات السوق المفتوحة والتي تتضمن بيع وشراء الدين الحكومي. وبالتالي كلاهما ، البنك المركزي والحكومة، يؤثران في تشكيلة اوراق الدين حسب الآجال التي بحوزة الجمهور. ويمكن النظر إلى الدين الحكومي قصير الأجل بأنه من بدائل النقود والمصارف غالبا ما توظف احتياطاتها الفائضة في حيازة حوالات حكومية قصيرة الأجل. ولأنها قابلة للتسييل بسهولة وخالية من الخطر اصبحت لها خصائص النقود، وبذلك ما ان تجد المصارف فرصة افضل في السوق تتخلى عنها. ولذلك ينظر إلى ادوات الاقتراض الرسمي قصير الأجل بأنه الأنسب للسياسة النقدية إذ من خلال بيعها وشرائها تستطيع التحكم بالسيولة. وحتى منتصف التسعينات كان البنك المركزي الألماني يرى ان الحكومة ينبغي ان تمول عجزها بديون متوسطة او بعيدة الأجل . وكانت ايضا عدة دول تضع سقوفا على تمويل عجز الموازنة بالأمد القصير (12, pp57-58).

في السنوات الأخيرة توسعت الحكومات في الديون قصيرة الأجل للانتفاع من اسعار الفائدة المنخفضة لتقليل كلفة الدين، ونتيجة لذلك تزداد اهمية عمليات تدوير الدين بحجوم كبيرة وبصفة مستمرة. وطالما يطمئن الدائنون تسهل عملية التدوير وعندما يزداد إحساسهم بالخطر ترتفع تكاليف التدوير وربما تتعثر العملية وصولا إلى الأزمة كما حصل لليونان.
وكلما ارتفع معدل التضخم وتزايد خطر الفشل في السداد انخفضت آجال الديون لأن أسعار الفائدة على الأجل الأبعد تزداد بفوارق كبيرة ما يجعل كلفة الدين لا تطاق. بكلمة اخرى مع انخفاض مخاطر الائتمان السيادي والنجاح في السيطرة على التضخم تزداد حصة الديون طويلة الأجل في تشكيلة الدين الحكومي. و لقد نجحت اندونيسيا، مثلا، في إطالة آجال ديونها حتى اصبح 90 بالمائة من دين الحكومة المركزية متوسط او طويل الأجل، وذلك تدريجيا بسياسة انتهجتها منذ عام 2002، وبذلك خفضت كثيرا مخاطر إعادة التمويل. واستطاعت تحقيق فائض اساسي ولو بقدر محدود لا يتجاوز 1.5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي. وربما عزز وضع الموازنة العامة هذا ثقة السوق بالجدارة المالية للحكومة فأمكنها التحول عن الدين قصير الأمد دون زيادة متوسط اسعار الفائدة (10, P 201) ، بل انخفض معدل العائد على السند الحكومي للأمد الأبعد (30 سنة) من 9.5 بالمائة إلى 7.5 بالمائة بين نهاية 2010 وكانون الأول 2011، وساعدت التدفقات المالية من الخارج ورصانة المالية العامة على تلك التحولات الإيجابية. وقد تسببت التدفقات الداخلة بفائض يعالجه البنك المركزي بإصدار حوالات تقتصر على تسعة اشهر ممتنعا عن التعامل بآجال اقل. ومن المعلوم ان إيرادات النفط في العراق عندما تزداد تؤدي ايضا إلى فائض سيولة مثل التدفقات الداخلة في البلدان المستقبلة لرؤوس اموال كبيرة من الخارج. وعند استبعاد المخاطرة الائتمانية من المتوقع ان تنخفض اسعار الفائدة مع فائض السيولة وبذلك يتاح للحكومة تمويل العجز بأسعار فائدة منخفضة، لكن هذه العلاقة غامضة في العراق لعدم نضج سوق النقد ضمن الأسواق المالية بعد.

ويستطيع البنك المركزي التأثير في بنية الآجال لسعر الفائدة عبر التحكم في العرض النسبي لأوراق الدين طويل وقصير الأجل، لأن الندرة النسبية تنعكس في تناسب العوائد. وذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة لأوراق الدين الحكومي، إضافة على حوالات البنوك المركزية ذاتها، والتي اصدرت احيانا اوراق دين لأمد متوسط وفي حالات نادرة لمدة عشر سنوات. ويمكن بناء التحليل على ان البنوك المركزية تصدر اوراق دين قصيرة الأجل لتنويع السوق إلى جانب حوالات الخزانة. وقد وصلت اوراق الدين الصادرة عن البنوك المركزية في بعض البلدان إلى مستويات عالية بحوالي 40 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي من بيانات السنوات السابقة حتى عام 2010 (22, P 7) .

الدين الحكومي من مكونات الأصول المالية وعندما تصل نسبته إلى 50 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، مثلا، لا يمكن للسياسات المجازفة بعدم الاكتراث بأهميته وحساسية شروط الاستقرار المالي تجاه التغيرات في بنية آجال الدين وعوائده. وفي بعض البلدان المتقدمة ترتفع تلك النسبة إلى ما يزيد على100 بالمائة، وإن السيولة ومخاطرة سعر الفائدة وما كانت عليه الأسواق المالية في اطوار الأزمة الأخيرة لها علاقة قوية بالدين الحكومي لم يكشف عن جميع ابعادها بعد. ومن الواضح ايضا ان برامج الإنقاذ انعكست في زيادة ثقل الدين الحكومي في السوق، وفي نفس الوقت تأثرت إعادة تمويل الدين الحكومي بخسائر المؤسسات المالية مثلما شهدت اليونان. وكانت البنوك المركزية للبلدان المتقدمة منخرطة في عمليات التأثير على سعر الفائدة اليومي في سوق النقد لما بين المصارف، وبعد مدة تعاملت مع ادوات الدين الحكومي بعيد الأمد في محاولة التأثير على منحنى العائد بأكمله.

تتغير تشكيلة اصول الدين التي بحوزة القطاع الخاص بفعل عمليات السوق المفتوحة للبنوك المركزية وإدارة الدين السيادي. ويستطيع البنك المركزي توسيع ميزانيته العمومية بشراء المزيد من الدين الحكومي كما حصل للاحتياطي الفدرالي وسواه من البنوك المركزية للبلدان المتقدمة في الأزمة الأخيرة، وهو ممكن للبنك المركزي العراقي مثل بلدان ناهضة اخرى. وبقدر اهمية البنية الزمنية للدين في الاقتصاد الكلي ينظر إلى دور البنك المركزي في مبادلة ادوات دين بأخرى عبر عمليات السوق المفتوحة (5, P 99). و عندما يشتري البنك المركزي ويبيع ادوات الدين دون تغير في الأسعار (العوائد) تصبح المحفظة الاستثمارية منحرفة عن التشكيلة المثلى (التوازن)، ولذلك لا بد من تغير الأسعار النسبية وهذا يؤثر في مجمل الأنفاق نحو الاتجاه المرغوب (5, P100).

وما اثير في ادبيات الأزمة المالية الدولية الأخيرة حول اهمية تأثير البنك المركزي على سعر فائدة الأمد البعيد قد دعا إليه كينز من قبل وحاول إقناع بنك التسويات الدولية لتنسيق سياسات البنوك المركزية بهذا الاتجاه . وتناوله Tobin وهو كينزي ايضا في الستينات (1,PP16-17) . واعاد توبين صياغة نظرية تفضيل السيولة الكينزية بنظرية المحفظة لكنه اكد اكثر على العلاقة بين العائد على رأس المال وسعر الفائدة بعيد الأمد. وقد نسجت الكتابات اللاحقة للنظرية العامة على الأهمية الثانوية التي اولاها كينز للمفاضلة بين عوائد السهم والسند لصالح الاختيار بين السند والنقود. وتبعا لذلك اصبحت الأسهم والسندات في التنظير بدائل تامة والسياسة النقدية تسيطر على سعر الفائدة للأمد البعيد والذي مع العائد الحدي لرأس المال يحددان الاستثمار الخاص. ويركز تنظير توبين على اهمية اسعار الأسهم في الية بث فعل السياسات اي في الاستثمار والطلب الكلي ومن ثم في الناتج والتشغيل.

وتختلف الأسهم عن السندات في نوع المخاطر التي يتعرضان لها وهي مستقلة، تلك المخاطر، لكل منهما عن الآخر. فمثلا يتأثرالسند بالتضخم بغض النظر عن الأجل وبسعر الفائدة كلما ابتعد الأجل. بينما يتأثر السهم بالسعر النسبي للاستهلاك تجاه رأس المال بغض النظر عن التضخم.

وعندما يبيع القطاع الخاص اوراق الدين الحكومي فهو بذلك يخفض اسعارها ويرفع اسعار الفائدة للأمد البعيد. وعندما يشتري الأسهم بدلا عن السندات التي باعها يرفع اسعارها ويخفض العائد عليها وتناقص تفاوت العوائد بين الأسهم والسندات هو ضروري لإعادة توازن المحفظة. والتوازن الجديد في سوق الأصول ينعش الاستثمار والإنتاج.

ولحد الآن لا توجد إجابة قاطعة حول الكيفية التي يؤثر فيها الدين الحكومي على الفائدة في الأمد البعيد. وحسب فرضية او نظرية المكافئ الريكاردي أن المستهلكين عقلانيون يفهمون الدين الحكومي ضرائب مؤجلة تستوفى منهم في المستقبل لتسديد الدين فيدخرون من الآن لمواجهة ذلك الاستحقاق فتتجه هذه المدخرات لشراء الدين الجديد ولذلك يبقى تأثير الدين محايدا على اسعار الفائدة في الأمد البعيد. ولا شك في غرابة هذا التفسير منظورا إليه من خصائص اقتصاد العراق وضآلة اهمية الضريبة اصلا في قرارات التصرف بالدخل. اما تأثير الدين الحكومي على التضخم فقد تناولناه في مكان آخر. ولا توجد في العراق لحد الآن اوراق دين بعيدة الأمد، والقروض المصرفية لا تقارن مباشرة بأوراق الدين الحكومي لاختلاف المخاطرة. وعندما يتوزع الدين الحكومي على آجال مختلفة وفي بيئة ينتفي فيها عدم التأكد تصبح ادوات الدين الحكومي بدائل تامة لأن فروقات سعر الفائدة تفسر بالتخلي عن السيولة واسعار الفائدة المتوقعة للأمد القصير. ولأنها غدت بدائل تامة فعندما يتحكم البنك المركزي بسعر الفائدة قصير الأمد فقد سيطر على بنية اسعار الفائدة ومنحنى العائد على الدين الحكومي.

لخفض التكاليف والمخاطرة على المديين المتوسط والبعيد ينبغي على إدارة الدين ضمان وجود سوق لأوراق الدين الحكومي تعمل بمستوى مقبول من الكفاءة، ويساعد الحكومة على تمويل عجزها المالي وتدوير ديونها. وأفادت بعض دراسات المقارنة ان نشاط سوق اوراق الدين في البلدان الناهضة والنامية يتناسب مع حجم الاقتصاد الوطني إلى جانب الادخار الذي يعبر عن سعة الاستثمار. وذلك إضافة على الصلة الإيجابية بين انخفاض التضخم من جهة وازدهار سوق الدين من جهة اخرى. وينبغي عدم إغفال الدور المهم لرصانة النظام المالي الحكومي في تعزيز ثقة الدائنين وخفض المخاطر الائتمانية السيادية (9, PP11-12). بيد أن تلك العوامل ربما تحدد حجم الدين اما وجود او غياب سوق السندات الحكومية فهذه مسألة مؤسسية تتحكم عوامل سيكو ثقافية وسياسية في وجودها. ومع ذلك وبغض النظر عن الأبعاد التنظيمية فإن حجم الائتمان في العراق، للحكومة والقطاع الخاص حتى نهاية عام 2014، ادنى من المتوقع بحسب بيانات المقارنة الدولية، وتزاوله المصارف دون الأسواق وللمصارف الحكومية الدور الأكبر.

ومن المتوقع ان تسعى إدارة الدين على تطوير السوق المطلوب بالعمق والسيولة الكافيين وذلك بالتعاون مع البنك المركزي والرقابة على سوق الأوراق المالية. وإن هذا السوق ضروري لإيجاد نقطة قياس او مثابة لأسعار الفائدة، خاصة في الأمد البعيد، يعبر عنها منحنى العائد على السند الحكومي ومرجعية لسعر فائدة الأمد البعيد متمثلة بالسند على

الدين الحكومي. ويقدم هذا السوق فرص استثمار مالي آمنة تشجع المستثمرين الأجانب على المشاركة فيها وحيازة ادوات الدين العراقي، عندما يعتنى جيدا بشبكات الاتصال والأعلام المالي. وبعض الدول تصدر اوراق دين ليس لتمويل عجز في موازنتها بل للمساعدة في إدامة اشتغال هذا السوق.

ويجتذب السوق المستثمرين الأجانب عندما تحافظ الدولة على بيئة مالية - كلية مشجعة شكلتها سياسات مالية ونقدية رصينة ونظام ملائم لسعر الصرف. ولهذا الغرض، ايضا، تتبنى إدارة الدين اهدافا معروفة للمتعاملين ونمط إصدار واضح لأوراق الدين وشفافية. وهذه المؤسسية تحتاج تقديرات للتدفقات النقدية الحكومية وهي اساس حساب الحاجة إلى الدين. وفي هذا السياق تعد بانتظام خطة سنوية للدين الحكومي، وقد يكون من المناسب إلحاقها بالموازنة كي تكتسب القوة التشريعية. وخلق قنوات توزيع للأوراق امينة وتنافسية ومنها المزادات والوكلاء عند الحاجة. و إن إصدار اوراق لتغطية مختلف الآماد بالانسجام مع بنية الطلب هو الأساس لمنحنى عائد السوق والنقاط المرجعية لسعر الفائدة للأمد القصير والبعيد (2, PP37-38) . ولكي تعمل السوق تحتاج إلى وضوح قانوني، وضوابط رقابية، واسس للمحاسبة و تقييم الدين. ويعمل السوق باعتماد ترتيبات ملائمة للمتاجرة منسجمة مع حجم السوق، وآلية حصينة لتسجيل الدين (custody)، ومقاصة وتسويات. والتشجيع على وجود ما يسمى نظام خلق السوق Market – Makers ، وسيولة كافية. ويتصل هذا التوجه في تطوير السوق المالية مع تشجيع سوق النقد لما بين المصارف وسوق إعادة الشراء Repo الذي سيأتي شرحه. وفي مرحلة لاحقة سوق المستقبل لأسعار الفائدة والمبادلات Swaps وتنويع المشتقات تدريجيا. ولا يوجد مسلك وحيد لتأسيس وعمل اسواق الأوراق المالية وهناك تنوع في تجارب الدول من جهة التتابع وسرعة الإصلاحات في هذا الميدان.

سوق اوراق الدين موضوع البحث مؤهلة لتداول اوراق الدين بالعملة الأجنبية إلى جانب المحلية، وتغدو من ادوات استقطاب الاستثمار الأجنبي، إذا ما نجحت، لتخفيف ضغوطات ميزان المدفوعات عند انخفاض إيرادات النفط. وعندما تغطي الإصدارات من اقصر الآجال إلى ابعدها فهذا يساعد على خفض مخاطر إعادة التمويل او تدوير الدين. ويمكن التفكير بإصدار سندات بالعملة المحلية مقايسة بالتضخم اي يكون سعر الفائدة من مكونين مقدار ثابت مضاف إليه معدل التضخم.

وعند توزيع الإصدارات على اوقات مختلفة فهذا يساعد على انتشار اوقات الاستحقاق، كي لا يضطر المستثمرون إلى تحمل تكاليف تركيز الأموال في الزمن. وهناك ابعاد اخرى في التنويع بأن يتاح للمستثمرين اشكال مختلفة من التدفقات النقدية مثل سعر الفائدة العائم إلى جانب الثابت. وجربت البلدان الناهضة إصدار سندات بأسعار فائدة عائمة ولهذا الغرض قد تعرف اسعار الفائدة بسعر فائدة سوق لندن لما بين المصارف LIBOR مع إضافة علاوة ويصبح في هذه الحالة عائما. وأخرى تعتمد مقايسة سعر الفائدة بالتضخم أي سعر فائدة حقيقي تضاف إليه نسبة التضخم، ومنها مقايسته بسعر الصرف كما فعلت ماليزيا وتركيا وروسيا، على سبيل المثال، تلجأ الدول إلى هذه الطريقة عندما يتغير سعر الصرف على نحو عنيف ويصعب التكهن به. واصدرت اوراق دين بالعملة الأجنبية إلى جانب المحلية. لكن الغالب على السندات أنها بالعملة المحلية وبأسعار فائدة ثابتة واغلبها لمدة تزيد على السنة

ومتوسط المدة الزمنية 7 سنوات عام 2010 بينما كانت 3.5 سنة عام 2000 وتوجد الآن السندات الحكومية لمختلف الآماد وتزيد على الثلاثين سنة في اوروبا الوسطى وأمريكا اللاتينية.

كما ليس من الضروري ان تكون الإصدارات دائما بالمزاد بل يمكن تسويقها بترتيبات اخرى على ان لا تزعزع ثقة السوق بسياسة الحكومة وأن يشعر المستثمرون بالمعاملة المتساوية مع تلك الترتيبات البديلة. ولا بد من التأكيد على الأهمية الفائقة للسوق الثانوية والتي يلعب البنك المركزي فيها دورا اساسيا. ومن المهم الحفاظ على سيولة السوق ونشاطها الدائم لأن تسويق الإصدارات الجديدة يعتمد على رواج الإصدارات السابقة وسيولتها العالية تساعد على خفض تكاليف تمويل العجوزات وتدوير الدين. ولتعميق السوق وإنعاش السيولة تكون المشتقات مهمة ولا بأس من التوسع فيها وتنويعها بمختلف ادواتها: الشراء والبيع المستقبلي واتفاقيات إعادة الشراء والخيارات ومبادلات التدفقات النقدية (سعر الفائدة الثابت إزاء العائم والاسمي تجاه الحقيقي). واصبحت سندات الدين الحكومي لها وظيفة مطلوبة في توفير الضمانات الآمنة للائتمان المصرفي وهذه من اسباب قبول المستثمرين لعائد منخفض على تلك السندات.

وفي العراق وحيث إيرادات الحكومة اصلا بالعملة الأجنبية لا تواجه الحكومة مشكلة في تغير سعر الصرف إنما يؤثر هذا على تفضيلات المستثمرين . فعندما يتوقع السوق ارتفاع سعر صرف الدينار تجاه الدولار يفضل السندات بالعملة المحلية وبالعكس وذلك مع نفس اسعار الفائدة . أما إذا صدرت السندات بأسعار فائدة متباينة بين العملتين يفاضل المستثمر بينهما تبعا لتوقعات تغير سعر الصرف الذي يطرح من سعر الفائدة على العملة التي طالها الانخفاض ويضاف على سعر الفائدة للعملة الأخرى عند المفاضلة.

4. عمليات البنك المركزي وتنقيد الدين:

حيازة البنك المركزي لأوراق الدين الحكومي وهو المقصود بتنقيد الدين يقترن لدى الكثيرين بالتضخم (11, P2). وقد يجري تنقيد الدين لتمويل العجز مباشرة بشراء حوالات الخزانة او سندات الحكومة من الإصدار الأول، وهو الذي تمنعه القوانين في اكثر البلدان ومنها العراق، أو من السوق الثانوية وهو المسموح به استنادا إلى ضوابط في الأغلبية الساحقة من دول العالم المتقدم والناهض ومنها العراق. وتتغير فقرات الميزانية العمومية للبنك المركزي ارتباطا مع عمليات الصيرفة المركزية و لنبدأ بما يسمى عمليات السوق المفتوحة، Open Market Operations ، فلو اراد البنك المركزي توسيع السيولة يقدم على شراء ادوات دين حكومي بحوزة المصارف او جهات اخرى، وعلى الاغلب حوالات خزانة، يشتريها مباشرة بعملية خصم. وهناك وسيلة اخرى لا يستخدمها البنك المركزي العراقي لحد الآن تسمى اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements أي يتسلم البنك المركزي الحوالات من المصارف و تصبح بحوزته و تظهر على ميزانيته العمومية لقاء تعهد المصارف بإعادة شرائها في و قت لاحق. أو يعمد البنك المركزي إلى العكس لتقليص السيولة، يبيع جزء مما في حوزته من حوالات الخزانة للمصارف أو بعملية إعادة شراء عكسية Reverse Repurchase. و من نتيجة ذلك يتغير ابتداء الائتمان المحلي للبنك المركزي، في الحالة الأولى يزداد وفي الحالة الثانية ينخفض. وعندما يزداد الائتمان المحلي، بفعل التعقيم، ينعكس في جانب المطلوبات اول مرة

بزيادة الاحتياطيات الفائضة للمصارف، وعندما تستخدم المصارف الأرصدة الجديدة تنخفض الاحتياطيات الفائضة وتزداد العملة المصدرة. و بالنتيجة ازدادت الميزانية العمومية للبنك المركزي في الجانبين. اما عندما دخل البنك المركزي بائعا لحوالات الخزانة فقد أنخفض الائتمان المحلي في جانب الموجودات وكذلك الاحتياطيات الفائضة للمصارف، وبالتالي تقلصت الميزانية العمومية للبنك المركزي.

ثمة عملية أخرى عندما استخدمت المصارف جزءا من احتياطاتها الفائضة في تسهيلات الإيداع بفائدة، أو اشترت حوالات البنك المركزي، هذه العملية غيرت نوع المطلوبات للمصارف بأن اصبحت دائنة للبنك المركزي وبالتالي انخفض صافي الائتمان المحلي للبنك المركزي بمقدار استثمارات المصارف في أدواته. العملية الأخيرة هي سياسة تعقيم، بواسطتها يمتص البنك المركزي جزءا من السيولة الإضافية التي نتجت عن سياسته في تيسير الاقتراض الحكومي (7) . وحين تبادل الحكومة مع البنك المركزي عملة أجنبية لقاء عملة محلية ستنخفض فقرة ودائع الحكومة بالعملة الأجنبية وتزداد وديعتها بالعملة المحلية. ولأنها تريد استخدامها للدفع حولتها إلى المصارف، وبذلك تزداد ألاحتياطيات الفائضة للمصارف ابتداء ومن ثم عند تنفيذ المدفوعات ترتفع العملة المصدرة. أما عندما يبيع البنك المركزي العملة الأجنبية للقطاع يحصل العكس أي تتقلص الميزانية العمومية من الجانبين. بمعنى ان خفض الموجودات الأجنبية للبنك المركزي هو بمثابة تعقيم للتوسع النقدي الذي نتج عن حيازة البنك لأوراق دين حكومي. وهذا يتضح بملاحظة الميزانية العمومية المختصرة التي تبين المكونات الرئيسية للأساس النقدي ادناه.

جدول رقم (1)

خلاصة الميزانية العمومية النقدية للبنك المركزي

الموجودات	المطلوبات
صافي الموجودات الأجنبية صافي الائتمان المحلي	احتياطيات المصارف العملة المصدرة
مجموع صافي الموجودات= الأساس النقدي	الأساس النقدي أو النقود الاحتياطية Reserve Money

و أصبح واضحا أن العمليات التي تؤدي إلى زيادة صافي الائتمان المحلي تقود بالمقابل إلى زيادة المطلوبات على البنك المركزي أي زيادة الأساس النقدي بمعنى التوسع، والعكس صحيح. فعندما يقترض البنك المركزي من المصارف يخفض صافي الائتمان المحلي والصورة المقابلة في جانب المطلوبات خفض الأساس النقدي. وعندما يشتري المزيد من الدين الحكومي أو يقرض المصارف يزداد صافي الائتمان المحلي ويزداد الأساس النقدي. و أيضا يعني بيع العملة ألأجنبية، لقاء العملة المحلية، انخفاض صافي الموجودات الأجنبية و بالمقابل ينخفض الأساس النقدي. اي أن زيادة صافي الائتمان المحلي أو صافي الموجودات الأجنبية يفيد التوسع النقدي. بينما يقتضي تقليص السيولة العكس. و لا يخفى الارتباط بين هذه العمليات وسعر الفائدة وهو في موضوعنا يعين كلفة تمويل العجز الحكومي، فالتوسع

النقدي (تيسير السيولة) يقود إلى خفض اسعار الفائدة بينما يقترن التشدد النقدي برفعها. وعادة ما يستهدف البنك المركزي سعر الفائدة قصير الأمد وفي كثير من الأحيان ليوم و احد ليؤثر على سعر الفائدة ما بين المصارف و احيانا يتعامل بأكثر من سعر فائدة متدرجة حسب الآماد و كلها قصيرة في الغالب الأعم، إلا ان البنوك المركزية تعاملت في السنوات الأخيرة مع ادوات دين بعيدة الأمد كما تقدم. وعندما يلاحظ البنك المركزي ميل سعر الفائدة للارتفاع يبادر إلى تعزيز احتياطيات المصارف بتقديم قروض مما يسمى التسهيلات القائمة بمعنى الإقراض المباشر بسعر فائدة أخفض من سعر السوق وبالقدر المطلوب للوصول إلى سعر الفائدة المستهدف. أو يعمد إلى التوسع في عمليات السوق المفتوحة مشتريا للديون وهكذا لحين استقرار السوق عند سعر الفائدة المرغوب أو حواليه (الفصل الثالث ,25). ومبدئيا يرسم سعر فائدة البنك المركزي (سعر السياسة) الطرف الأدنى في منحنى العائد على الدين السيادي. لكن وجود فوائض السيولة في النظام المصرفي قد يجعل سعر الفائدة في سوق ما بين المصارف ادنى من سعر السياسة.

و لو كان البنك المركزي متبعا لسياسة التعقيم ولاحظ انخفاض سعر الفائدة دون المعدل المرغوب يتوسع في عرض حوالاته و يمتص المزيد من السيولة لحين الوصول إلى سعر الفائدة المستهدف. وعندما يواجه حالة عدم اتساق، مثلا، بين سعر الفائدة الليلي وسعر الفائدة على اوراق الدين لثلاثة أشهر او سنة يتصرف بتلك الأدوات بيعا او شراء لحين انسجام أسعار الفائدة. لكن البنوك المركزية كان اهتمامها بالبنية الزمنية لسعر الفائدة أقل من سعر الفائدة للأمد الأقصر. والملاحظ ان البنوك المركزية تؤثر كما تريد إلى حد كبير بأسعار الفائدة لما بين المصارف وحوالات الخزانة لسنة فما دون. اي ان تأثيرها، وهو المتوقع، في نطاق ادوات الدين التي تتعامل معها في عمليات السوق المفتوحة وسياسة التعقيم او التوسع.

وللتذكير إن العملة المصدرة، بمعنى الموجودة في المصارف و لدى الجمهور، تتغير بصفة مستمرة فعندما تريد المصارف تعزيز أرصدتها لدى البنك المركزي تأتي بالعملة، التي و صلتها أساسا من المودعين، إلى البنك المركزي فيطرحها من العملة المصدرة و يضعها في خزائنه وفي هذه الحالة فقدت صفتها النقدية وأصبحت ورقا و حسب. وعندما تسحب المصارف أو الحكومة على ودائعها لدى البنك المركزي عملة Cash تضاف المبالغ التي استلمتها إلى رقم العملة المصدرة وتكتسب الأوراق النقدية المستلمة الصفة النقدية عندما تغادر خزائن البنك المركزي. وتكون ودائع الحكومة أو المصارف لدى البنك المركزي قد انخفضت بمقدار العملة المسحوبة، أي تحول قسم من المطلوبات على البنك المركزي إلى صنف آخر، كانت ودائعا وأصبحت عملة مصدرة.

لقد جنب تنقيد الدين الذي تزاوله البنوك المركزية، عادة، الكثير من الحكومات مواجهة مشكلة تدوير الدين. وهو من العوامل الأساسية لجعل ادوات الدين الحكومي اقل اشكال الاستثمار المالي خطرا وبقيت لذلك الحوالات الصادرة من البلدان المتقدمة قابلة للتداول والسداد منذ نهاية الحرب العالمية الثانية ودون التعرض لفشل. وسميت عمليات شراء اوراق الدين الحكومي بمقادير كبيرة التيسير الكمي بمعنى إتاحة المزيد من السيولة الرخيصة للسوق لتحفيز النشاط. إن الحوالات التي يشتريها البنك المركزي في الواقع كأنها أخرجت من التداول لتستبدل بمطلوبات على البنك المركزي (عملة مصدرة). وهذا يعني ان الميزانية

الموحدة للقطاع العام تخلصت عمليا من كلفة الاقتراض، لأن العملة المصدرة مطلوبات دون تكاليف. وما يسمى الطبع النقدي Printing Money هو تعبير آخر عن تنقيد الدين عبر سياسة التيسير الكمي وليس له وجود الآن بمعناه الحرفي . في الوقت الحاضر الإصدار النقدي محكوم بالطلب على العملة الورقية والمسكوكات وليس لأن البنك المركزي اقرض الحكومة ام لا. وهناك بعض الدول لازالت القوانين تجيز لحكوماتها طبع او سك النقود مباشرة واستخدامها للأنفاق، لكن بصفة عامة جرى التحول عن هذا النمط في التمويل.

ولا شك ان إقراض البنوك المركزية للحكومات يؤدي إلى زيادة الأساس النقدي ومنه العملة المصدرة بالذات بل إن الأساس النقدي يزداد ابتداء بمقدار الدين الحكومي الجديد الذي اصبح في حيازة البنك المركزي. ولكن قد ينعكس قسم منه في جانب المطلوبات في فقرة احتياطيات المصارف وقد يعتمد البنك المركزي سياسة تعقيم للقرض بأن يقترض بمقدار ما أقرض أو جزء منه.

في واقع الحال تلعب البنوك المركزية دور مقرض الملجأ الأخير للحكومات في كثير من الأحيان عندما يتخلى المستثمرون عن اوراق الدين الحكومي والتحول نحو استثمارات اخرى. ولولا تدخل البنوك المركزية تنخفض اسعار سندات الحكومة كثيرا لترتفع اسعار الفائدة وتحرج الحكومات (84 p ,11) . وعلى سبيل المثال توسع البنك المركزي الأرجنتيني عام 2008 في شراء الدين الحكومي بمختلف الآجال، وقرر قبول اوراق الدين الحكومي ضمانات للقروض في سوق ما بين المصارف وبذلك يتاح لتلك المصارف الوصول إلى السيولة دون الاضطرار إلى بيع تلك السندات ربما بأسعار ليست ملائمة. وللبنوك المركزية دور آخر في دعم الدين الحكومي في ضوابط العلاقة بين الموجودات المرجحة بالمخاطر وراس المال. ويذكر ان اوراق الدين الحكومي الوطني يمكن عدها خالية من المخاطر وبذلك ترجح بالصفر وكأنها ليست موجودة أي تستطيع المصارف حيازتها دون رأسمال. ولهذا تقبل المصارف عوائد منخفضة على اوراق الدين الحكومي (85 P , 11).
وقرر البنك المركزي العراقي قبول حوالات الخزانة بديلا عن الاحتياطيات الإلزامية للمصارف لحد 50 بالمائة من تلك الاحتياطيات. وهناك تسهيلات من جهة تقييم اوراق الدين الحكومي في المصارف بأن تحسب بقيمتها الأسمية حتى لو كان سعرها في السوق اقل، او تقيد بمجموع تدفقاتها النقدية لحين الإطفاء.

يستند الربط بين تنقيد الدين والمستوى العام للأسعار على فعل التنقيد في زيادة الأساس النقدي، كما تقدم. وعلى وجود ارتباط محكم بين الأساس النقدي وعرض النقد عبر المضاعف النقدي(المرجع السابق ,25). وعندما يزداد الأساس النقدي بنسبة 10 بالمائة، مثلا، فسوف يزداد عرض النقد بهذه النسبة أيضاً. وهناك فرضية اخرى هي التلازم بين النقود والطلب الكلي في معادلة كمية النقود الكلاسيكية المعروفة حيث كمية النقود M مضروبة بسرعة دورانها V تعادل كمية السلع والخدماتY (او الناتج أي الدخل الحقيقي) مضروبة بالمستوى العام للأسعار P وتكتب هكذا MV= PY ومنها عند ثبات المتاح من السلع والخدمات Y وثبات سرعة دوران النقود V سوف يتحرك المستوى العام للأسعار بنسبة حركة النقود M. فإذا ازدادت النقود بنسبة 10 بالمائة، مثلا، فسوف يزداد المستوى العام للأسعار بتلك النسبة عندما يكون كم السلع والخدمات ثابتا. ولو ازدادت السلع والخدمات

بنسبة 5 بالمائة مع زيادة النقود بنسبة 10 بالمائة فإن زيادة المستوى العام للأسعار ستكون 5 بالمائة بثبات سرعة دوران النقود.

بيد أن ما يستنتج من تلك العلاقات يستند إلى فرضيات رغم شيوعها قد لا تثبت دائما في واقع الممارسة. إذ لا تؤيد البيانات الصلابة القطعية للمضاعف النقدي اي قد لا يرتفع عرض النقد بنسبة زيادة الأساس النقدي جراء شراء البنك المركزي للدين الحكومي (تنقيد الدين). كما ان سرعة دوران النقود هي بدورها متذبذبة ما يعني ان الطلب الكلي لا يرتفع بنسبة ارتفاع النقود. بل يمكن لنفس المقدار من السلع والخدمات أن يقترن بكمية اقل او اكبر من النقود. والبيانات المشورة عن الدول الأخرى تفيد تذبذب المضاعف النقدي وسرعة دوران النقود (المصدر السابق ,25).

إن انخفاض وتيرة التضخم في العراق يعطل الكثير من سلبيات تنقيد الدين الحكومي. لكن تبقى ضغوطات سوق الصرف التي تستنزف الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي مع سعر صرف منخفض للدولار وقلة العملة الأجنبية المباعة من وزارة المالية للبنك المركزي هي التي ترسم النطاق المناسب لتنقيد الدين. وتواجه السياسة النقدية، كما هو متوقع، القيود التي تمليها المالية العامة لمواجهة العجز وما ينبثق عنه من تنامي حجم الدين العام. ويضاف إلى الهيمنة المالية المتعارف عليها تلك في اقتصاد نفطي تقلبات سعر النفط والتي تنعكس بنفس النسبة في ميزان المدفوعات. وهكذا تصبح الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي صعودا ونزولا تابعة لتقلبات سعر النفط وتدابير تمويل العجز الحكومي: ترتفع اسعار النفط فتزداد فقرة صافي الموجودات الأجنبية للبنك المركزي وعندما تنخفض تلك الأسعار يرتفع رصيد صافي الائتمان المحلي (للحكومة والمؤسسات المصرفية) في الميزانية العمومية للبنك المركزي لمواجهة عجز الموازنة وإقراض المصارف لتعويض جزء من آثار انحسار الأنفاق الحكومي وهي تجربة العراق بعد هبوط اسعار النفط نهاية عام 2015. والتدابير التي اعتمدها العراق تنسجم مع مفهوم السياسات المعاكسة للدورة، وهي المحبذة على نطاق واسع، لكن ضخامة عجز الموازنة وضحالة السوق المالية تجعل مضامينها في العراق مختلفة.

وقد نجحت البلدان الناهضة، على الأغلب، في تظافر السياسة المالية والنقدية لتقليص تذبذب الناتج (22, P 2) . واستطاعت تلك البلدان بين عامي 1990 و2007 بالمجمل خفض نسبة عجز الموازنة والدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهكذا تراجعت الهيمنة المالية كثيرا. لكن بلدان النفط مثل العراق وفنزويلا، او التي للنفط دور مهم في ماليتها العامة وميزان المدفوعات مثل روسيا وإيران، لا زالت بنوكها المركزية تواجه مشكلات الهيمنة المالية ارتباطا مع عجز الموازنة، او تقلبات عرض العملة الأجنبية وما يتبعه من صعوبات إدارة سوق الصرف وانعكاسات تغير سعر الصرف في المستوى العام للأسعار.

5. التدفقات النقدية وإدارة الدين العام :

يقال عادة، وهو صحيح، لا يستطيع البنك المركزي اتخاذ قرارات عقلانية في السياسة النقدية ما لم يعلم مقدار وآجال الدين الحكومي الذي تنوي وزارة المالية إصداره. كما أن وزارة المالية يصعب عليها تحديد البنية الزمنية (الآجال) لدينها قبل ان تعرف كم يستطيع او يريد البنك المركزي تنقيده من الدين. وتتحسب إدارة الدين لشحة السيولة التي تؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة خاصة مع تزايد مخاطر الائتمان. ومع استبعاد فشل الدين الحكومي، لأن الحكومة لا تضطر إلى عدم الوفاء بالتزاماتها على الأغلب، يستطيع البنك

المركزي تأمين السيولة المطلوبة عبر نشاطه في السوق الثانوية . هذا في حالة الاقتراض بالعملة المحلية اما عند الاقتراض بالعملة الأجنبية فلا يستطيع البنك المركزي عادة حل مشكلة السيولة لأن الحكومة لم تقترض بالعملة الأجنبية إلا عند وصول الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي إلى مستويات منخفضة او هكذا يفترض حسب المبادئ الأولية في سياسات الاقتصاد الكلي وإدارة الدين.

وفي حين يعمل كل من البنك المركزي وإدارة الدين في نفس السوق على نفس الأدوات إلا ان الأهداف تختلف. فالبنك المركزي يهتم بالسيطرة على التضخم وقد يهتم ايضا بالحفاظ على مستوى من النشاط الاقتصادي الكلي قريبا من التوظيف الكامل للعمل والطاقة الانتاجية، ويحاول خفض مخاطر عدم الاستقرار في السوق المالية بمنحى اقتصادي كلي. بينما تركز إدارة الدين على التأليف بين خفض تكاليف الدين من جهة وتأمين إعادة التمويل وبالانسجام مع توقعات الإيرادات والنفقات الحكومية من جهة اخرى. وتبقى مخاطر العمليات وهي قابلة للخفض كثيرا مع دقة التنظيم والوضوح القانوني والضبط الإجرائي، وهي من النوع الذي لا يرتبط باستراتيجيات الدين والسياسات المالية والنقدية ذات العلاقة. ولكن لا ينبغي التهوين من مخاطر العمليات لأن طبيعة العمل في الأسواق المالية تتطلب الدقة والنزاهة وسلامة الإجراءات والالتزام بالتوقيتات حسب التعليمات وتحاشي الأخطاء.

لا شك في اعتماد إدارة الدين على التنبؤ بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة حسب الأبواب الرئيسية والفرعية لتلك التدفقات وفي العراق تمس الحاجة إلى إعداد جداول، كشوفات، التدفق النقدي Cash Flow بالعملتين الوطنية والأجنبية لأن قرار الدين يكون بعملة معينة. ويختلف قرار الاقتراض من الخارج او عبر إصدار ادوات دين بعملة اجنبية عن الاقتراض الداخلي بالعملة الوطنية. لأن الاقتراض من الخارج يستند إلى حاجة اكيدة لتمويل عجز كبير في ميزان المدفوعات تتعذر مواجهته بالاحتياطيات الدولية للبنك المركزي. وقد تكون إدارة نقد الموازنة مستقلة عن إدارة الدين او كلاهما في دائرة واحدة، بل وحتى يمكن ان توكل مهمات إدارة نقد الموازنة وما يتصل بها من إعداد تقارير وتنبؤات إلى دائرة الدين ذاتها.

الهدف الرئيس لأداره نقدية الموازنة ان يتوفر المقدار المطلوب من النقدية Cash في الوقت المناسب. وهذه العملية تتضمن تكاليف ومخاطر، و في ايام العسر المالي وظرف التقشف تزداد اهمية الإدارة الجيدة لنقدية الموازنة. ومن الواضح أن إدارة نقدية الموازنة تستند إلى تقديرات للتدفقات الداخلة والخارجة في الفترات المقبلة، ويتطلب الأمر تحديث مستمر لتلك التقديرات. وهنا يأتي الاقتراض وسيلة لسد الفجوة بين المقبوضات والمدفوعات المتوقعة. وبهذا المعنى يمثل تحليل التدفق النقدي وتوقعاته صلة الوصل بين الموازنة العامة وإدارة الدين والبنك المركزي لكي يتعرف بدوره على اوضاع السيولة المرتقبة في السوق بالعلاقة مع نقدية الموازنة وفائضها وعجزها من وقت لآخر.

هناك علاقة مهمة بين إدارة النقدية والاقتراض، وإن الاحتفاظ بأكبر قدر من النقدية تحت تصرف وزارة المالية (الخزانة) دائما هو الأفضل لتقليل الحاجة إلى الاقتراض وخفض كلفة التمويل. اما تحويل المزيد من الموارد لتحتجز في ارصدة الوحدات الاتفاقية، عاطلة، فلا يساعد في السيطرة على الموارد اصلا ناهيك عن مسألة الاقتراض وقواعد الإدارة المثلى للنقدية (6, P5) . وفي الأصل تكون الوحدات المخولة بالأنفاق وتلك المسؤولة عن تحصيل

الإيرادات هي التي تقدم التنبؤات حول التدفقات النقدية ويجري تجميعها وتنسيقها لتحاشي الازدواج واستكمال النواقص. لكن عندما لا تكون تلك الدوائر مستعدة او لا تتوفر شبكات لتبادل سريع للمعلومات يصبح اللجوء إلى الطرق الإحصائية لا غنى عنه. والتنبؤات غير الدقيقة ليست بلا ثمن إذ ستقود اما إلى عدم كفاية النقدية في وقت ما او إلى فائض ليس ضروريا ومع اخطاء التقدير هذه لا يكون حساب الحاجة إلى الاقتراض دقيقا.

وفي بلدان اخرى تعتني إدارة الموازنة بأدق التفاصيل وفي بريطانيا مثلا تحث التعليمات على إبقاء النقدية في الخزانة، وتهتم بعوائد الفائدة على المبالغ التي بقيت لدى المصارف التجارية في حسابات الوحدات الاتفاقية والتي ينبغي ان تكون في المقادير الدنيا (6, P7). وإلى جانب ما تقدم يجري التأكيد على أفضلية خدمات الصيرفة الحكومية على الصيرفة التجارية. ومن القواعد المعتمدة في دول أخرى، بريطانيا مثلا، ان الدائرة المسؤولة عن إدارة نقد الموازنة لا بد ان تعتمد سياسة عمل واضحة ومقرة رسميا تبين المسؤوليات وإجراءات تحظير معلومات التدفق النقدي. واستخدامات الحسابات المصرفية. وايضا، كيفية استثمار الفوائض النقدية، وكيفية التعامل مع المخاطر ومفاضلتها مع العوائد، والسيولة المطلوبة شهريا تحددها تلك الدائرة.

ومن المهمات الأساسية لأداره نقد الموازنة تحديد الفقرات الرئيسية في التدفقات النقدية داخلة وخارجة وتوقع التدفقات يعتمد على اسس من بينها خطط الأنفاق. وقد تعتمد الدائرة اولويات عند الضرورة في إتاحة النقد حسب الاستخدامات. وتدقق، عادة، طرق إعداد التنبؤات وتختبر بالتجربة لتحسينها. ومن جملة وسائل تسهيل إدارة نقد الموازنة بل ربما اهمها مركزية التدفقات فمثلا في بريطانيا عندما اعلن بنك انكلترا عن عدم الاستمرار في تقديم خدمات صيرفة حكومية جزئية retail عام 2004 ونفذ الانسحاب عام 2008 تعاقدت الحكومة مع مصرفين لأداره العمليات النقدية للموازنة، ولكن بقيت الأموال في البنك المركزي في الحساب الرئيسي هناك. وفي كندا تجري التسويات يوميا الساعة الثالثة مع الحساب الرئيسي في البنك المركزي وهكذا في العديد من الدول الأخرى. وذلك يعني ان إدارة النقدية Cash Management تجري بالارتباط الوثيق مع صيرفة الموازنة العامة والتي تسمى خدمات الصيرفة الحكومية، ومن اهم مصادر المعلومات حركة الحسابات المصرفية للموازنة والتي تظهر نتيجتها تجميعية في الحساب الرئيسي لدى البنك المركزي .

تبادل المعلومات بين إدارة الدين الحكومي والبنك المركزي لا بد ان بقصد منه مراعاة انسجام إجراءات كل منهما مع متطلبات العمل السليم للسوق المالية. وقد يكون التنسيق الرسمي بين السياسة النقدية وإدارة الدين لا غنى عنه في بلد مثل العراق بل وحتى في البلدان الناضجة ماليا، رغم تأكيد الأدبيات على أهمية استقلال البنك المركزي. والبنك المركزي لا يتمكن من التنبؤ بالسيولة في السوق مالم يعلم مسبقا حجم الإصدارات الجديدة وعملة الاقتراض وآجال الديون المطلوبة. ومن المهم لدائرة الدين ان تعرف السياسة النقدية في القريب العاجل على الأقل، ومن الضروري تحاشي التعارض بين عمليات كل منهما.

دور البنك المركزي العراقي في تنظيم المزادات لحوالات الخزانة والتسويات يوجد ما يماثله في دول اخرى، إذ في كولومبيا مثلا تقرر وزارة المالية مقدار التمويل المطلوب بالاقتراض وتترك للبنك المركزي توقيت المزادات والتسويات وبقية المهام. وفي كوريا الجنوبية يشرف البنك المركزي على إصدارات الدين ويبيع ويشتري السندات نيابة عن

الحكومة (12, 64) . وإلى جانب إدارة الدين ذاتها، عندما يكون البنك المركزي حائزا لجزء كبير من الدين الحكومي وفي نقس الوقت لديه إصداراته التي يلجأ إليها للتعقيم تصبح اختياراته في تدوير او عدم تدوير ما يحتفظ به من اوراق الدين الحكومي من اخطر ما تعتني به وزارة المالية، وذلك إضافة على اهمية حجم إصداراته من حوالاته هو.

وتهتم إدارة الدين الحكومي بمختلف المخاطر للسيطرة عليها بمستويات منخفضة وبالتالي خفض كلفة الدين. وتعد تغيرات اسعار الفائدة محورا رئيسيا لعمل إدارة الدين لأن تغير سعر الفائدة لا يعني فقط تغير كلفة الإصدارات الجديدة، إنما تتغير اسعار السندات. لأن سعر السند في السوق عبارة عن قيمته الحالية، وتخصم مدفوعات الفائدة المستقبلية والقيمة الأسمية للسند بسعر الفائدة الجديد. ولذلك مع تغير اسعار الفائدة ترتفع او تنخفض قيمة الدين الحكومي (ملحق الإيضاحات). وهنا تبرز مخاطر اسعار الفائدة لإعادة التمويل (الاقتراض بسندات جديدة لإطفاء ديون قديمة). وتبعا لذلك تكون مخاطر اسعار الفائدة اكبر على مهمة تدوير الدين كلما كان متوسط امد الدين اقل، بينما يتزايد اثر سعر الفائدة في اسعار السندات مع طول الأمد (2, PP 12-13). وهناك مخاطر تغير اسعار الصرف وهنا عندما تنخفض قيمة العملة الوطنية ترتفع قيمة السندات الأجنبية مقاسة بتلك العملة. ورغم كثرة الكلام حول استقلال البنك المركزي في مختلف دول العالم، عن مهمات إدارة الدين العام، لكن الوقائع تفيد انه ينحاز نحو خفض كلفة التمويل، ويتبنى سياسات لتسهيل استيعاب السوق لإصدارات الدين الحكومي وتدويره.

6. الاقتراض بالعملة الأجنبية والعائد على السند السيادي

تسمى السندات التي تصدر بالعملة الأجنبية سندات اليورو. لكن عندما تصدر حكومة العراق، مثلا، سندا بالدولار في الولايات المتحدة الأمريكية يسمى سندا اجنبيا Foreign Bond . وعندما يصدر السند بالعملة الوطنية ويسوق في بلدين او اكثر يسمى سندا عالميا Global Bond.

منذ عام 2009 باشرت الدول المتقدمة سياسات نقدية جديدة ومغايرة لما اعتادت عليه للخروج من شباك الأزمة المالية بمقاومة الانكماش وتحريك النمو. ولذلك نفذت البنوك المركزية بالتعاون مع الحكومات برامج لشراء الأصول المالية بالحجم الكبير. ومن نتائجها انخفضت اسعار الفائدة كثيرا هناك، ولأن رؤوس الأموال تبحث عن عوائد اعلى ازداد تدفقها نحو البلدان الناهضة والنامية من نصف ترليون دولار في السنة بالمتوسط بين عامي 2000 و2007 إلى 1.1 ترليون دولار بالمتوسط السنوي بين عامي 2010 و2013 وذلك للإجمالي دون الصافي (8, P2). وازدادت نتيجة لهذه التوجه اموال المستثمرين، من البلدان المتقدمة، الموظفة في سندات واسهم البلدان النامية والناهضة. لكن، وكما هو متوقع تتفاوت الدول في اجتذابها لتلك الأموال الباحثة عن فرص الاستثمار المالي، كما تختلف معدلات العوائد المرضية للمستثمرين من دولة لأخرى. ومن اهم العوامل المفسرة لتفاوت العوائد تقدير المخاطر والتي تعكس في الجدارة الائتمانية للحكومات والمؤسسات. واستقبلت اندونيسيا على سبيل المثال تدفقات رأسمالية في السنوات ما بعد 2008 وظفت في شراء الأسهم وسندات الدين الحكومي واقترنت تلك التدفقات مع انخفاض العائد على السند الحكومي (10, P201). و الإصدار الخارجي لسندات الدين من البلدان النامية والناهضة ليس من

الظواهر الجديدة وقد اتسع حجم الإصدار بعد الأزمة المالية الأخيرة ويقدر 400 مليار دولار عام 2014 وكان 64 مليار دولار عام 2000 وتنامى بمعدل 24 بالمائة سنويا بين عامي 2009 و 2014. لكن بلدان جنوب آسيا والشرق الأوسط وأفريقيا هي الأقل في الإصدارات الخارجية التي توسعت فيها الصين كثيرا وتجاوزت بذلك امريكا اللاتينية (8, P6) .

ويفهم من توسع الصين بالإصدارات الخارجية ان طرح سندات دين يشتريها الأجانب في هذه الحالة ليست لتمويل عجز في ميزان المدفوعات بصورة غير مباشرة، اي تمويل عجز موازنتها وشركاتها من الخارج بتدفقات رأسمالية تعوض عجزا في الحساب الجاري. بل ان الانفتاح المالي وانخفاض الخطر وقوة الاقتصاد تدفع الأجانب للاستثمار المالي هناك والذين لا يترددون في شراء ادوات دين حكومي بالعملة المحلية إذا كانت اسعار الصرف مستقرة واسعار الفائدة مناسبة. ومع ذلك تبقى العلاقة المنطقية بين الاقتراض من الخارج ووضع ميزان المدفوعات الجارية سارية فقد بينت دراسة البيانات الأحدث في البلدان الناهضة ان الدين الخارجي يرتبط عكسيا مع وضع الحساب الجاري لميزان المدفوعات، وايضا توجد علاقة عكسية بين نسبة الائتمان المقدم من الداخل إلى القطاع الخاص والاقتراض من الخارج لكنها ليست مؤكدة. اي كلما كان المركز المالي الدولي للبلد المعني افضل بدلالة ميزان المدفوعات تتضاءل حاجته للاقتراض من الخارج (8, PP 31-32). وتفيد البيانات ان إصدارات الدين الخارجي كانت اغلبها للشركات وربعها للدين السيادي عام 2014.

في البلدان النفطية ترتفع المخاطر في نظر المستثمر الأجنبي كلما كان الدولار اقوى وسعر النفط ادنى، وفي العراق تضاف عوامل سلبية اخرى منها التأخر في إنهاء التسوية الرسمية للمديونية الخارجية مع بعض الدول نتيجة لمشاكل سياسية ومخلفات حرب الكويت ، والانقسام السياسي الداخلي والوضع الأمني . وايضا، يبقى حجم الدين الذي يمكن تمويله بسندات يشتريها الأجانب محدودا في العراق. وكل السندات التي صدرت عن البلدان النفطية من عام 2009 وحتى نهاية عام 2014 لا يتجاوز المتراكم منها 3.4 من وسيط الناتج المحلي الإجمالي لتلك البلدان (8, P7). ويتفاوت متوسط امد السنوات من البلدان الناهضة بين 6.7 سنة إلى 9 سنوات ويتغير حسب الأوضاع المالية الدولية ومجموعات الدول. اما العائد على السند بالمتوسط فقد انخفض بعد الأزمة و يتراوح بين عامي 2007 و2015 بين 5 بالمائة و8.4 بالمائة. وتلك المؤشرات لا تساعد إلا قليلا لمعرفة الحدود الممكنة لأسعار الفائدة المطلوبة في وقت محدد على إصدارات هذا البلد او ذاك. ويقدر حجم سندات الدين الخارجي للبلدان الناهضة في آذار 2015 بحدود 1.7 ترليون دولار ويطفأ منها 1.5 ترليون دولار في او قبل عام 2035.

ولم تشهد البلدان المتقدمة إخفاقا في احترام التزاماتها في المديونية السيادية منذ عام 1946. واليونان لا تعد استثناء من هذه القاعدة لأنها لم تكن اصلا من مجموعة البلدان المتقدمة. بل ان عضويتها في نظام النقد الأوربي سهل عليها الإسراف في الاقتراض ضنا ان تدوير الدين يبقى ممكنا مهما وصل حجمه. لكن الأزمة المالية الدولية، وتعرض الكثير من المصارف الكبيرة في اوروبا إلى خسائر ضخمة جعلتها بين الإفلاس والوضع الحرج، واهتمام الدول الاوربية الكبرى اقتصاديا بإنقاذ مؤسساتها فاجتمعت تلك العوامل لتظهر في ازمة المديونية السيادية لليونان. وقد اكدت تلك التجربة على:

- **أن الاعتماد على القروض الخارجية لتمويل مستويات مرتفعة من الأنفاق الحكومي يعرض الاقتصاد الوطني إلى مخاطر جمة.**
- **كما لا يجوز افتراض استمرار إمكانية تدوير ديون ضخمة نسبة إلى الإيرادات السنوية او الناتج المحلي الإجمالي اعتمادا على تمويل أجنبي. لأن وفرة الاموال المعدة للإقراض ليست دائمة بل ارتبطت اصلا بفوائض الصين والدول النفطية وجرى تدويرها في السوق المالية الدولية التي اصبحت متصلة في ظل الانفتاح المالي.**

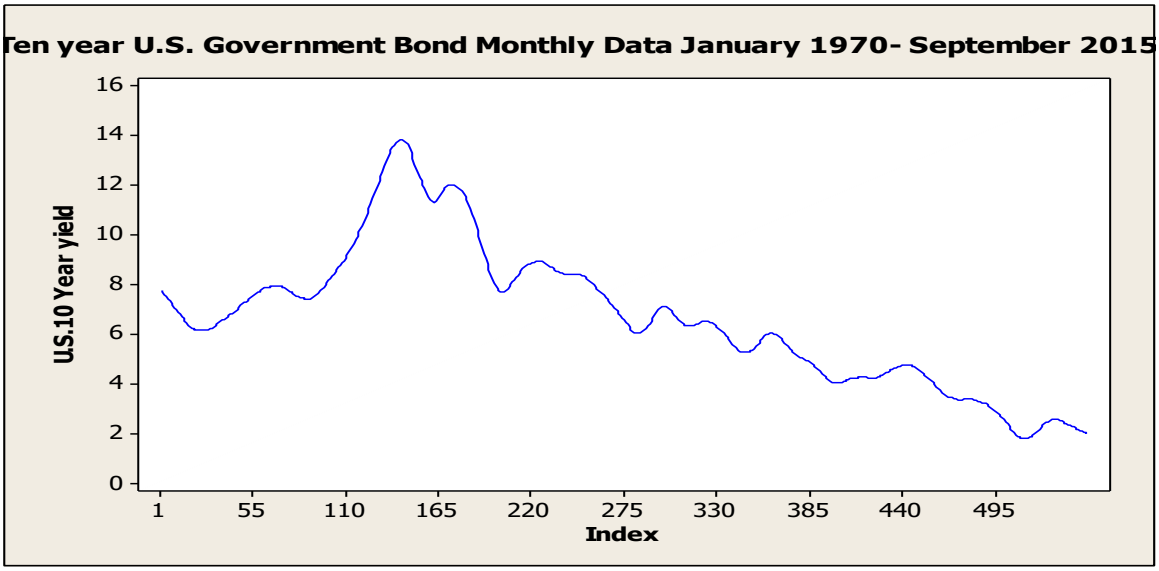
يتير سعر الفائدة في السوق المالية الدولية وهذه من الخواص الثابتة ولها اهمية بالغة في سياسة الدين وإدارته. وتتأكد هذه الأهمية مع الحجم الكبير للدين، ومن المخاطر التي تتحسب لها إدارة الدين تزامن وقت التدوير مع اسعار فائدة مرتفعة. إن سعر الفائدة على السند ألأمريكي هو الحد الأدنى الذي يضاف عليه انتشار السند السيادي Sovereign Spread للدول الناهضة. وعندما تتدهور الجدارة الائتمانية للدولة المدينة ويتسع الهامش الإضافي فوق الحد الأدنى، كما سيتضح، تقترب الدولة المدينة من نطاق الفشل. ومن المفيد استدعاء نمط تغير سعر الفائدة على السند الأمريكي لعشر سنوات في الشكل رقم (1) ادناه. ومن المنطقي ان تتغير اسعار الفائدة على قروض البلدان الناهضة من السوق المالية الدولية بنفس النمط بفارق الانتشار السيدي والذي يعني فرق سعر الفائدة (او العائد) على السند الحكومي عن معدله للسند الخالي من المخاطر فهو هامش إضافي يقرره السوق حسب تقدير الجدارة الائتمانية للدولة المقترضة وعوامل اخرى.

الانتشار السيادي يعكس الخسائر المتوقعة نتيجة الفشل الائتماني وهامش الخطر. ويعبر هامش الخطر عن الخسائر غير المتوقعة وتقييم المستثمرين لهذا الخطر. وتقدر الخسائر المتوقعة للفشل الائتماني السيادي بحاصل ضرب احتمال الفشل بالخسائر في حالة حدوثه. فقد يؤدي الفشل إلى إعادة هيكلة الديون ما يعني تنازل الدائن عن جزء من قيمة الدين، او ان اسعار السندات تنخفض في السوق ويعبر مقدار الانخفاض عن خسارة الفشل ... وهكذا. اما علاوة الخطر Risk Premium فهي عوض احتمال زيادة الخسائر المتحققة على المتوقعة ولهذا توصف بالغموض. وعلاوة الخطر تلك ليست متناظرة لأن الخسائر الممكنة من الفشل الائتماني كبيرة نسبة إلى منافع غياب الفشل. وتستخدم تقارير التصنيف الائتماني لتقدير الخطر السيادي لكنها قد لا تكفي للمستثمرين لأنها تعكس خصائص بعيدة الأمد نسبيا بينما يهتم المستثمر بالخطر في وقت معين هو وقت القرار الاستثماري. وعادة ما يضيف المستثمر المؤشرات الأخرى لعبء الدين والاستدامة في قرار حيازة سندات الدين الحكومي للدول الناهضة. كما تلعب الضمانات التي تقدمها الحكومة المقترضة دورها في تحديد سعر الفائدة إضافة على جميع تلك العوامل.

شكل رقم (1)

سعر الفائدة على السند الحكومي الأمريكي لعشر سنوات

بين كانون الثاني 1970 و ايلول 2015



مصدر البيانات:St. Louis Federal Reserve Economic Data Base

مبادلات الفشل الائتماني Credit Default Swaps (CDS) هي اتفاقيات بين المقرض ومؤسسات في السوق المالية، للتأمين على القرض، وتعكس اسعار هذه التأمينات مخاطر الدين ولها صلة بالتقييم الائتماني ومفهوم الانتشار، اي الفرق بين سعر الفائدة او العائد على السند المعين والسند الخالي من المخاطرة لنفس الأجل. ويطلب المستثمرون اسعار فائدة مرتفعة على الدين السيادي في الأصناف الائتمانية غير الاستثمارية وترتفع مع تدني الصنف الائتماني لأن سعر التأمين على تلك الديون مرتفع. ويدفع مشتري التأمين CDS Holder إلى البائع ثمن هذا الضمان فصليا ربع المبلغ السنوي. وقد تجاوز سعر التأمين CDS في الثلث الأخير من عام 2015 نسبة 4 بالمائة من مبلغ القرض (السند) لأصناف التقييم الائتماني +B وما دون. وذلك لقاء تعهد البائع تعويض خسائر الدائن عند الفشل الائتماني. وهناك علاقة بين علاوة التأمين على الدين S واحتمال الفشل الائتماني P وما يسمى معامل الإنقاذ R أي نسبة ما يستعيده الدائن (حامل سند الدين السيادي مثلا) من مبلغ الدين عند الفشل الائتماني: S=(1-R)p ومنه p= S/(1-R)

فإذا كان احتمال الفشل 6 بالمائة، ومعامل الإنقاذ 50 بالمائة فإن علاوة التأمين اي سعر CDS ستكون 3 بالمائة وتكتب عادة بالنقاط الأساسية فيقال 300 bp . ويقدر احتمال الفشل من البيانات الفعلية للديون في الأصناف الائتمانية المختلفة وعادة ما تجمع وتنشر شركات تقييم الديون نسب متراكم الديون الفاشلة إلى متراكم الديون الصادرة في كل صنف من اصناف التقييم الائتماني. وتعد تلك النسب بمثابة احتمالات فعلية Empirical تتخذ اساسا لتقدير احتمال الفشل للدين الجديد وبالتالي علاوة التأمين على الدين وانتشار

العائد على السند (18, P4). ويقارن مشتري التأمين القيمة الحالية لمدفوعات التأمين بالقيمة الحالية المتوقعة للتعويض عند فشل الائتمان. بينما يقارن بائع التأمين القيمة الحالية للمقبوضات من علاوة التأمين حتى استحقاق الدين والقيمة الحالية المتوقعة لما سيدفعه تعويضا للدائن عن خسارته. ولأن الشركات البائعة للتأمينات CDS تتعامل بالحجم الكبير فعادة ما تغطي قيمة مبيعاتها من المبادلات تعويضات خسائر الديون المؤمن عليها وزيادة تمكنها من الاستمرار في السوق.

وتسعى حكومات الدول الناهضة للوصول إلى التصنيفات الائتمانية العالية وخاصة الانتقال من الأصناف الخطرة إلى الاستثمارية -BBB وما فوقها .وقد بينت دراسة ديون الدول الناهضة أن الانتقال إلى الدرجات الاستثمارية في التصنيف الائتماني يقترن بانخفاض جوهري في كلفة التمويل. والانتقال من +BB إلى -BBB لا يضاهيه، في خفض الانتشار، الارتقاء داخل الأصناف الاستثمارية. اما التحول داخل الأصناف غير الاستثمارية فليس له تأثير يعتد به في تقليص الانتشار (علاوة الخطر).

ومع ذلك قد تجد الدولة واطئة التصنيف الائتماني سوقا افضل لسنداتها إذا كانت نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي منخفضة، ومع الأسف لا يستطيع العراق الانتفاع من هذه الميزة بسبب بقاء رقم الدين الخارجي مرتفعا لامتناع دول عربية عن قبول معايير نادي باريس وعدم دخولها في اتفاقيات ثنائية اسوة بالدول الأخرى. اما حجم الاحتياطيات الدولية فله دور في تقليص الانتشار للدول في الأصناف الائتمانية غير الاستثمارية (19, P3). وفي عام 1996 كانت 80 بالمائة من سندات البلدان الناهضة دون الصنف الاستثماري، وفي عام 2003 انتقلت روسيا إلى الأصناف الاستثمارية وتراجعت إلى الأصناف دون الاستثمارية بعد انخفاض اسعار النفط ومداخلات ازمة اوكرانيا، والبرازيل انتقلت إلى الأصناف الاستثمارية عام 2008 . وأظهر تقرير صندوق النقد الدولي للاستقرار المالي (GFSR April2015) متوسط انتشار السند السيادي للدول الناهضة في العالم 404 نقاط اساسية نهاية عام 2014 بمعنى ان متوسط العائد على السند يزداد بحوالي 4 بالمائة على السند الخالي من المخاطر لنفس الأجل اي 400 نقطة اساسية. وفي امريكا اللاتينية 508 نقطة، وفي الشرق الأوسط 415 نقطة وفي العراق 579 نقطة، وفي آسيا 224 نقطة، وفي روسيا 569 نقطة اساسية. وفيما يلي ندرج التصنيف الائتماني الذي أعدته شركة Fitch عام 2015 لعدد من الدول بينها العراق وانتشار سنداتها السيادية نهاية عام 2014.

جدول رقم (2)

التصنيف الائتماني لشركة Fitch وانتشار السند السيادي بالوحدات الأساسية

الدولة	أرمينيا	سلفادور	فنزويلا	العراق	مصر	اكوادور	جمايكا	هنغاريا	جنوب افريقيا	الصين
التصنيف الائتماني	+B	+B	ccc	-B	B	B	-B	+BB	BBB	+A
انتشار السند السيادي	453	414	2457	579	351	883	485	213	238	170

المصدر: Countryeconomy.Com

ولا يرتبط الانتشار السيادي او العلاوة، على سعر الفائدة الخالي من المخاطر، بقوة مع التقييم الائتماني إذ تفيد البيانات ان تلك العلاوة تتفاوت بمديات مهمة لنفس الصنف من التقييم. وبين عامي1997 و2010 تراوح مدى الانتشار بين 110 نقطة اساسية في الصين و941 نقطة في سريلانكا وكان تقييم الأولى +A والثانية B نهاية فترة البيانات في شباط عام 2010. وبلغ الانتشار في تلك السنوات بالمتوسط للأصناف الائتمانية B و CC و CCC 618 و 829 و 971 بالنقاط الأساسية على التوالي، لكن الانحراف المعياري كبير ايضا وهو 359 و 446 و 425 على التوالي (19, p9).

وفي التالي وصف لأصناف الجدارة الائتمانية المعتمد لدى شركات التقييم الائتماني:

جدول رقم (3)

اصناف الجدارة الائتمانية السيادية

Moody	S&P	Fitch	الوصف	
الأصناف الاستثمارية				
Aaa	AAA	AAA	المستوى الأول في الجدارة	
Aa1	AA+	AA+	عالية	
Aa2	AA	AA		
Aa3	AA-	AA-		
A1	A+	A+	المتوسطة العليا	
A2	A	A		
A3	A-	A-		
Baa1	BBB+	BBB+	المتوسطة الدنيا	
Baa2	BBB	BBB		
Baa3	BBB-	BBB-		
الأصناف غير الاستثمارية (الخطرة)				
Ba1	BB+	BB+	محفوفة بالخطر Speculative	
Ba2	BB	BB		
Ba3	BB-	BB-		
B1	B+	B+	عالية الخطورة Highly Speculative	
B2	B	B		
B3	B-	B-		
Caa1	CCC+	CCC	خطر جسيم	
Caa2	CCC		بمنتهى الخطورة	
Caa3	CCC-		فشل ائتماني مع أمل التحسن	
Ca	cc			
	C			

C	D	DDD	حالة الفشل الائتماني	
		DD		
		D		

المصدر: Countryeconomy.Com

في الدول النفطية، عدا دول الخليج، تتعزز الجدارة الائتمانية السيادية عندما تكون الحاجة إلى الاقتراض الخارجي اقل وقت ارتفاع اسعار النفط، بينما تتراجع تلك الجدارة وتنخفض نوعية سندات الدين الحكومي في الخارج وتصنف عادة في الفئة غير الاستثمارية (الخطرة) مع انخفاض اسعار النفط. وحتى لو كانت تلك الديون لتمويل مشاريع ذات عوائد مرتفعة، إذ يتصور المقرضون (حملة السندات) أن الأموال التي اقرضوها تذهب لسداد ديون قديمة وليس لتمويل انشطة تساعد في تطوير قدرات البلد المقترض على مواجهة الالتزامات في المستقبل (433 ,21). وفي العقد الأول من القرن الحالي انخفض معدل العائد على سندات الدين الحكومي بنسب كبيرة وسطها 34 بالمائة في البلدان التي توفرت عنها بيانات) (23, P37. لكن معدلات العائد بقيت متفاوتة تعكس التباين في الجدارة الائتمانية وآثار عوامل التضخم وتغيرات سعر الصرف وعلى سبيل المثال في عام 2010 كان معدل العائد على السند الحكومي الصيني 3.3 بالمائة وفي البرازيل 11.8 بالمائة.

الخاتمة:

ينشأ الدين الحكومي نتيجة لعدم المرونة في خفض النفقات لتنسجم مع الإيرادات، ولصعوبة توليد فوائض لإطفاء الدين القديم، فيجري تدويره بانتظام ويضاف عليه، وعندما يقترب من حد الاستطاعة على الوفاء بالالتزامات تظهرازمة الدين السيادي. وبينت هذه الدراسة اختلاف الدول تبعا لمرحلة التطور الاقتصادي والعمق المالي في الحد المقدر لاستدامة الدين. لكن جملة المؤشرات المتداولة لقياس عبء الدين والتي راجعتها الدراسة تقدم بمجملها دليلا للسياسة وتعتمد في تقييم الجدارة الائتمانية للدول.

ولأن ديون العراق الخارجية القديمة لم تحسم بعد من الصعب الحكم على ثقل المديونية في العراق استنادا إلى الأرقام الأولية للمطالبات. بيد ان العجز الذي ظهر كبيرا عام 2015 و يستمر لعام 2016 أعاد الدين العام بقوة موضوعا للسياستين المالية والنقدية.

أن تمويل العجز وتدوير الديون وما يتصل بهما من اسعار الفائدة ودور المصارف والسوق المالية تصبح اكثر فأكثر مهيمنة على العمليات والسياسات النقدية. ولقد بينت هذه الدراسة الكيفيات التي تتفاعل بها متغيرات الدين الحكومي مع اهداف وادوات سياسات الاقتصاد الكلي. ومثلما يساعد تمويل العجز في الحفاظ على النشاط الاقتصادي مستقلا ، بهذا القدر او ذاك، عن قيود الإيراد، فإن الانتزاع القسري لنفقات خدمة الدين من إيرادات ليست مرنة في المستقبل سوف ينعكس سلبا على النمو والتشغيل آنذاك.

ومع تزايد ثقل اوراق الدين الحكومي في السوق المالية يكون لتغيرات القيمة السوقية للدين آثارا لا يستهان بها في الاستقرار المالي، ومن هذه الزاوية يضطر البنك المركزي إلى مراعاة اسعار الفائدة على الإصدارات الحكومية الجديدة في إدارة السيولة. وفي هذا السياق ايضا يعتمد الاستثمار في ادوات الدين الحكومي على التوقعات حول مستقبل اسعار الفائدة واسعار الصرف والجدارة الائتمانية.

وتبقى المعالجة الجذرية لمشكلة الدين الحكومي في إصلاح أجهزة الدولة لخفض تكاليف اداء الوظائف السيادية وتقديم الخدمات العامة والنهوض بالاقتصاد عبر تطوير القاعدة الإنتاجية وتنويعها.

ملحق إيضاحي بمفاهيم سوق السندات:

- **خيارات الإطفاء المبكر Redemption Options : عندما يرتفع سعر الفائدة في السوق ينخفض سعر السند دون قيمته الأسمية Par Value . لأن سعر الفائدة الجديد سيكون سعر خصم لتدفقات الفائدة ومبلغ القرض الأصلي عند الاستحقاق، و لأن سعر السند في السوق هو القيمة الحالية لمجموع تدفقاته. ولو فرضنا ان سعر الفائدة الحالي 5 بالمائة وارتفع إلى 8 بالمائة ومبلغ السند Face Value مليون دينار وأجله T من السنوات فإن سعره في السوق PVB بثبات المخاطر سيكون:**

$$PVB= 50000(\Sigma (1/1.08)^t) + 1000000 (1/1.08)^T \quad ; t= 1,2,\dots,T$$

فعندما تكون مدة السندT 5 سنوات فإن سعره في السوق او قيمته الحالية هي

$$PVB_5 = 50000(3.99271) + 1000000(0.680583)$$

$$PVB_5 = 199635.5 +680583 = 880218.5$$

ولو كانت مدة السند T 15 سنة فإن سعره في السوق او قيمته الحالية هي

$$PVB_{15} = 50000(8.55984) + 1000000(0.315242)$$

$$PVB_{15} = 427992 + 315242 = 743234$$

وهكذا كلما طال الأمد اي تأخر وقت الاستحقاق Maturity Time ينخفض سعر السند في السوق عندما ترتفع اسعار الفائدة لأن القيمة الحالية تنخفض مع طول المدة لأن معامل الخصم $(1/1+r)^t$ يصبح اقل. وتحسبا لهذا الاحتمال وهو وارد في السوق المالية يفضل بعض المستثمرين شراء سندات مع خيار الإطفاء المبكر ويسمى هذا الصنف من السندات القابلة للإرجاع Puttable Bonds اي يعيدها المستثمر للجهة التي اصدرتها ويستوفيها ليستثمر المبلغ بسعر فائدة اعلى. وعادة يكون خيار الإعادة مع سعر فائدة دون مستوى السوق للسندات بدون ذلك الخيار.

وبالعكس هناك خيار الاستعادة Call Option للجهة التي تصدر السندات وتسمى Callable Bonds وتتحمل هذه السندات علاوة Premium على سعر الفائدة السائد لحظة الإصدار. فعندما تنخفض اسعار الفائدة من مصلحة الحكومة المقترضة إطفاء السندات السابقة ذات سعر الفائدة المرتفع لأبدالها بسندات مع سعر الفائدة الأدنى. وبكلمة اخرى عندما ترتفع اسعار الفائدة تنخفض القيمة الحالية للدين القديم والعكس صحيح ، وفي الحالة الأولى يستفيد الحائز من خيار الإطفاء المبكر وعندما تنخفض اسعار الفائدة يستفيد المقترض (جهة الإصدار) من خيار الإطفاء المبكر. ومن المتوقع ان الميل لحيازة السندات مع خيار الإطفاء المبكر يزداد عندما تكون اسعار الفائدة وقت الحيازة شديدة الانخفاض لأنها سترتفع. بينما يشتد ميل المقترض لإصدار سندات مع حق الإطفاء المبكر عندما تكون اسعار الفائدة عالية بشكل استثنائي وقت إصداره للسندات كما هو وضع العراق ، على سبيل المثال، عام 2015 . فلو فرضنا ان سعر الفائدة كان 10 بالمائة واصبح 5 بالمائة وبقيت 10 سنوات على إطفاءه فإن القيمة الحالية للسند بمبلغ 1000 دولار تكون :

$$PVB_{10} = 100(7.72173) + 0.61393(1000) = 1386.1$$

ومن المعلوم ان عبء الدين يقدر بقيمته الحالية وهو المعتمد في دراسات استدامة المديونية، اي ان انخفاض سعر الفائدة يرفع قيمة الدين وبهذا يكون الإطفاء المبكر من مصلحة الحكومة التي اصدرت السندات (خيار الاستدعاء). وتختلف الأسواق المالية في تقاليد التعامل مع هذه الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية يمكن للمصدر (المقترض) الاستدعاء في اي وقت بعد فترة متفق عليها تسمى فترة الحماية من الاستدعاء **Call Protection Period** وفي اوروبا تعين اوقات محددة لمزاولة الخيار.

العائد Yield وسعر السند : العائد الاسمي على السند هو سعر القسيمة **Coupon Rate** ، ويصح هذا التعريف للعائد عندما تكون القيمة الأسمية للسند مطابقة لسعر السوق وهو الحال عند الإصدار. وعندما يختلف سعر السند في السوق عن قيمته الأسمية (مبلغ شرائه عند الإصدار الأولي) يختلف العائد عن سعر القسيمة. وعادة ما يعتمد التحليل على العائد إلى وقت الاستحقاق **Yield to Maturity** وهو سعر الخصم الذي يساوي القيمة الحالية للسند مع سعره في السوق. والقيمة الحالية للسند معرفة آنفا بأنها القيمة المخصومة لتدفقات الفائدة والقيمة الأسمية.

فإذا كان سعر السند في السوق، على سبيل المثال، 1077 دولار وقيمته الأسمية 1000 دولار وسعر القسيمة 6 بالمائة ومدته إلى الاستحقاق 10 سنوات من المعادلة ادناه:

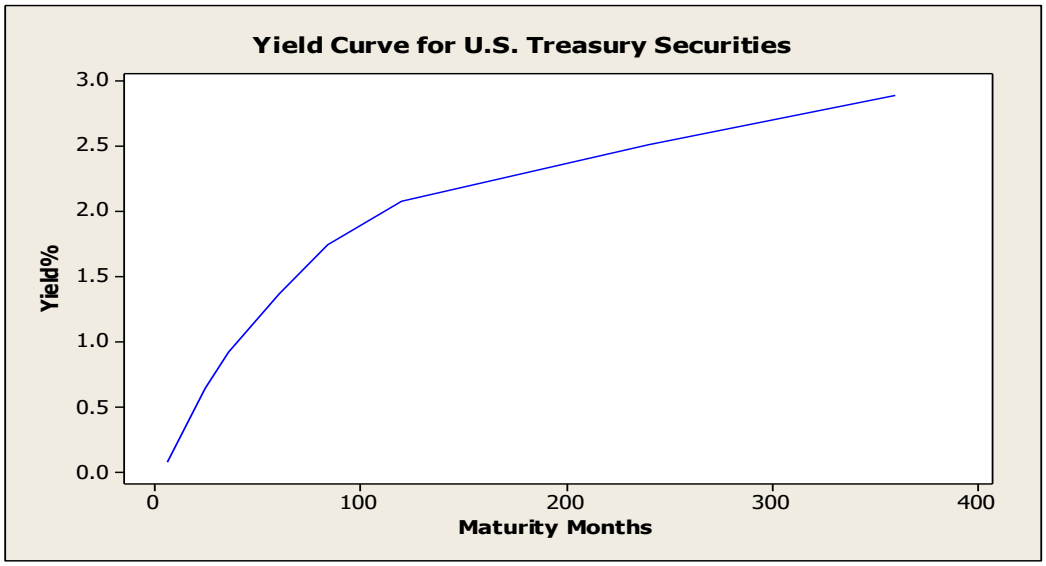
$$BMV = C(SUM(1/1+YTM)^{t})+B_n(1/(1+YTM)^{10})$$

حيث BMV سعر السند في السوق؛ C مدفوعات الفائدة حسب سعر القسيمة؛ B_n القيمة الأسمية للسند؛ YTM معدل العائد السنوي إلى وقت الاستحقاق وهو سعر الخصم الضمني. ونعرف أن معدل العائد السنوي إلى وقت الاستحقاق YTM هو 5 بالمائة لأنه سعر الخصم الوحيد الذي يساوي القيمة الحالية للسند (الطرف الأيمن) مع سعر السند في السوق (الطرف الأيسر). ولو كان سعر السند، آنف الذكر، في السوق 1163 دولار فإن العائد 4 بالمائة. وعندما يصبح السعر 929 دولار فإن العائد 7 بالمائة. وبلغة ابسط ان السوق يوحد العائد على إصدارات مختلفة عبر تغير سعر السند ليكون مساويا لسعر القسيمة على الإصدار الأخير. ولهذا تكون العلاقة عكسية بين سعر الفائدة وسعر السند .

ومن معدلات العائد على السندات لآجال مختلفة يرسم منحنى العائد الذي يبين العلاقة بين الفائدة والأجل. ومن الناحية المبدئية يرتفع سعر الفائدة بعلاقة طردية مع طول ألأجل. ولكنه قد يشذ عن هذه القاعدة كما في بداية الأزمة الأخيرة عندما ارتفع سعر الفائدة للأجل القصير فوق سعر الفائدة لسند الأجل البعيد في امريكا الشمالية واوروبا. ومن نافلة القول ان منحنى العائد يختلف من دولة لأخرى ويختلف من وقت لآخر لنفس الدولة. ولذلك يرسم في سوق معين لإصدارات في نفس الوقت لآجال مختلفة ، وغذا كان العائد منتظما في تصاعده طرديا مع الأجل يتفاءل المستثمرون بأن الاقتصاد بعيد عن الأزمة.

وعلى سبيل المثال كان منحنى العائد ليوم 7 تشرين الأول من عام 2015 لسندات الخزانة الأمريكية في الشكل التالي رقم (2):

شكل رقم (2)
منحنى العائد على سندات الحكومة الأمريكية في تشرين الأول 2015



مصدر البيانات: U.S. Department of the Treasury

ومرة اخرى إن هذا الشكل لا يتحقق دائما إذ يكون اقرب إلى الأفقي احيانا، و يحصل ان ينقلب ويثير في هذه الحالة تنبؤات متشائمة عن قرب انزلاق الاقتصاد نحو ازمة مالية.

مفهوم مدة السداد وحساسية سعر السند لتغير العائد Duration: وهناك تعريفان لهذا المفهوم الأول أنه متوسط المدة الزمنية لاستيفاء استحقاقات السند وعادة مدة السداد اقصر من الأجل بسبب مدفوعات الفائدة وكلما أرتفع سعر الفائدة اصبحت مدة السداد اقل. ولإيضاح المفهوم على نحو ابسط في الحوالات التي تستوفى فائدتها عند حلول الأجل التي تسمى سندات القسيمة الصفرية Zero Coupon Rate تكون مدة السداد مطابقة للأجل. وعلى سبيل المثال سند بقيمة اسمية 1000 دولار واجله ثلاث سنوات وسعر القسيمة 7 بالمائة، فسوف تستوفى 70 دولار بعد مرور سنة و70 دولار اخرى بعد سنتين و70 دولار ثالثة مع القيمة الأسمية بعد ثلاث سنوات وبالتالي فإن متوسط المدة الزمنية لاستيفاء دولار هي المتوسط المرجح بالمبالغ المستوفاة لتلك المدد:

BD= (70*1 +70*2+ 1070*3)/1210= 2.826

هذا التعريف الأول لمفهوم مدة السداد، وان مخاطر اسعار الفائدة تزداد كلما كان مؤشر المدة Duration أكبر. ولو انخفض سعر الفائدة في السوق إلى 6 بالمائة سيرتفع سعر السند إلى 1026.73 ليكون سعر الفائدة الجديد هو معدل العائد إلى نهاية الأجل. و بذلك يتغير سعر السند بنسبة 2.673 بالمائة نتيجة تغير سعر الفائدة بوحدة مئوية واحدة. ولو أرتفع سعر الفائدة إلى 8 بالمائة يكون سعر السند 974.229 وهنا يمكن الانتفاع من التعريف الثاني لمدة السداد وهو مقدار حساسية سعر السند لتغير سعر الفائدة (العائد) ، او التغير النسبي في سعر السندdBp إلى تغير العائد dYTM.

BD= dBp /dYTM

التغير النسبي في سعر السند ((1026.73-974.229)/1000)%

تغير الفائدة 2%

BD= 5.25%/2% = 2.625

وهذا يعني ان سعر السند يتغير بنسبة 2.625 بالمائة نتيجة تغير سعر الفائدة بوحدة مئوية واحدة. لكن مؤشر المدة يكبر مع طول الأمد ويعني في ذات الوقت ان حساسية سعر السند لتغيرات سعر الفائدة تزداد مع الآجال الأطول. ولو فرضنا ان السند الذي قيمته الأسمية 1000 دولار وسعر القسيمة 7 بالمائة اجله 20 سنة ، تكون مدة السداد Duration

BD=(70(1+2+…+20)+20(1000))/2400= 14.458

ونجرب التعريف الثاني (التغير النسبي لسعر السند استجابة لتغير سعر الفائدة بوحدة واحدة. فلو انخفض سعر الفائدة إلى 6 بالمائة سيكون سعر السند 1114.699 ولو ارتفع سعر الفائدة إلى 8 بالمائة يكون سعر السند 901.818 ويكون مؤشر المدة في هذه الحالة 10.644 اي ان سعر السند يتغير بنسبة 10.644 بالمائة نتيجة تغير سعر الفائدة بوحدة واحدة عندما يكون سعر القسيمة 7 بالمائة وأجل السند 20 سنة.

ومن المؤشرات واسعة الاعتماد مقياس مكاولي لمدة الاسترداد Macauly Duration والذي تبينه المعادلة التالية: حيث n الفترات الزمنية لحين اجل استيفاء مبلغ السند؛ t تسلسل الفترات الزمنية من 1 إلى n وهو في نفس الوقت عداد للفترات (السنوات)؛ c مبلغ القسيمة؛ y معدل العائد ؛ M قيمة السند التي تستوفى عند نهاية الأجل Maturity ؛ P سعر السند في السوق (24).

$$\text{Macaulay duration} = \frac{\sum_{t=1}^{n} \frac{tC}{(1+y)^t} + \frac{nM}{(1+y)^n}}{P}$$

ولنقيس مدة كاولي لنفس المثال آنفا لسند العشرين سنة وسعر القسيمة 7 بالمائة وسعر الخصم (معدل العائد) 6 بالمائة.

جدول رقم (4)
حساب مؤشر مكاولي

الزمن	معامل الخصم	مبلغ القسيمة المخصوم مرجح بالزمن
T	$1/(1+y)^t$	$ct/(1+y)^t$
1	0.943396	66.03774
2	0.889996	124.5995
3	0.839619	176.32
4	0.792094	221.7862

261.5404	0.747258	5
296.0834	0.704961	6
325.878	0.665057	7
351.3509	0.627412	8
372.896	0.591898	9
390.8763	0.558395	10
405.6264	0.526788	11
417.4543	0.496969	12
426.6435	0.468839	13
433.4549	0.442301	14
438.1283	0.417265	15
440.8838	0.393646	16
441.9237	0.371364	17
441.4332	0.350344	18
439.5823	0.330513	19
436.5266	0.311805	20
6909.026		المجموع

ولأن سعر السند 1115 لأقرب دولار والمقدار $nM/(1+y)^n$ هو 6236 يكون مؤشر مكاولي 11.789 .

بقي مفهوم التحدب Convexity والمقصود به التغير في المدة Duration نسبة إلى التغير في العائد. وللتبسيط نقول سعر السند في السوق دالة بالعائد: BP=f(YTM)

تكون مدة الاسترداد المشتقة الأولى لهذه الدالة أي : BD=df(YTM)/dYTM

بينما التحدب هو المشتقة الثانية لهذه الدالة أي: $Convexity= d^2 f(YTM)/dYTM^2$

حيث d هي التغير او رمز التفاضل.

المصادر:

(1)Philip, "Interactions Between Sovereign Debt Management and Monetary Policy Under Fiscal Dominance and Financial Instability", OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management No.3, OECD Publishing.

(1)Blumstein, Hans J and Turner,

(2) IMF, Revised Guidelines for Public Debt Management, IMF , 2014.

(3) Togo, Arico, Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework,

World Bank, Policy Research Working Paper 4369, September 2007 .

(4) SCHWARCZ , STEVEN L., Rollover Risk: Ideating U.S. Debt Default, *Boston College Law Review*, Vol. 55:1,2014.

(5) Zampolli , Fabrizio, Sovereign debt management as an instrument of monetary policy: an overview, BIS Papers No 65 97.

(6) National Audit Office, UK, Government Cash Management, 16 October 2009.

(7) Maguire, Steven, State and Local Government Debt: An Analysis, Congressional Research Service, USA, April 14, 2011.

(8) Feyen, Erik, Global Liquidity and External Bond Issuance in Emerging Markets and Developing Economies, Policy Research Working Paper WPS7363, World Bank Group, July 2015.

(9) Mehl Arnaud and , Reynaud Julien, Domestic Debt Structures in Emerging Markets :New Empirical Evidence, CES Working Papers,2008.59.

(10) Hendar, Mr. Fiscal policy, public debt management and government bond markets in Indonesia, BIS Papers No 67.

(11) Pesce , Miguel Angel, Fiscal policy, public debt management and government bond markets: issues for central banks, BIS Papers No 67.

(12) Filardo, Andrew , et al , Central bank and government debt management: issues for monetary policy, BIS Papers No. 67.

(13)Sanchez, Juan M., et al , Sovereign Default and Maturity Choice, Working Paper 2014-031B, Federal Reserve Bank OF St.. Louis.

(14) Countryeconomy.com

(15) Bi ,Huixin, et al , Fiscal Limits, External Debt, and Fiscal Policy

in Developing Countries, IMF Working Paper WP/14/49, March 2014.
(16) Kucko, Kavan and CHINN, Menzie D.The Predictive Power of the Yield Curve across Countries and Time, University of Boston and NBER, September 20, 2010.
(17) Remolona, Eli M, et al, Interpreting sovereign spreads, BIS Quarterly Review, March 2007.
(18) Deutsche Bank Research: Global Risk Analysis.
(19) Jaramillo, Laura and Tejada, Catalina Michelle, Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter, IMF Working Paper WP/11/44, March 2011.
(20)IMF , Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis, August 5, 2011.
(21) Budina , Nina and Wijnbergen, Sweder van , Managing Oil Revenue Volatility in Nigeria: The Role of Fiscal Policy, AFRI_427-460.qxd, 2008.
(22)Mohany, M S, "Fiscal policy, public debt and monetary policy in EMEs: an overview", in Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies, BIS Papers NO.67, October 2012.
(23) Mehrotra Aaron et al**, " Developments of domestic government bond markets in EMEs and their implications ", in op cit BIS Papers NO. 67.**
(24) http://www.investinganswers.com **.**
(25) (2015) علي، احمد إبريهي، الاقتصاد النقدي: وقائع ونظريات وسياسات، دار الكتب

(26) Weiss, Martin A., Iraq: Paris Club Debt Relief, CRS Report for Congress ,January 19, 2005
(27) Weiss, Martin A., Iraq's Debt Relief: Procedure and Potential Implications for International Debt Relief, March 29, 2011, CRS Report for Congress.
(28) موقع البنك المركزي
(29) Cleary Gottlieb Steen& Hamilton LLP, Newyork.
(30) IMF, IRAQ, IMF Country Report No. 15/235, August ,2015.