

أمانة مجلس وزراء المالية العرب

استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية

إعداد: د. نوران يوسف



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND



مجلس وزراء المالية العرب
COUNCIL OF ARAB FINANCE MINISTERS

2019

أمانة
مجلس وزراء المالية العرب

استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين
في الدول العربية

إعداد د. نوران يوسف

صندوق النقد العربي
أبوظبي – دولة الإمارات العربية المتحدة



المحتويات

- تمهيد..... 3
- ملخص تنفيذي..... 5
- أولاً: إطار الاقتصاد الكلي والدين العام في الدول العربية..... 7
- ثانياً: إطار إدارة الدين العام..... 22
- ثالثاً: استراتيجية إدارة الدين العام..... 35
- رابعاً: واقع سياسات واستراتيجيات الدين العام في الدول العربية..... 42
- خامساً: مؤشرات مخاطر محفظة الدين..... 45
- سادساً: الخلاصة والتوصيات..... 54

تمهيد

تعرض الدراسة واقع ومحددات الإطار الكلي لعمليات إدارة الدين العام في الدول العربية، وانعكاس ذلك على الاحتياجات التمويلية وكيفية التجاوب مع هذه الاحتياجات المتزايدة. تُبين في هذا السياق أيضاً التطور في حجم المديونيات العامة وهيكلها في الآونة الأخيرة في الدول العربية. كما تتطرق الدراسة إلى الجهود التي قامت بها عدد من الدول العربية لتطوير سياسات إدارة الدين العام على الصعيدين التشريعي والمؤسسي، حيث تم التركيز على تجارب الدول العربية في تنظيم مكاتب إدارة الدين العام. كذلك تتناول الدراسة مفاهيم استراتيجيات إدارة الدين، ومكونات وثيقة الاستراتيجية والمعايير والمؤشرات التي يتعين تضمينها، مستعرضة تجارب عدد من الدول العربية في هذا الشأن. تخلص الدراسة إلى مجموعة من التوصيات لتطوير الإطار المؤسسي لإدارة الدين العام، واقتراح معايير ومؤشرات للمخاطر بهدف بناء إدارة فعالة لمحفظه الدين العام.

وفي ذات السياق، تعتمد الدراسة في العديد من الأجزاء على إجابات الدول العربية على استبيان "استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية" الذي أعده صندوق النقد العربي، وهي المملكة الأردنية الهاشمية ومملكة البحرين والجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية ودولة الكويت وجمهورية مصر العربية والمملكة المغربية، في ضوء الأهمية المتزايدة لتطوير أسواق أدوات الدين بالعملة المحلية في الدول العربية، لتلبية الاحتياجات التمويلية المتزايدة وما يتطلبه ذلك من

جهود لتطوير إدارات واستراتيجيات فعّالة للدين العام، في الوقت الذي تشهد فيه الأسواق المالية نمو ملموس في إصدارات السندات والصكوك الحكومية.

اعتمد الاستبيان على ستة محاور تلقي الضوء على أبعاد عمليات إدارة الدين العام ومدى تطور حجمه ومدى وجود حيز مالي يُتيح للدولة تفعيل سياساتها الرامية لضبط المالية العامة. كما يتناول الاستبيان الإطار التشريعي والمؤسسي المنظمين لعمليات إصدار وتداول أدوات التمويل الحكومية، واستراتيجية إدارة الدين العام. كذلك يتعرض لجوانب واحتياجات تطوير كل من الأسواق الأولية والثانوية للأوراق المالية الحكومية وسياسات الإصدار وبناء منحنى عائد سيادي للدولة. أخيراً يلقي الاستبيان الضوء على قاعدة المستثمرين والتوزيع القطاعي لشرائح المستثمرين، ومدى مساهمة المؤسسات المالية غير المصرفية في أسواق الدين، إضافةً إلى التعرف على السياسات الضريبية وأنواع الضرائب المفروضة على الأوراق المالية الحكومية.

ملخص تنفيذي

يمثل الاقتصاد الكلي الإطار العام الذي يحكم أنشطة الدين العام للدولة، فتتأثر به وتتعكس تطورات الدين على مؤشراتته. حيث تركز إدارة الدين على وجود سياسات سليمة على صعيد الاقتصاد الكلي وفي القطاع المالي، لضمان استدامة مستوى الدين العام ومعدل نموه. وينبغي أن تعزز الترتيبات التنظيمية والمؤسسية الشاملة عناصر السياسة العامة لإدارة الدين، من حيث تيسير التنسيق بين كل من السياسة النقدية والسياسة المالية، وتطوير سوق الدين المحلي، والتحكم في التأثير المحتمل لهياكل الديون الخطرة على الميزانية، ورصد الالتزامات الطارئة المحتملة.

هذا وعلى ضوء ارتفاع عجز الموازنات وزيادة الاحتياجات التمويلية، اتجهت الدول العربية للتمويل من خلال طرح أدوات الدين محلياً ودولياً، الأمر الذي عزز من أهمية تنمية أسواق التمويل المحلية. حيث تعمل السلطات في العديد من الدول العربية، على رفع كفاءة عمليات إدارة الدين العام، بهدف تأمين احتياجات الموازنة من التمويل بأفضل التكاليف الممكنة وعند مستوى مقبول من المخاطر، ذلك من خلال الإدارة الرشيدة لعمليات الدين العام، ووضع الإطار المؤسسي الملائم، وزيادة القدرة على النفاذ إلى أسواق مختلفة لتلبية الاحتياجات التمويلية. سعت الدول العربية إلى تطوير أسواق أدوات الدين بشقيها الأولي والثانوي، بهدف تعميق أسواق الأوراق المالية الحكومية وتعزيز درجة السيولة فيها، من خلال تنويع الأدوات التمويلية ذاتها متضمناً ذلك أدوات التمويل المتوافقة مع الشريعة، كالصكوك السيادية، وسندات تمويل المشروعات أو السندات الإيرادية، وتنويع قاعدة المستثمرين لاستيعاب الزيادة في المعروض من أدوات الدين المطروحة.

في هذا الإطار، ولتعزيز هذه الجهود، من المناسب أن يكون هناك تحليل لعناصر التكلفة والمخاطر وإمعان النظر في أهداف هذا التحليل والاجراءات التي ينبغي القيام بها، ونشر نتائج هذا التحليل والمفاضلة بين البدائل المختلفة في وثيقة الاستراتيجية، التي تحدد أهداف عمليات إدارة الدين العام في الأجل المتوسط، سواء كانت كمية مثل تحديد سقف معين لأرصدة الدين في الدولة، ومعدل الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، أو متوسط مُعين لعمر الدين ونسبة الدين الأقل من عام، أو حجم الديون الأجنبية إلى المحلية، أو حجم الديون ذات معدل الفائدة المتغير.

كذلك، من الأهمية الاستمرار في سياسات تطوير إدارة الدين العام، مثل التوجه للتمويل من الأسواق المحلية. يشمل ذلك وضع خطط لتنمية وتعميق أسواق أدوات الدين المحلية، تشمل تنوع قاعدة المستثمرين، وضبط سوق الإصدارات الأولية وتعزيز السيولة في السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية، واستحداث آلية المتعاملين الرئيسيين في سوق أدوات الدين الحكومي، وضبط نشاط صانعي السوق، ذلك من أجل تعزيز كفاءة أسواق التمويل المحلية لاستيعاب المعروض من الأوراق المالية الحكومية.

أولاً: إطار الاقتصاد الكلي والدين العام في الدول العربية

يمثل إطار الاقتصاد الكلي المظلة التي تعمل تحتها أنشطة الدين العام للدولة، فتتأثر به وتتعكس على مؤشراتته. حيث تلعب الزيادة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي دوراً مهماً في تخفيض أعباء الدين ما لم يكن هناك زيادة في أرصدة الدين العام. كما يُشكل ميزان الفائض أو العجز الأولي، حجم الاحتياجات التمويلية المستقبلية، كذلك تلعب السياسات

النقدية دوراً مهماً في تركيبة أوراق الدين التي تصدرها الدولة لتمويل احتياجات الموازنة.

فيما يخص اقتصادات الدول العربية، فقد تأثر الوضع المالي بها بعدة عوامل خلال عام 2017، منها التطورات في أسعار النفط العالمية، والتي شهدت ارتفاعاً بعد عدد من السنوات سارت فيها الأسعار في اتجاه تنازلي، الأمر الذي أدى إلى زيادة حصيللة الإيرادات المالية في معظم الدول العربية النفطية¹.

عملت الدول العربية الرئيسة المُصدرة للنفط على تنويع موارد الموازنة العامة لتعزيز منعة اقتصاداتها إزاء الصدمات المترتبة على تطورات أسواق النفط العالمية، حيث برز اتجاه لتطوير الأنظمة الضريبية وزيادة الرسوم الحكومية بما يساهم في تقليل الاعتماد على إيرادات النفط في الموازنة العامة. وكان لعودة التعافي الاقتصادي في عدد من الدول العربية ذات الاقتصادات المتنوعة، وإن كان بوتيرة بطيئة، والإصلاحات الضريبية التي تم تنفيذها، دوراً كبيراً في زيادة حصيللة الإيرادات الضريبية في هذه الدول.

وبشكل عام، فقد ارتفع الرصيد القائم للدين العام الإجمالي (الداخلي والخارجي) في بعض الدول العربية المقترضة، المتوفر بشأنها بيانات وهي المملكة الأردنية الهاشمية والجمهورية التونسية وجمهورية السودان والجمهورية اللبنانية وجمهورية مصر العربية والمملكة المغربية والجمهورية الإسلامية الموريتانية، بنحو 6.1 في المائة ليصل إلى حوالي

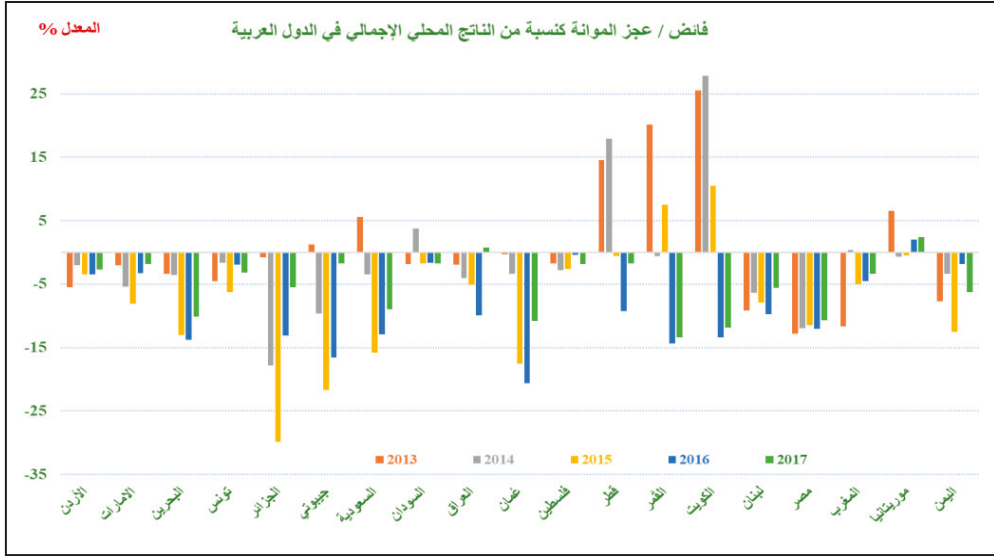
1 / تتضمن الدول العربية الرئيسة المُصدرة للنفط، دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية إضافة إلى العراق والجزائر وليبيا واليمن. وتشمل مجموعة الدول العربية ذات الاقتصادات المتنوعة، الدول العربية الأخرى.

658.5 مليار دولار في عام 2017، مقارنة بحوالي 620.4 مليار دولار في عام 2016. بذلك ارتفعت نسبة الدين العام للدول العربية المقترضة إلى الناتج المحلي الإجمالي لتبلغ حوالي 116.5 في المائة في المتوسط بنهاية عام 2017 مقارنة بحوالي 99.8 في المائة خلال عام 2016.

فيما يلي عرض لأهم الجوانب الكلية التي تؤثر على عملية إدارة الدين العام:

أ. **الموازنات العامة للدول العربية:** شهد عام 2017 تحسناً في الوضع الكلي للموازنات العامة مقارنة بعام 2016، على ضوء ارتفاع أسعار النفط العالمية خلال العام المذكور وجهود الإصلاح الضريبي والمالي وتنويع مصادر الإيرادات الحكومية التي قام بها عدد من هذه الدول. فقد تراجع عجز الموازنات العامة المُجمّعة للدول العربية بحوالي 96.2 مليار دولار ليصل إلى حوالي 151.4 مليار دولار في عام 2017، مقارنة بعجز بلغ حوالي 247.6 مليار دولار في عام 2016. كذلك تراجعت نسبة عجز الموازنة المُجمّعة إلى الناتج المحلي الإجمالي لتسجل 6.1 في المائة في المتوسط لمجموعة الدول العربية خلال عام 2017، مقابل عجز بلغت نسبته من الناتج المحلي الإجمالي 10.4 في المائة خلال عام 2016. كما يوضح الشكل رقم (1) حركة عجز/ فائض الموازنة العامة للدول العربية تفصيلاً خلال الفترة من 2013 إلى 2017. هذا، ويوضح الشكل رقم (9) تطور نمو الدين العام الإجمالي بالمقارنة بنمو الناتج المحلي الإجمالي ونمو عجز/ فائض الموازنة العامة للدولة لدى سبعة دول عربية المتوفر عنها بيانات الدين العام الداخلي والخارجي (الأردن، تونس، السودان، لبنان، مصر، المغرب، وموريتانيا).

الشكل رقم (1)



* / بيانات فعلية أولية، المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد – إصدار 2018

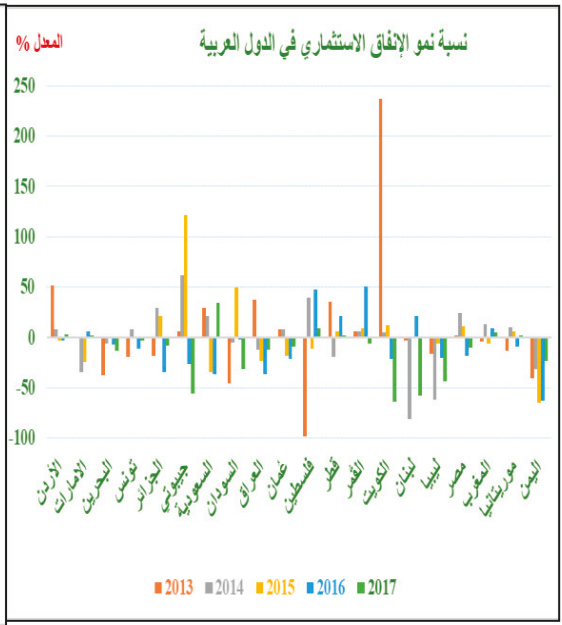
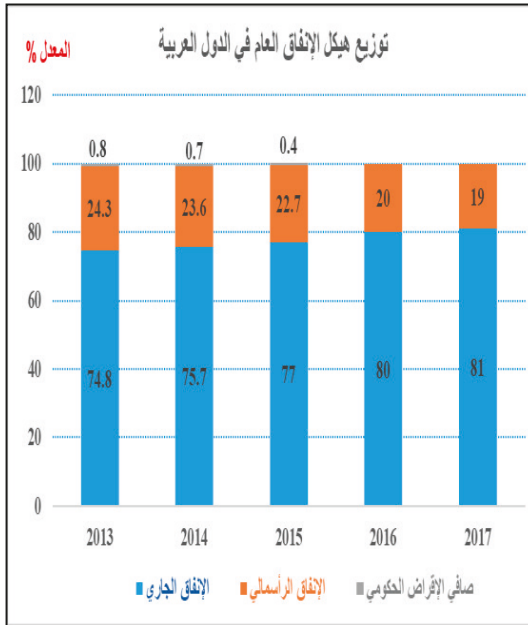
ب. **الإنفاق الرأسمالي:** تراجع الإنفاق الرأسمالي في الدول العربية كمجموعة بنسبة 4.6 في المائة خلال عام 2017. وكما يتضح من الشكل رقم (2)، فقد تباين أداء الدول العربية حيث تراجع بنسب تراوحت بين 43.1 و 64.0 في المائة لكل من الكويت ولبنان وجيبوتي وليبيا، خلال عام 2017 مقارنة بعام 2016. كما انخفض بنسبة 31.1 في المائة في السودان وبنسبة 23.5 في المائة في اليمن، بين العامين المذكورين. وتراوحت نسبة الانخفاض بين 3.1 و 10.7 في المائة في كلٍ من مصر والعراق وعمان والجزائر والقمر وتونس. في المقابل، ارتفع الإنفاق الرأسمالي بنسبة 34.2 في المائة في السعودية خلال عام 2017 مقارنة بعام 2016، وبنسب تراوحت

بين 1.5 و 9.4 في المائة في كلٍ من فلسطين والمغرب والأردن والإمارات وقطر وموريتانيا للفترة نفسها.

تعكس تطورات الإنفاق الرأسمالي بشكل عام، عدة عوامل منها أولويات الانفاق الجاري وتوفير الموارد اللازمة للنفقات الجارية الضرورية، والذي جاء في بعض الدول على حساب الإنفاق الرأسمالي مما أدى إلى تقليص مستوياته. أيضاً ترتبط وتيرة الصرف على المشاريع الحكومية الجديدة والقائمة بتطورات أسعار النفط في الأسواق العالمية وتداعياتها على الإيرادات البترولية وحيز السياسة المالية.

الشكل رقم (3)

الشكل رقم (2)



* / بيانات فعلية أولية، المصدر: التقرير

الاقتصادي العربي الموحد – إصدار 2018

ويتجه عددٌ من الدول العربية لرفع كفاءة الإنفاق الرأسمالي من خلال مراجعة المشاريع الحكومية ونطاقها وأولوياتها، بما يؤدي إلى تعزيز جودة وكفاءة تنفيذ المشاريع من جهة، وبما يتوافق مع الأولويات والاحتياجات التنموية والمتطلبات التمويلية من جهة أخرى.

من جانبٍ آخر، برز اتجاه حديث في الدول العربية من أجل تعزيز شراكة القطاع الخاص مع القطاع الحكومي (PPP) فيما يتعلق بتنفيذ وإدارة بعض المشاريع والمرافق والأعمال، من أجل تخفيف العبء المالي عن الموازنة والإبقاء على مستويات ومعدلات الاستثمار التي تحفز النمو الاقتصادي. في هذا السياق، يعمل عدد من الدول العربية على استكمال الأطر القانونية اللازمة متضمناً ذلك إجراءات إصدار قانون الشراكة بين القطاع العام والخاص، لتفعيل وتمكين مبادرات القطاع الخاص في هذا المجال.

يلاحظ كذلك، وكما هو موضح في الشكل رقم (3)، تناقص الإنفاق الرأسمالي لحساب الانفاق الجاري على مستوى مجموع الدول العربية منذ عام 2013، حيث مثل الإنفاق الجاري حوالي 81.0 في المائة من إجمالي الإنفاق العام خلال عام 2017 مقارنة بحوالي 80.0 في المائة في عام 2016، ونسبة 74.8 في المائة في عام 2013.

ج. تطور الاحتياجات التمويلية: فيما يخص تمويل عجز الموازنة العامة، تعتمد الدول العربية على مصادر متباينة لتمويل العجز المالي، حيث يتجه بعضها نحو مصادر التمويل المحلية من خلال أدوات التمويل التي تطرحها الدولة في شكل أذون خزانة وسندات وصكوك، وبدرجة أقل من خلال القروض والسلف المقدمة من

البنوك المركزية، بينما يعتمد عدد آخر من هذه الدول بصورة كبيرة على مصادر التمويل الخارجي.

يؤثر نمط تمويل عجز الموازنة على الاقتصاد وتباين تداعياته على وتيرة النمو الاقتصادي والتشغيل والاستقرار الاقتصادي والمالي. فعلى الرغم من أن التمويل من خلال أدوات الدين المحلي يُقلص من حالات اللجوء إلى التمويل التضخمي من خلال طبع نقود من قبل البنوك المركزية لتمويل العجز المالي، وبالتالي يساهم في تخفيف حدة التضخم ويدعم الاستقرار الاقتصادي، إلا أن هذا النوع من التمويل قد يؤدي إلى مزاحمة مالية للقطاع الخاص نتيجة توجيه البنوك لنسبة كبيرة من مواردها للاستثمار في الأوراق المالية الحكومية بدلاً من زيادة الائتمان المصرفي للقطاع الخاص، الأمر الذي قد يحدّ من قدرة هذا القطاع في إنشاء وتوسيع أعماله ونشاطاته، وبالتالي يضعف من مساهمته في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي وخلق فرص العمل.

في المقابل، يؤدي اللجوء إلى التمويل الخارجي إلى زيادة المديونية الخارجية، ويتضمن متطلبات لتلبية التزامات خدمة وأصل الدين، مما يخلق ضغوطات على أرصدة النقد الأجنبي وسعر الصرف وتوازن كل دولة بين أولويات السياسة الاقتصادية والمالية لديها وفرص التمويل المتوفرة لتحقيق الموازنة المطلوبة بين مصادر تمويل عجز الموازنة المختلفة. وبشكل عام تواجه الدول العربية حاجة لتعزيز الوضع المالي بتخفيض عجز الموازنة العامة ومستوى الدين العام ووضعه في مستويات قابلة للاستدامة، من خلال تطبيق وسائل فعّالة لزيادة حصيلّة الإيرادات المالية وتنويعها وضبط النفقات الحكومية وتوجيهها لتعزيز النفقات الاستثمارية والاجتماعية، من أجل دعم النمو الاقتصادي الشامل والمستدام وتخفيض معدلات الفقر.

على سبيل المثال، استمرت السعودية في تمويل عجز الموازنة العامة خلال عام 2017 من خلال إصدارات الدين والسحب من ودائع الحكومة والاحتياطي العام للدولة، حيث تم إصدار صكوك وسندات في الأسواق المحلية والخارجية بقيمة إجمالية تعادل حوالي 37 مليار دولار، كما تم سحب حوالي 28 مليار دولار من أرصدة الحكومة والاحتياطي العام للدولة لتمويل العجز.

وأصدرت الكويت في عام 2017 أول سندات حكومية مقومة بالدولار واليورو، بقيمة إجمالية بلغت حوالي 8 مليارات دولار. كما بلغت الاصدارات السيادية في سوق السندات الدولية للإمارات وعمان والبحرين، حوالي 10 و7 و3 مليارات دولار على التوالي.

يعكس هذا النمو في الإصدارات زيادة الاحتياجات التمويلية للدول العربية لتمويل عجز الموازنات، ويوضح الجدول رقم (1) نمو تلك الاحتياجات من واقع إجابات استبيان "استراتيجيات الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية" الواردة في منتصف 2018:

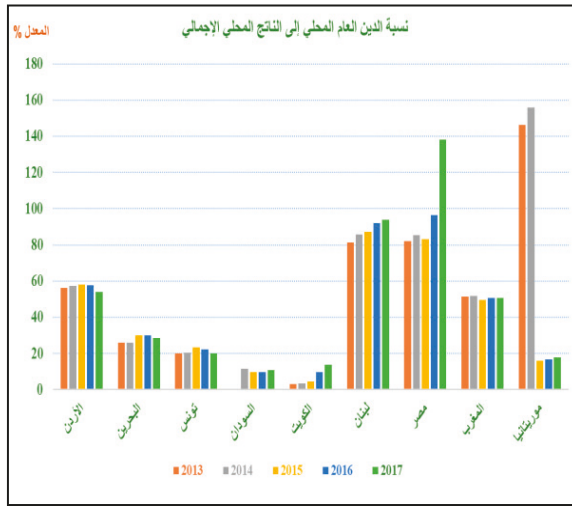
الجدول رقم (1)

السنوات	نسبة نمو الاحتياجات التمويلية (%)			
	الأردن	البحرين	الكويت	مصر
يونيو 2013	-	24%	لا يوجد	12%
يونيو 2014	-	5%	لا يوجد	33%
يونيو 2015	-24.2%	24%	-	13%
يونيو 2016	11.8%	19%	-1.1%	24%
2017 (تقديري)	20.3%	18%	14%	43%
2018 متوقع	-10.2%	20%	-	20%
2019 متوقع	7.8%	20%	-	18%
2020 متوقع	-23.7%	20%	-	15%

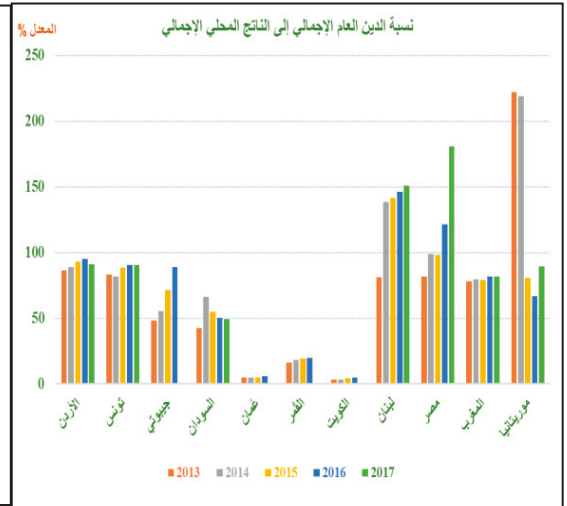
المصدر: صندوق النقد العربي 2018، نتائج استبيان "استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية".

د. تطورات الدين العام: ارتفع إجمالي رصيد الدين العام (الداخلي والخارجي) بقيمته المطلقة في الدول العربية المقترضة المتوفر عنها بيانات بنحو 6.1 في المائة ليصل إلى حوالي 658.5 مليار دولار بنهاية عام 2017، مقارنة بحوالي 620.4 مليار دولار بنهاية عام 2016. لترتفع بذلك نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي من 99.8 في المائة خلال عام 2016 إلى نحو 116.5 في المائة خلال عام 2017. أيضاً ارتفع الرصيد القائم للدين العام الداخلي بنسبة 3.9 في المائة ليصل إلى حوالي 417.8 مليار دولار في عام 2017، بينما ارتفع رصيد الدين العام الخارجي بنسبة بلغت حوالي 10.16 في المائة ليصل إلى حوالي 240.6 مليار دولار في نفس العام.

الشكل رقم (5)



الشكل رقم (4)



* /بيانات فعلية أولية، المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد - إصدار 2018

كما هو موضح بالشكلين رقم (4) ورقم (5)، فقد تباينت أوضاع المديونية العامة في الدول العربية خلال عام 2017، فبينما سجلت خمس دول ارتفاعاً في حجم مديونيتها العامة بحوالي 38.4 مليار دولار، سجلت دولتان انخفاضاً بلغ نحو 2.7 مليار دولار. بالنسبة للدول التي ارتفع إجمالي مديونيتها العامة بنهاية عام 2017، فقد سجلت موريتانيا أعلى نسبة ارتفاع بلغت نحو 29.6 في المائة، بينما سجل نمو الدين العام في المغرب حوالي 6.7 في المائة بنهاية العام 2017. كما ارتفع رصيد الدين العام في كل من مصر، والسودان، ولبنان في عام 2017 بنسب بلغت حوالي 7.7، و7.5، و6.5 في المائة على التوالي. بالمقابل انخفض إجمالي رصيد الدين العام خلال نفس الفترة في كل من تونس والأردن بنسب بلغت 6.4، و0.7 في المائة على التوالي.

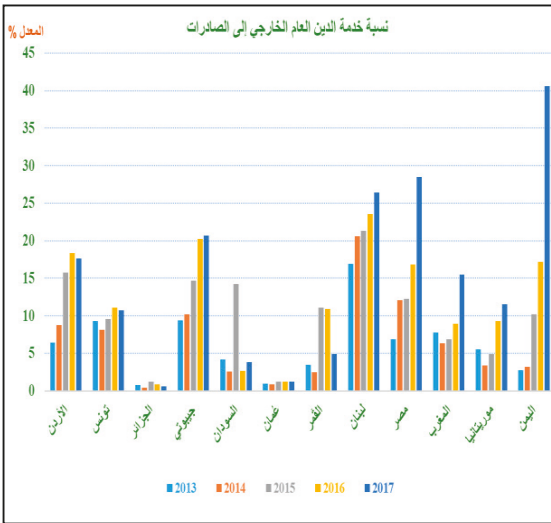
أيضاً تراجع إجمالي الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بنحو 4 و2 و1.1 و0.3 نقاط مئوية في كل من الأردن، والسودان، وتونس على التوالي ليصل إلى نحو 91 في المائة، و49.1 في المائة، و90.4 في المائة للدول المذكورة على التوالي.

أما بالنسبة للدين العام الخارجي، فارتفعت نسبة الدين العام الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي لمتوسط مجموعة الدول العربية بنسبة 12 في المائة خلال عام 2017.

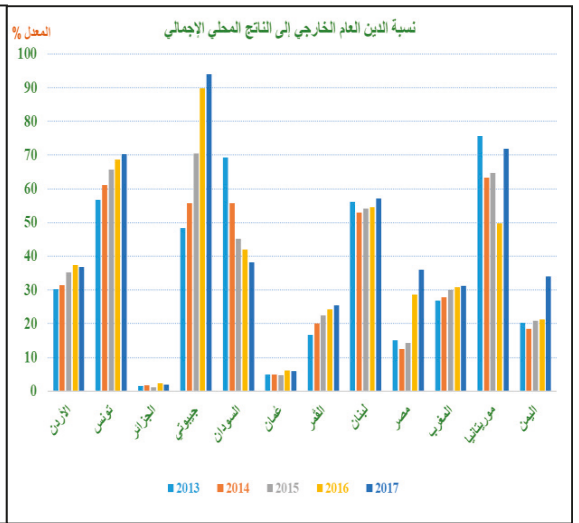
وفي نفس الاتجاه زادت نسبة خدمة الدين العام الخارجي إلى الصادرات لتصل إلى حوالي 13.7 في المائة لمتوسط مجموعة الدول العربية، وكما هو موضح بالشكلين رقم (6) ورقم (7)، نجد أن نسبة خدمة الدين العام الخارجي إلى الصادرات في زيادة مستمرة خلال السنوات الأخيرة،

كنتيجة لزيادة الاقتراض الخارجي، سواء القروض الخارجية (جيبوتي)، السودان، موريتانيا، اليمن) أو بسبب الاقتراض من الأسواق الدولية (البحرين، لبنان، مصر، السعودية، المغرب). حيث ارتفعت نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية المقترضة كمجموعة وهي: الأردن، وتونس، والسودان، ولبنان، ومصر، والمغرب، وموريتانيا بحوالي 16.2 نقطة مئوية في عام 2017 لتصل إلى نحو 115.8 في المائة مقارنة بنحو 99.6 في المائة في عام 2016.

الشكل رقم (7)

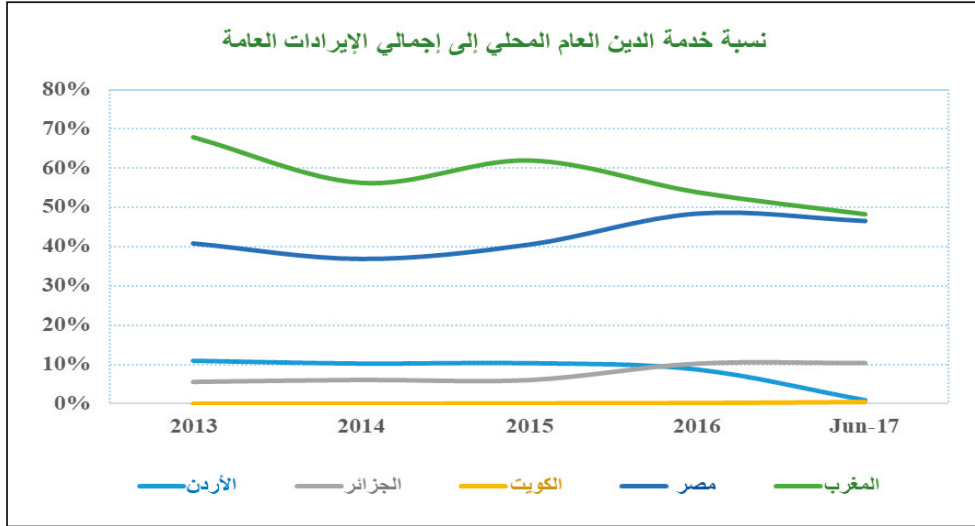


الشكل رقم (6)



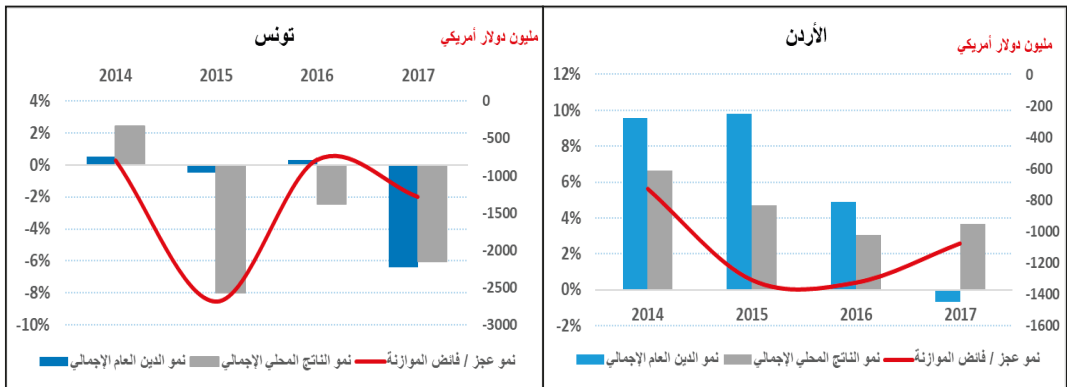
* / بيانات فعلية أولية، المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد - إصدار 2018

الشكل رقم (8)



المصدر: صندوق النقد العربي 2018، نتائج استبيان "استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية".

الشكل رقم (9)



استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية

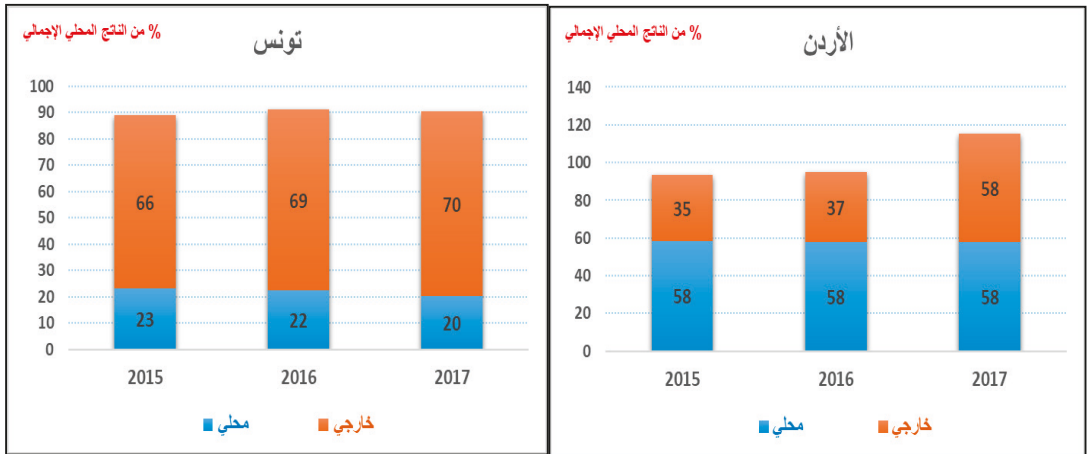
تابع الشكل رقم (9)



* / بيانات فعلية أولية، المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد - إصدار 2018

فيما يتعلق بهيكل المديونية العامة (الدين العام المحلي مقابل الخارجي)، يتضح أن هناك تبايناً بين الدول العربية المقترضة، فبينما تمثل المديونية الداخلية نسبة مرتفعة في إجمالي الدين العام بالنسبة للدول التي ترتفع مديونيتها الداخلية كنسبة من إجمالي الدين العام، حيث سجلت كل من مصر، والمغرب، ولبنان، والأردن نسب تصل إلى 76 في المائة، و61.9 في المائة، و62 في المائة، و59 في المائة على الترتيب في عام 2017. أما بالنسبة للدول التي تشكل المديونية الخارجية نسبة مرتفعة من إجمالي الدين العام، وهي تونس والسودان وموريتانيا، فقد سجلت موريتانيا نسبة وصلت إلى حوالي 80 في المائة، بينما سجل كل من السودان، وتونس نسبة تصل في كل منهما إلى حوالي 78 في المائة. هذا، ويوضح الشكل رقم (10) تطور نسب كل من الدين العام المحلي والدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الثلاث سنوات الأخيرة.

الشكل رقم (10)



تابع الشكل رقم (10)



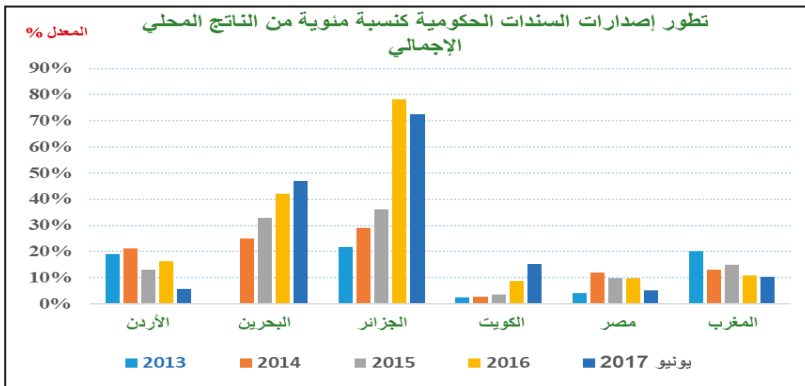
*/ بيانات فعلية أولية، المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد - إصدار 2018

استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية

وعلى ضوء ارتفاع عجز الموازنات وزيادة الاحتياجات التمويلية، اتجهت الدول العربية للتمويل من خلال طرح أدوات الدين محلياً ودولياً، وبالتالي اللجوء إلى تنمية أسواق التمويل المحلية. حيث تعمل العديد من الدول العربية، وتحديداً دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، على رفع كفاءة عمليات إدارة الدين العام، بهدف تأمين احتياجات الموازنة من التمويل بأفضل التكاليف الممكنة وعند مستوى مقبول من المخاطر، ذلك من خلال الإدارة الرشيدة لعمليات الدين العام، ووضع الإطار المؤسسي الملائم، وزيادة القدرة على النفاذ إلى أسواق مختلفة. وبالتالي تسعى الدول العربية إلى تطوير أسواق أدوات الدين بشقيها الأولي والثانوي، بهدف تعميق أسواق الأوراق المالية الحكومية وتعزيز درجة السيولة فيها، من خلال تنويع الأدوات التمويلية ذاتها متضمناً ذلك أدوات التمويل المتوافقة مع الشريعة، كالصكوك السيادية، وسندات تمويل المشروعات أو السندات الإبرادية، وتنويع قاعدة المستثمرين لاستيعاب الزيادة في المعروض من أدوات الدين المطروحة.

هذا، ويوضح الشكل التالي زيادة إصدارات السندات الحكومية للدول المستجيبة للاستبيان:

الشكل رقم (11)



المصدر: صندوق النقد العربي 2018، نتائج استبيان "استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية".

ثانياً: إطار إدارة الدين العام

عموماً تُعرف إدارة الدين العام على أنها "عملية وضع إستراتيجية لإدارة ديون الحكومة وتنفيذها بغرض تعبئة الموارد المطلوبة للتمويل بأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط أو الطويل بما يتماشى مع الدرجة المقبولة من المخاطر. كما ينبغي أن تحقق أهداف إدارة الدين العام الأخرى التي وضعتها الحكومة مثل: تطوير سوق تتمتع بالكفاءة والإبقاء عليها من أجل السندات الحكومية"².

وفقاً لهذا التعريف، فإن أهداف إدارة الدين العام تتمحور على النحو التالي:

- تلبية احتياجات التمويل الحكومي.
- الإبقاء على درجة مخاطر تتسم بالاتزان في محفظة الدين.
- تحقيق أي من الأهداف الأخرى التي وضعتها الحكومة مثل: تطوير السوق المحلي للأوراق المالية الحكومية ليتمتع بالكفاءة والعمق، من أجل استيعاب إصدارات أدوات التمويل التي تطرحها الدولة.

بالتالي تتمثل الأداة الأساسية لتحقيق هذه الأهداف في إعداد إستراتيجية إدارة الدين وتنفيذها، وبالتالي الاقتراض بأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط والطويل.

² إرشادات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي بشأن إدارة الدين العام لعام 2001 والمحدثة في 2014. تم تقديم مدخلات ومقترحات لتنقيح الإرشادات من قبل مجموعة عمل مديري الدين العام التي ضمت ممثلين من الأرجنتين وبنجلاديش وبلجيكا والبرازيل وجزر القمر والدنمارك وغامبيا وألمانيا والهند وإيطاليا وجامايكا وكوريا وجمهورية الصين الشعبية وروسيا وسيراليون وإسبانيا والسودان والسويد وتركيا والولايات المتحدة الأمريكية والأوروغواي وفيتنام.

أ. نطاق عملية إدارة الدين العام: يتم تحديد نطاق عمليات إدارة الدين، لتشمل الالتزامات المالية الرئيسية التي تمارس الحكومة المركزية الرقابة عليها. وتشمل هذه الالتزامات عادةً كل من الدين القابل للتداول وغير القابل للتداول مثل: التمويل بشروط ميسرة والحصول عليها من مصادر رسمية ثنائية ومتعددة الأطراف. وسواءً تم تضمين أو استبعاد دين القطاع العام الأوسع نطاقاً من اختصاص الحكومة المركزية، تتباين إدارة الديون من بلدٍ لآخر اعتماداً على طبيعة الأطر السياسية والمؤسسية (إرشادات صندوق النقد والبنك الدوليين 2001-2014).

ب. الإطار التشريعي والمؤسسي لإدارة الدين العام: يجب أن تركز إدارة الدين على سياسات سليمة على صعيد الاقتصاد الكلي وفي القطاع المالي لضمان استدامة مستوى الدين العام ومعدل نموه. وعلى صعيد البنية التشريعية والقوانين المنظمة لعمليات إدارة الدين العام، فترتكز في معظم الدول العربية على قانون الموازنة العامة للدولة الذي يُحدد مقدار الاقتراض، والذي يتم تحديده سنوياً، ولا يوجد سقف للاستدانة يُحدده القانون لدى الدول الخمسة المُستجيبة للاستبيان إلا في كل من البحرين والكويت، أما النصوص التشريعية في الأردن فقد فرضت ألا يزيد الرصيد القائم لكل من الدين العام الداخلي والدين العام الخارجي على حدى في أي وقت من الأوقات عن نسبة 60 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للسنة الأخيرة التي تتوافر عنها بيانات.

أما فيما يخص تحديد مسؤولية الجهات المُشاركة في عمليات إدارة الدين العام، فهي تكون مُحددة ضمن الإطار التشريعي والقانوني الذي يحكم عمليات إدارة الدين العام، وهو ما انتهجته الدول الست

المُستجيبة للاستبيان (الأردن والبحرين والجزائر والكويت ومصر والمغرب).

أيضاً اتجهت العديد من الدول العربية المُستجيبة للاستبيان، الأردن ومصر والجزائر، لتشكيل لجنة تنسيقية عليا من الأطراف المُشتركة في مسئولية إدارة عمليات الدين العام للتشاور والتوافق حول تنمية سوق الأوراق المالية الحكومية. وتضم هذه اللجنة ممثلين من وزارة المالية والمصرف المركزي وهيئة سوق المال والبورصة، وهو إجراء محمود يهدف إلى دعم كل من السوق الأولي والثانوي للأوراق المالية الحكومية وتعزيز السيولة بها بحضور الأطراف المعنية.

أيضاً ينبغي أن تعزز الترتيبات التنظيمية والمؤسسية الشاملة عناصر السياسة العامة لإدارة الدين، من حيث تيسير التنسيق مع السياسة النقدية والمالية، وتطوير سوق الدين المحلي، والتحكم في التأثير المحتمل لهياكل الديون الخطرة على الميزانية، ورصد الالتزامات المُحتملة. ويجب على مديري الديون، والسلطات المالية والنقدية، والهيئات التنظيمية للقطاع المالي، أن يتبادلوا فهماً موحداً لأهداف سياسات إدارة الدين، والسياسات المالية والنقدية وسياسات القطاع المالي، نظراً للترابط والاعتماد المتبادل بين أدوات السياسة الخاصة بكل منهم.

لكي يكون الترتيب المؤسسي لإدارة الدين العام فعالاً، ينبغي أن يكون محدداً بشكل جيد وواضح وباختصاصات وأدوار مُفصلة بوضوح، مع إدراك ضرورة التعامل مع إدارة الدين باعتبارها سياسة عامة منفصلة. هناك إجماع متزايد حالياً على أن دمج وظائف إدارة الدين في مكتب واحد لإدارة الدين يمثل إحدى أكثر الخطوات أهمية التي يمكن اتخاذها لتحسين عملية إدارة الدين بشكل عام، وتمهيد الطريق لإدارة إستراتيجية. وبالإضافة إلى تشكيل مكتب إدارة الدين، حيث يوجد إجماع على أن إدارة الدين يجب أن توجهها الأهداف طويلة المدى والإستراتيجية متوسطة المدى إلى جانب تحليل المتطلبات قصيرة المدى. ويمكن لهذه التجهيزات أن تؤدي إلى زيادة الكفاءة والشفافية والمساءلة، وكذلك تحسين المفاضلة ومبادلات عناصر التكلفة والمخاطر في محفظة الديون واتباع نهجاً أكثر احترافية إزاء السوق.

ج. الهيكل التنظيمي لإدارة الدين العام: يختلف موقع مكتب إدارة الدين العام وهيكله التنظيمي بين الدول. ويعود سبب اختلاف الترتيبات التنظيمية بين الدول النامية والمتقدمة جزئياً إلى اختلاف مصادر تمويلها. حيث تقترض الدول المتقدمة في الغالب من أسواق الدين عن طريق إصدار أدوات دين قابلة للتداول والتسويق بعملتها المحلية. وفي المقابل، تمتلك الدول النامية مصادر تمويل متعددة، مثل القروض من المقرضين الثنائيين والمتعددة الأطراف بالعملة المحلية والأجنبية، وكذلك إصدار سندات الدين في السوق المحلية في سوق الأذون الأقصر أجلاً وفي بعض الأحيان في الأسواق الدولية أيضاً.

فيما يتعلق بهيكل مكتب إدارة الدين، يوجد نموذجان أساسيان:

- يُمكن إنشاء مكتب إدارة الدين باعتباره وكالة منفصلة أو هيئة مؤسسية خارج وزارة المالية (على سبيل المثال، مكاتب إدارة الدين في ألمانيا، والمجر، ونيجيريا، والبرتغال، والسويد)، أو
- يُمكن إنشاؤه داخل وزارة المالية، مثل مكاتب إدارة الدين في الأرجنتين، والبرازيل، وفرنسا، وكينيا، ونيوزيلندا.

تشير تجربة الدول المتقدمة أعضاء منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، إلى أن الاقتصادات التي تمر بمرحلة انتقالية واقتصادات الأسواق الناشئة قد تضطر إلى إجراء تحليل دقيق للغاية لنوع الترتيبات المؤسسية الأكثر ملاءمة لإدارة الدين العام الخاص بها، لأنها تميل إلى أن يكون لديها وضعاً اقتصادياً تكون فيه عناصر السياسة العامة ذات دور حيوي، على سبيل المثال، تطوير أسواق الدين المحلي، والتنسيق مع السياسة النقدية، وتأثير خدمة الدين على الميزانية، ورقابة الالتزامات المُحتملة، لأنها تفتقر إلى وجود سياسة مستقلة.

عادة ما يتم إنشاء مكتب إدارة الدين في الدول المتقدمة كوحدة تنظيمية حكومية داخل وزارة المالية. أقامت دول أخرى، مثل ألمانيا والمجر ونيجيريا والبرتغال والسويد، مكتب إدارة الدين كجهة حكومية منفصلة. يتمثل الخيار الثالث في تأسيس مكتب إدارة الدين في البنك المركزي. ومن بين الدول التي فضّلت هذا الحل الدنمارك والهند وتتمثل ميزة هذا الترتيب في الإبقاء على معرفة معظم جوانب الأسواق المالية مركزياً داخل سلطة واحدة. بينما تظهر المساوئ في أن مشاركة البنك المركزي في إدارة الدين المحلي يمكن أن يضع تصوراً بأن إدارة الدين تستفيد من معلومات داخلية بشأن المسار المستقبلي لمعدلات الفائدة. وكان هذا السبب الرئيس

في نقل المملكة المتحدة إدارة الدين المحلي من بنك إنجلترا إلى مكتب إدارة الدين في وزارة المالية في عام 1998، كذلك قرار الهند بنقل وظيفة إدارة الدين الفيدرالي من البنك الاحتياطي الهندي إلى مكتب مستقل لإدارة الدين. قد يزيد نظام إدارة الدين داخل البنك المركزي من صعوبة الفصل بين أهداف إدارة الدين والسياسة النقدية وكذلك المسؤوليات³.

يمثل مكتب إدارة الدين الجهة الحكومية المتخصصة التي تتمحور مسؤوليته الرئيسية حول تنفيذ إستراتيجية إدارة الدين عن طريق الاقتراض والمشتقات وغيرها من المعاملات ذات الصلة بالدين. وهو الجهة المسؤولة إلى جانب ذلك عن الالتزام بالتحليل وتقديم المشورة إلى صناع القرار بشأن إستراتيجية الدين العام المحتملة ومخاطر التكلفة.

أيضاً يحتفظ مكتب إدارة الدين بجميع بيانات معاملات القروض في نظام تسجيل الدين الخاص به بما في ذلك جدول المصاريف الأصلية الخاص بكل قرض. في كل مرة يتم صرف قرض يتم إدخال الصرف الخاص به في النظام. وبالتحقق بانتظام من جدول الصرف مقابل المصروفات الفعلية، يمكن لمكتب إدارة الدين التحقق بسهولة مما إذا كانت القروض قد تم إنفاقها كما هو مخطط لها. وهو ما سيساعد مكتب إدارة الدين على إعداد توقعات موثوق بها بشأن إجمالي خدمة الدين كجزء من الإعداد السنوي للموازنة. يلخص الشكل رقم (12) إطار عمل ومهام مكاتب إدارة الدين، من حيث تسجيل عمليات الدين وإعداد الإحصاءات وتحليل البيانات المتاحة، مما يؤهل لإعداد استراتيجية إدارة الدين العام متوسطة الأجل بتحليل المعطيات من عناصر التكلفة والمخاطرة لمحفظه الديون.

³ تقرير الأمم المتحدة عن مراقبة عمليات الدين - مايو 2018.

الشكل رقم (12) إطار العمل الكلي لمهام مكتب إدارة الدين



*/ المصدر: برنامج التحليل المالي وإدارة الدين التابع لمنظمة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية

وفيما يتعلق بالتنظيم المؤسسي لمكتب إدارة الدين العام فإنه يتضمن ثلاثة أقسام وتحديدًا المكتب الأمامي والأوسط والخلفي، ولكل قسم المهام الخاصة به:

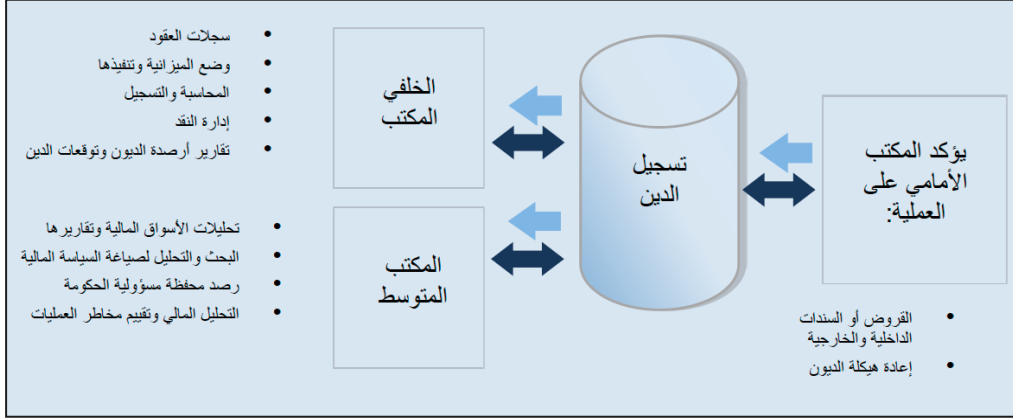
يتولى **المكتب الأمامي** مسؤولية تمويل التعاملات والعلاقات مع المستثمرين وشركات التأمين والبنوك من خلال القروض والضمانات بما في ذلك المفاوضات بشأن القروض الخارجية وسندات الدين وديون الحكومة المحلية. وفي هذه العملية يسعى إلى تحديد تكلفة التمويل الأكثر كفاءة في مقابل عوامل الخطر مع الأخذ في الاعتبار التوجيهات التي

وضعها صناع قرار إدارة الدين. وينفذ المكتب الأمامي الإستراتيجية ويدير المحفظة استناداً إلى أسس القياس المرجعية التي حددها تحليل التكلفة والمخاطر.

فيما يتولى **المكتب الأوسط** زمام أمور التحليل والاستشارة بشأن إستراتيجية إدارة الدين التي ستمكن الإدارة العليا من اختيار الإستراتيجية المناسبة، ومراقبة أداء المكتب الأمامي وتصميم الحدود المتعلقة بالانحرافات عن المقاييس المرجعية، إلى جانب تنفيذ ضوابط الرقابة. كما يقدم المكتب الأوسط المعلومات ويشارك في تنفيذ تحليل الاستدامة بصورة منتظمة. في هذا السياق يلتزم المكتب الأوسط بتحقيق الاتساق المتعلق بمتغيرات الدين مع متغيرات الاقتصاد الحقيقي. ويحدد المكتب الأوسط الأرقام الأولية التي يتعين دفعها مقابل الضمانات إلى جانب الهوامش التي يجب تحميلها على عمليات الاقتراض ومراقبة الالتزامات المحتملة الضمنية. وتتولى إدارة الدين مسؤولية إدارة النقد في بعض الدول ويعتني المكتب الأوسط بذلك بالتنسيق مع المكتب الأمامي.

بينما يأخذ **المكتب الخلفي** على عاتقه مسؤولية تسجيل الدين والتعامل مع تأكيدات التعاملات والتسويات والمدفوعات إضافة إلى الحفاظ على السجلات الخاصة بكل عقود الدين والمصروفات والمدفوعات وإعادة هيكلة الدين والاقتراض والضمانات الصادرة وتسوية التعاملات وما إلى ذلك. كما يتولى المكتب الخلفي مسؤولية توقعات الميزانية الخاصة بالمصروفات وخدمات الدين إضافة إلى مسؤولية تنفيذ نظام إدارة الدين (Debt Recording System) وتكامله والحفاظ عليه مع نظام معلومات الإدارة المالية المتكامل.

الشكل رقم (13) علاقات المكاتب الأوساط والأممي والخلفي



*/ المصدر: برنامج التحليل المالي وإدارة الدين التابع لمنظمة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية

بإدراك ضرورة التعامل مع إدارة الدين باعتبارها سياسة عامة منفصلة، ثمة إجماع متزايد حالياً على أن دمج وظائف إدارة الدين من خلال إطار مؤسسي واحد لإدارة الدين يمثل إحدى أكثر الخطوات أهمية التي يمكن اتخاذها لتحسين جودة إدارة الدين بشكل عام، وتمهيد الطريق لإدارة أكثر إستراتيجية. ومن المرجح أن يؤدي هذا الترتيب إلى زيادة الكفاءة والشفافية والمساءلة، فضلاً عن تحسين المفاضلة في التكاليف والمخاطر في محفظة الديون واتباع نهج أكثر احترافاً تجاه الأسواق. ومع ذلك، لا يزال من الشائع وجود هيكل إداري مجزأ، لا سيما في الدول النامية.

وتوجد في بعض الدول جهة مسؤولة عن الاقتراض الخارجي الميسر وجهة ثانية مسؤولة عن الاقتراض الخارجي بشروط تجارية وجهة ثالثة مسؤولة عن الاقتراض الداخلي من المؤسسات الاستثمارية وجهة رابعة مسؤولة عن الاقتراض من المصارف التجارية وهكذا. وقد يعمل هذا

النموذج المؤسسي على نحو جيد ومعقول عندما يكون الهدف الرئيسي لإدارة الديون هو جمع الأموال المطلوبة مع إعطاء أولوية محدودة لإدارة المخاطر في محفظة الديون الإجمالية. غير أنه عندما يكون تركيز إدارة الدين الحكومي أكثر على التكلفة والمفاضلة بين المخاطر في محفظة الدين ودعم تنمية أسواق التمويل المحلية وتطوير الإستراتيجية والمساءلة والتنسيق مع السياسات المالية والنقدية، يصبح هذا الهيكل الإداري المجزأ أكثر صعوبة وغير فعال. أي أنه يمكن تصنيف مهام مكتب إدارة الدين في العموم وفقاً للتفاوض للمكتب الأمامي، والتحليل للمكتب الأوسط، وإعداد التقارير والتسجيل الداعم للمكتب الخلفي (كما هو مبين في الشكل رقم (13)).

وفي ذات السياق، انتهجت العديد من الدول العربية نفس النهج على صعيد تشكيل كيان مؤسسي يتم فيه تجميع أنشطة الدين العام، كإحدى الخطوات الرئيسية والفاعلة في تعزيز الإدارة الرشيدة للدين العام، إلا أنه من المنتظر أن يتم استكمال تلك الخطوات بوضع الوظائف الرئيسية من حيث مكتب أمامي ووسط ومكتب خلفي كما سبقت الإشارة.

استحدثت كل من دولة الإمارات العربية المتحدة ومملكة البحرين والمملكة العربية السعودية ودولة الكويت ما يسمى "بمكتب إدارة الدين العام"، على أن يكون تابعاً لوزارة المالية. إلا أن مهام إدارة الدين مُقسمة بين ثلاث جهات في دولة الكويت، حيث تتولى الهيئة العامة للاستثمار مهام المكتب الخلفي والأمامي للدين الخارجي، ويتولى البنك المركزي مهام المكتب الأمامي والخلفي للدين المحلي، في حين تتولى وحدة إدارة الدين العام في وزارة المالية مهام المكتب الأوسط، وتشرف لجنة الدين العام على كل ما سبق، ويترأس اللجنة وكيل وزارة المالية وعضوية كل

من نائب محافظ البنك المركزي ومدير إدارة القروض في الهيئة العامة للاستثمار ومدير إدارة الدين.

أما جمهورية مصر العربية، فقد أنشأت وحدة إدارة الدين العام التابعة مباشرةً لوزير المالية عام 2001، وعلى نفس النسق أنشأت كل من لبنان والأردن، ودول المغرب العربي، المغرب وتونس والجزائر على التوالي، إدارات أو وحدات لإدارة الدين العام داخل وزارة المالية.

يلاحظ في هذا السياق، قلة عدد العاملين على مستوى كل الوحدات الإدارية المعنية بمهام إدارة أنشطة الدين العام على مستوى الدول العربية. كما يلاحظ أيضاً أنه لا يوجد ترتيب لوظيفة علاقات المستثمرين ضمن وظائف الوحدة التنظيمية لإدارة الدين العام بالدول العربية المُستجيبة للاستبيان.

يوضح الجدول رقم (2) المهام الرئيسية وعدد ومؤهلات العاملين بوحدة أو مكتب إدارة الدين العام التابع لوزارة المالية لدى الدول العربية المُستجيبة للاستبيان. كذلك يظهر الجدول رقم (3)، مؤشرات المخاطر المعتمدة لمحفظه إدارة الدين العام، وفقاً للإجابات المستلمة من بعض الدول العربية على استبيان "استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية".

استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية

الجدول (2): مهام إدارة الدين العام والمؤسسات المنوط بها توليها

الموهلات	عدد العاملين	المهام التي توليها وحدة إدارة الدين العام أو مكتب الدين	وحدة إدارية تتولى أنشطة الدين العام	اشكال إدارة الدين
- متوسط الأعمار 38 سنة، - سنوات الخبرة تتراوح بين سنة و17 عام، - مؤهلات جامعية وماجستير.	- 22، خمسة عاملين بالمكتب الأمامي وسبعة في المكتب الأوسط وعشرة في المكتب الخلفي.	- تتولى وحدة إدارة الدين العام مهام إدارة الدين العام من مكتب أمامي وواوسط وخلفي.	- وحدة إدارة الدين العام تتبع وزارة المالية	الدولة
- متوسط الأعمار 35 سنة، - سنوات الخبرة تتراوح بين سنة و30 عام، - مؤهلات جامعية.	سنة عاملين، هم الذين يتولون مهام إدارة الدين العام والسياسة النقدية ومهام أخرى في مصرف البحرين المركزي	- داب مصرف البحرين المركزي على القيم بمهام المكتب الأمامي - جميع إصدارات أدوات الدين مملوكة لبحرين، بينما تتولى وزارة المالية تحديد حجم الاحتياجات التمويلية وهناك توجه باستحداث تقديم واضح لمهام إدارة أنشطة الدين الثلاثة (المكتب الأمامي، الأوسط، والخلفي).	- تم مؤخراً استحداث وحدة لإدارة أنشطة الدين العام في وزارة المالية. إلا أن المهام لازالت مُقسمة بين مصرف البحرين المركزي ووزارة المالية	البحرين
- متوسط الأعمار 39 سنة، - تتراوح سنوات الخبرة من ثلاث إلى 29 سنة.	10 عاملين	لا يوجد تقسيم لمهام المكتب الأمامي والأوسط والخلفي، وإنما هناك رؤية لذلك، كما تقوم الوحدة بالأعمال بمهام المكتب الأمامي من متابعة المعطيات الأولية ومتابعة عمليات السوق الثانوية.	- وحدة إدارة عمليات الدين تابعة لوزارة المالية	الجزائر
- متوسط الأعمار 44 سنة، - سنوات الخبرة تتراوح بين سبعة و44 عام، - مؤهلات جامعية وماجستير.	ثلاثة عاملين في وحدة إدارة الدين العام - يوجد مدونة سلوك	- مهام المكتب الأوسط تقوم بها وحدة إدارة الدين العام في وزارة المالية - بينما يتولى البنك المركزي مهام المكتب الأمامي والخلفي للدين المحلي. - ويتولى الهيئة العامة للاستثمار مهام المكتب الأمامي والخلفي للدين الخارجي.	- وحدة إدارة الدين العام بوزارة المالية، - إلا أن مهام الدين مُقسمة بين ثلاث جهات.	الكويت
- متوسط الأعمار 35 سنة، - سنوات الخبرة تتراوح بين سبعة و16 سنة، - ماجستير، ماجستير مهني وشهادات مهنية.	سنة عاملين لمهام الدين في وحدة إدارة الدين العام	- تتولى وحدة إدارة الدين العام لوزراء المالية مهام المكتب الثلاثة لأدوات الدين القابلة للتداول. - تقوم كل من وحدة إدارة الدين العام والبنك المركزي بمهام المكتب الأمامي لإصدارات الدين الثابتة للتداول. - يمارس أعضاء الوحدة المعينون بالمكتب الأمامي مهام علاقات المستثمرين بجانب أعمالهم.	- وحدة إدارة الدين العام تتبع وزير المالية	مصر
- متوسط الأعمار 37 سنة، - سنوات الخبرة تتراوح بين خمسة و25 سنة، - ماجستير، ماجستير مهني.	سبعة في المكتب الأمامي، سبعة في المكتب الأوسط و18 في المكتب الخلفي	- تتولى إصدار أدوات الخريفة في كل من السوق المحلي والوطني - تنمية أسواق الدين المحلية - متابعة المخاطر المرتبطة محفظة الدين - وضع استراتيجيات التمويل - إعداد ونشر إحصاءات الدين العام	- قطب الدين التابع لمديرية الخريفة لمديرية الخريفة، في وزارة الاقتصاد والمالية	المغرب

المصدر: صندوق النقد العربي 2018، نتائج استبيان "استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية".

استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية

الجدول (3): مؤشرات المخاطر لمحفظتي إدارة الدين العام في عام 2017

مؤشرات المخاطر الدولة	متوسط عمر أدوات الدين	نسبة الدين العام بالعملية الأجنبية إلى إجمالي الدين العام	متوسط سعر الفائدة على أدوات الدين المحلي	نسبة الدين بالقائدة المتغيرة	تركز حيازة أدوات الدين (القطاع المصرفي)
الأردن	- هناك تزايد ملحوظ في عمر أدوات الدين، حيث ارتفعت من 1.5 سنة خلال عام 2012، إلى 7.3 سنة في يونيو 2017	- تتزايد النسبة لتبلغ 41.2% في يونيو 2017 في مقابل 28% خلال عام 2012.	- على الدين المحلي للاتقاضي التمثل إلى 4.5% مقابل 7.5% خلال عام 2012، في يونيو 2012.	- ارتفاع نسبة الدين العام بقرن يسير قلادة متغير من 7.5% خلال عام 2012 إلى 10% في يونيو 2017.	- هناك انخفاض مستمر في نسبة تركيز حيازة القطاع المصرفي لأدوات الدين الحكومية للتصل إلى 65% في مقابل 83% خلال عام 2012
البحرين	- ارتفع من 3.84 سنة في 2012 إلى أن وصل إلى 7.70 سنة في يونيو 2017	- تراوح بين 42% و45% خلال عامي 2012 و2013 إلى أن بلغ 53% في يونيو 2017	- الاتجاه تصاعدي منذ عام 2012.	لا يوجد	- انخفاض تركيز حيازة القطاع المصرفي من 90.4% عام 2012 إلى 53% في يونيو 2017
الجزائر	- هناك زيادة في متوسط عمر أدوات الدين فبلغ 7.8 سنة في يونيو 2017 مقارنة بـ 6.5 سنة في 2012	- مستقرة، التباين في نهاية يونيو 2017 نسبة 3.54% مقارنة بنسبة 2.34% في عام 2012.	- زيادة طفيفة لتبلغ معدل الفائدة لسنة 2017 في يونيو 2017 مقارنة بـ 2.38% في عام 2012.	لا يوجد	- تراوح ما بين 86% في عام 2012 إلى 92.7% في يونيو 2017، وبناء عليه بزيادة التركيز في قاعدة المستثمرين لصالح البنوك التجارية.
مصر	- هناك تزايد ملحوظ في زيادة عمر الدين للأوراق المالية الحكومية المطروحة لتبلغ 3 سنوات في يونيو 2017 مقابل 1.75 سنة في عام 2014	- هناك ارتفاع في النسبة بسبب زيادة الاقتراض الدولي وزيادة الإصدارات في الأسواق الدولية بشكل أكبر لتخطيا منذ عام 2015.	- زيادة مطردة في أسعار العائد على أدوات الدين الحكومية لتبلغ 14.5% في يونيو 2017 علما أنه هناك حصرية حيازة على الأوراق المالية الحكومية بـ 2.5% فقط	- لا يوجد حيازا، حيث تم استحقاق الإصدار الوحيد متغير العائد	- هناك استقرار في نسبة حيازة القطاع المصرفي للأوراق المالية الحكومية تتراوح ما بين 75-72% خلال السبع سنوات منذ عام 2012.
المغرب	- يشهد تقيئا، وتراوح ما بين 5.1 إلى 6.1 سنة خلال الست سنوات (2013-2018)	- هناك اتجاه للانخفاض من 23.4% في نهاية عام 2013 إلى 20.4% بنهاية عام 2018	- اتجاه للانخفاض خلال الثلاث سنوات الأخيرة.	- يشهد الانخفاض من 8.6% في 2013 إلى 7.6% في 2018	- هناك اتجاه للانخفاض إلى 26% خلال عام 2018، مقارنة بنسبة 30% في عام 2013.

المصدر: صندوق النقد العربي 2018، تقديرات استبيان "أسر التحويلات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية".

ثالثاً: استراتيجية إدارة الدين العام

تمثل إستراتيجية إدارة الدين، الخطة التي تعتمدها الحكومة لتنفيذها على المدى المتوسط من أجل تحقيق الإدارة الرشيدة لمحفظة الديون الحكومية، والتي تجسد تفضيلات الحكومة فيما يتعلق بالموازنة بين عناصر التكلفة ومستوى المخاطر المقابلة. إذ تُفعل أهداف إدارة الدين التي وضعتها الدولة — على سبيل المثال: ضمان أن يتم تلبية احتياجات الحكومة المالية والتزامات السداد الخاصة بها بأقل تكلفة ممكنة تتوافق مع درجة مدروسة من المخاطر.⁴

على الرغم من أن الإستراتيجية غالباً ما تكون محددة على المدى المتوسط (3 - 5 سنوات)، حيث إنه في حالة قصر المدى الزمني، على سبيل المثال: دورة الموازنة، فهناك خطر أن تسيطر المنفعة قصيرة المدى، مما يوجه التركيز نحو التكاليف قصيرة المدى وبعيداً عن المخاطر التي قد تتحقق فيما بعد. إلا أنها يجب أن تخضع لمراجعة دورية لتقييم ما إذا كانت الافتراضات ما زالت سارية في ظل الظروف المتغيرة. ومن النموذجي إجراء هذه المراجعة سنوياً، ويفضل أن تكون جزء من عملية الموازنة. وإذا تم النظر إلى الإستراتيجية الحالية على أنها مناسبة، فيجب أن يتم توضيح الأساس المنطقي لاستمرارها بشكل صريح.

يعتمد نطاق إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل على المعلومات المتاحة وعلى الترتيبات المؤسسية القائمة في كل دولة. وينبغي أن يشمل النطاق، كحد أدنى، إجمالي ديون الحكومة المركزية المباشرة (الداخلية

⁴ البنك الدولي وصندوق النقد الدولي (2009): وضع إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل — مذكرة توجيهية لسلطات الدولة، ص3.

والخارجية). ويعتمد التحديد الدقيق للنطاق على مدى سيطرة مدير الدين على تعرض محافظ معينة للمخاطر. ويمكن توسيع نطاق تغطية إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل تدريجياً كلما توفرت المعلومات وكلما سمحت الترتيبات المؤسسية بتنفيذ إستراتيجية أوسع وأشمل⁵.

يختلف محتوى الإستراتيجية من دولة إلى أخرى حسب مرحلة التطوير أو برامج إصلاح إدارة الدين، ومصادر التمويل والمعاملات المستخدمة لإدارة ديون الحكومة المركزية. أيضاً حسب استهداف معايير محددة، مثل معدل الدين العام للنتاج المحلي الإجمالي أو متوسط مُعين لعمر الدين أو حجم الديون الأجنبية إلى المحلية أو حجم الديون ذات معدل الفائدة المتغير.

ويفضل أن تتضمن وثيقة إستراتيجية إدارة الدين ما يلي:

- وصف مخاطر السوق التي تتم إدارتها (العملة، وسعر الفائدة، وإعادة التمويل أو مخاطر تجديد القروض) والسياق التاريخي لمحفظه الديون.

- وصف البيئة المستقبلية لإدارة الدين، بما في ذلك، التوقعات المالية وتوقعات الديون، والافتراضات حول الفائدة وأسعار الصرف، والقيود على اختيار المحفظة، بما يشمل القيود المتعلقة بتطوير السوق وتنفيذ السياسة النقدية.

⁵ نفس المصدر في الهامش رقم (3).

- وصف التحليل الذي تم إجراؤه لدعم الإستراتيجية الموصى بها لإدارة الدين، مع توضيح الافتراضات المستخدمة وقيود التحليل.
- الإستراتيجية الموصى بها ومبررها.

لتوجيه القرارات المتعلقة بالافتراض وغيرها من عمليات إدارة الدين، تشتمل الإستراتيجية عادةً على معايير أو مقاييس إستراتيجية. وعندما يتم تحديدها، ينبغي أن تتم جميع عمليات الافتراض ضمن الحدود التي تم وضعها، مثل:

- أ. نسبة الدين بالعملة الأجنبية إلى الدين الداخلي.
- ب. نوع العملات المكونة للدين بالعملات الأجنبية.
- ج. متوسط الحد الأدنى لاستحقاق الدين.
- د. الحد الأقصى لنسبة الدين الذي يمكن أن يكون مستحق الدفع خلال موازنة السنة الواحدة أو موازنة السنتين.
- هـ. الحد الأقصى لنسبة الدين قصير الأجل، سنة وأقل، إلى الدين طويل الأجل، كنسبة من إجمالي الدين العام.
- و. الحد الأقصى لنسبة الدين ذو المعدل المتغير إلى نسبة الدين ذو المعدل الثابت.
- ز. حدود معينة لسعر الفائدة.

أما في حالة كون الدولة تعتمد في الأساس على التمويل الميسر الخارجي، وليس على التمويل من الأسواق، أي عن طريق أدوات الدين القابلة للتداول محلياً أو دولياً، فإن تلك المعايير المعتمدة على المخاطر لا يمكن أن تكون ذات صلة بنفس الأهمية، وفي مثل هذه الحالات فإن المعايير الأكثر ترابطاً لاحتواء المخاطر على محفظة الدين تتمثل على الأرجح في

تكوين العملة وتكوين سعر الفائدة ومقدار الدين الذي ينبغي إعادة تمويله في غضون مدة محددة. هذا يمكن أن يكون كافياً كخطوة مؤقتة للتعبير عن الإستراتيجية كمبادئ توجيهية وتوضيح الاتجاه الذي يتوقع أن تتطور فيه مؤشرات أساسية معينة، على سبيل المثال: تخفيض مقدار الدين المستحق بالعملة المحلية في غضون 12 شهراً.

إستراتيجية إدارة الدين يجب أن تغطي جميع الديون الحالية للحكومة المركزية والاقتراض المتوقع، بما في ذلك الاقتراض من البنك المركزي، وفي نطاق لا يقل عن ثلاث سنوات، وبالتالي يُحذ تحديثها سنوياً. وتحدد إستراتيجية إدارة الدين على وجه الخصوص، كيفية اختلاف خصائص التكلفة والمخاطر مع التغيرات في تركيبة محفظة الديون. يختلف محتوى الإستراتيجية ومؤشرات المخاطر من بلد إلى آخر، حسب مرحلة التنمية الاقتصادية ومصادر التمويل واتساع سوق الديون المحلية وعمقها والمعاملات المستخدمة لإدارة الديون الحكومية المركزية.

كذلك يجب على الأجهزة العليا للرقابة أن تفحص ما إذا كانت متطلبات إستراتيجية إدارة الدين قد تم تبنيها بشكل متزايد في تشريعات إدارة الدين. يشمل هذا شرطاً لنشر إستراتيجية إدارة الدين. عادة ما يتم التصديق على إستراتيجية إدارة الدين من قبل السلطة التنفيذية (إما من قبل وزير المالية أو مجلس الوزراء) باعتبارها وثيقة رسمية، وتوفر المسار الإستراتيجي على المدى المتوسط لتحقيق أهداف الإدارة العليا، بما في ذلك ضمان اتساقها مع سياسات الاقتصاد الكلي.

بالنسبة للدول ذات الأسواق الناشئة، يكون الاقتراض بالعملة الأجنبية عادة أقل تكلفة مقارنة بالعملة المحلية. من ناحية أخرى، يؤدي الاقتراض

بالعملات الأجنبية عادة إلى زيادة المخاطر في المحفظة (التعرض لزيادة في العملة الأجنبية). أيضاً، بالرغم من أن الاقتراض في النهاية القصيرة لمنحنى العائد أقل كلفة في معظم الحالات من الاقتراض طويل الأجل، إلا أن الخطر سيزداد لأن الفائدة قصيرة الأجل تكون أكثر تقلباً وتحتاج القروض إلى إعادة تمويلها في كثير من الأحيان (زيادة في معدل الفائدة ومخاطر إعادة التمويل).

بناءً على هذه الخلفية، فإن المكون الأساسي في وضع الإستراتيجية هو تحليل سيناريوهات الاقتراض المختلفة والمفاضلة بينهم لاختيار الأكثر ملائمة، من حيث تحمل الحكومة للمخاطر والتكاليف، وظروف الأسواق المحلية والدولية، وكل ذلك ينعكس في وثيقة الإستراتيجية.

في ضوء ما سبق، يتمثل الدور الرئيس لمدير الدين في تحقيق التركيبة المرغوبة لمحفظة الديون الحكومية، التي تعكس تفضيلات الحكومة فيما يتعلق بالموثوقية بين عناصر التكلفة والمخاطرة. إن أدوات إدارة الدين تشمل إستراتيجية إدارة الديون متوسطة الأجل على أساس تحليل التكلفة/المخاطر لتدفق خدمة الديون في محفظة الديون الفعلية والمتوقعة لمختلف السيناريوهات، وخطط الاقتراض السنوية المعتمدة على الإستراتيجية المحددة، والاقتراض وعمليات إدارة الدين الأخرى لتلبية أهداف الإستراتيجية. كما هو موضح لاحقاً، تعمل إستراتيجية إدارة الدين على تفعيل أهداف إدارة الدين، والتركيز بقوة على إدارة التعرض للمخاطر المدرجة في محفظة الديون - وبالتحديد التغيرات المحتملة على تكلفة خدمة الدين وتأثيرها المباشر على الموازنة.

وعادة ما يقتصر نطاق إستراتيجية إدارة الدين العام على محفظة الديون الخاصة بميزانية الحكومة المركزية. قد يؤدي توسيع نطاق الإستراتيجية

لتشمل محافظ الديون لدى بعض الحكومات/الإدارات المحلية، إلى خلق تحديات في التنسيق، عند السماح لهذه الإدارات المحلية بالاقتراض من الأسواق لتلبية احتياجاتها التمويلية الخاصة. ويتطلب إدراج هذا الاقتراض في نطاق إستراتيجية إدارة الدين الموافقة على كل عملية اقتراض محلية من جانب الحكومة المركزية، أي وزارة المالية لضمان توافق كل القروض مع الإستراتيجية.

نظراً لعدم وجود أي أدوات كمية لتحليل الإستراتيجيات البديلة، فينبغي على مكتب إدارة الدين، الاضطلاع على خصائص الدين ومكوناته والتي من شأنها أن تخفف من وطأة المصادر الأساسية للتقلب في الموازنة العامة والنظر في التكاليف المحتملة لإنجاز تكوين الدين. فعلى سبيل المثال، إذا تعرضت الدولة إلى صدمات خارجية وكان سعر الصرف الفعلي يتسم بالتقلب أو معرضاً لخطر الهبوط، فقد يرغب مكتب إدارة الدين في الحد من التمويل الخارجي لتفادي التأثير السلبي لانخفاض سعر صرف العملة المحلية، ومن شأن هذا أن يسمح لمكتب إدارة الدين بتحديد الاتجاه المفضل لمؤشرات المخاطر المحددة، مثل زيادة حصة الديون بالعملة المحلية، أو تمديد موعد استحقاق الدين.

لا يمكن وضع إستراتيجيات إدارة الدين بمعزل عن غيرها، حيث تحدد التوقعات على المتغيرات الرئيسية الكلية والنقدية والمالية، البيئة التي يعمل فيها مديري الدين وهو أمر ضروري لوضع إستراتيجية إدارة الدين. وعلى ضوء ما تقدم، فمن المعلوم أن مكتب إدارة الدين ينسق تنسيقاً وثيقاً مع وحدة الاقتصاد الكلي عند إعداد الإستراتيجية.

كما تتضمن الممارسات السليمة إتاحة إستراتيجية إدارة الدين للجمهور بمجرد اعتمادها. فالشفافية تعد أمراً ضرورياً لمساعدة الأسواق على الفهم الواضح لأهداف أنشطة إدارة الدين وهو ما يجعل الاقتراض أكثر فاعلية من حيث التكلفة عن طريق تخفيض علاوة المخاطرة. إضافة إلى ذلك، فإن نشر الإستراتيجية يساعد مدير الدين على تقوية العلاقة مع الدائنين والمستثمرين وغيرهم من الأطراف ذات العلاقة الرئيسيين، مثل وكالات تقدير الجدارة الائتمانية، وتيسير حوار مفتوح حول العوامل الرئيسية التي تؤثر في اختيار الإستراتيجية وتنفيذها. وقد يساعد ذلك على تأمين الدعم للإستراتيجية المختارة وتقليل الشك لدى المستثمرين.

كما يمكن للسلطات عند تبني إستراتيجية إدارة الدين اتخاذ خيارات حكيمة حول كيفية تلبية متطلبات التمويل الحكومي، بينما تأخذ في الاعتبار المخاطر المحتملة. ويضمن هذا النهج المنتظم إدارة دين فعالة تساعد على تقليل مخاطر التشغيل. وإذا اختارت الحكومة إستراتيجية ثم تبين أنها الأخطر أو ذات تكلفة عالية، فسوف يترك ذلك أثراً أكبر على نتائج الموازنة من إدارة دين ذات تسعير مكلف أو توقيت غير مناسب.

إضافة إلى ذلك، وشريطة أن يتماشى ذلك مع أهداف إدارة الدين، يمكن أن تدعم الإستراتيجية الجهود لتطوير سوق الديون المحلية بتسهيل وجود إستراتيجية شفافة يمكن التنبؤ بها عند الاقتراض الداخلي.

هذا، وقد أصدرت عدة دول عربية وثيقة إستراتيجية الدين العام متوسطة الأجل تشمل تحليل لعناصر التكلفة والمخاطرة، والبدائل المختلفة للتمويل، والبدائل التي اختارته الدولة، مثل الأردن ولبنان ومصر، إلا أن الأردن استهدفت بوضوح معايير كمية وأسقف محددة لتلك المؤشرات. كما تعمل المملكة المغربية في ذلك الإطار، إلا أن الوثيقة لم يتم نشرها بعد للجمهور. كما تستعد دول أخرى لإعداد هذه الوثيقة مثل الجزائر وتونس والسعودية والكويت.

رابعاً: واقع سياسات واستراتيجيات الدين العام في الدول العربية:

على ضوء زيادة الاحتياجات التمويلية، اتجهت الدول العربية لإتباع مجموعة من السياسات والاستراتيجيات من شأنها تنمية أسواق التمويل المحلية لاستيعاب المعروض من أدوات الدين الحكومية. وعليه، انتهجت الدول العربية، على اختلاف مستوى البنية التحتية ومدى عمق الأسواق ومدى دورية الإصدارات، حزمة من السياسات من أهمها:

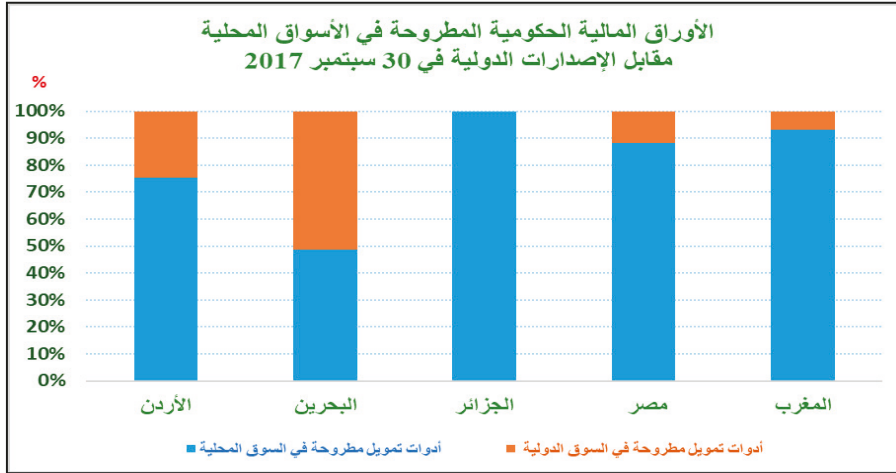
- اللجوء إلى الاقتراض من الأسواق بدلاً من الاقتراض المباشر، حيث يوضح الشكل رقم (14) التوجه المتنامي نحو التمويل من الأسواق في مقابل الاقتراض المباشر.

- اللجوء إلى الاقتراض من الأسواق المحلية، في مقابل الأسواق الدولية، و/أو الموائمة بينهم (البحرين، السعودية). بالتالي العمل على تنظيم وتعميق أسواق التمويل المحلية من خلال مجموعة الاستراتيجيات التي سيرد ذكرها لاحقاً.

الشكل رقم (14) معدل نمو الدين العام المُتداول والغير مُتداول



الشكل رقم (15)



المصدر: صندوق النقد العربي 2018، نتائج استبيان "استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية".

- الاقتراض من الأسواق بطرح أدوات أطول عمراً لتفادي مخاطر إعادة التمويل بالاعتماد على التمويل قصير الأجل.
- بدء تنفيذ خطط لتنمية الأسواق المحلية، بهدف تنظيم الإصدارات وتنشيط الأسواق الثانوية، بما يُخفض من تكلفة إصدارات أوراق الدين الحكومية (الأردن، الجزائر، السعودية، مصر، المغرب).
- بناء منحنى عائد لخلق أسعار عائد لمختلف آجال أدوات الدين، من أجل تعزيز سياسات تسعير الأوراق المالية الحكومية وبالتالي خلق السيولة في الأسواق الثانوية، يشمل ذلك كل الدول العربية التي تعتمد في إصدار أدوات الدين على الأسواق المحلية.
- إصدار العديد من الدول العربية لوثيقة متوسطة الأجل لإستراتيجيات الدين العام، مثل الأردن، لبنان، مصر، أو العمل بها فعلياً لحين الإصدار والإعلان عنها للعامة، مثل المملكة المغربية.

خامساً: مؤشرات مخاطر محفظة الدين:

كما سبقت الإشارة، أدرجت عدداً من الدول العربية تحليل لعناصر التكلفة والمخاطرة في وثيقة استراتيجية الدين متوسطة المدى، مثل الأردن ولبنان ومصر، إلا أن الأردن استهدفت بوضوح معايير كمية وأسقف محددة لتلك المؤشرات، مثل استهداف معدلات الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، وخفض حصة الدين الأقل من عام، وزيادة عمر الدين (المتوسط المرجح لاستحقاق الدين بالسنوات)، ومعدل الدين العام بالعملة الأجنبية، وكذلك الدين قصير الأجل بالعملة الأجنبية كما هو موضح في الشكل رقم (16).

الشكل رقم (16)

أهداف استراتيجية الدين بنهاية السنة الخامسة 2021 ⁽¹⁾		
الحالي	2021 (2)	
95.1	81.7	إجمالي الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي
87.7	75.9	صافي الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي
مخاطر إعادة التمويل		
6.7	5.6	المتوسط المرجح لاستحقاق الدين الخارجي (سنوات)
3.0	4.2	المتوسط المرجح لاستحقاق الدين الداخلي (سنوات)
4.2	4.7	المتوسط المرجح لاستحقاق الدين العام
مخاطر سعر الفائدة		
18.7	17.6	ديون يحين أجل استحقاقها خلال عام واحد كنسبة من إجمالي الدين العام
مخاطر العملة الأجنبية		
39.5	45.5	الدين بالعملة الأجنبية كنسبة من إجمالي الدين
8.7	11.1	الدين قصير الأجل بالعملة الأجنبية كنسبة من احتياطي العملة الأجنبية
(1) تخضع التقديرات أعلاه إلى ظروف السوق وعدد كبير من الفرضيات المتعلقة بالاقتصاد الكلي والمتغيرات المالية على مدى الخمس سنوات القادمة. (2) تتضمن نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي قيمة اتفاقية التسهيل الممتد مع صندوق النقد الدولي الموقعة عام 2016 والبالغة حوالي (504) مليون دينار وفي حال تم استئناؤها من النسبة تتخفّض إلى 80%.		

* المصدر: المملكة الأردنية الهاشمية – وزارة المالية

أ. **مخاطر إعادة التمويل ومتوسط عمر محفظة الدين:** أظهر الجدول رقم (3) أن الدول العربية تعمل على إطالة عمر محفظة الدين لتجنب مخاطر إعادة التمويل أو عدم القدرة على التمويل في بعض الأوقات، وهو ما يستوجب أن تصدر الدولة أجالاً متوسطة إلى طويلة الأجل مع الموائمة مع عناصر تكلفة التمويل طويل الأجل، ومدى عمق السوق في استيعاب تلك الإصدارات متوسطة وطويلة المدى، ومدى تركيز المصارف التجارية كمستثمر للأوراق المالية الحكومية وغياب المستثمرين الباحثين عن الأدوات طويلة الأجل مثل صناديق التقاعد والمعاشات، وصناديق وشركات التأمين، وغياب استثمارات الأفراد في الأدوات المالية التي تطرحها الدولة.

ب. **التركز في هيكل الاستحقاقات:** يتم تصميم جدول الإصدارات لأوراق الدين في الدول المستجيبة للاستبيان بشكل ربع سنوي، إلا إنه يتم في مملكة البحرين بشكل سنوي. أيضاً لوحظ بوجه عام على مستوى الدول العربية وجود فترات تركيز خلال الخمسة أعوام الأولى (2019-2023)، وهو ما يجعل تكلفة إعادة التمويل لتلك السنوات أعلى من نظيراتها ويترتب عليه أيضاً تراكم لمدفوعات خدمة الدين، كما هو موضح في الشكل رقم (17) الذي يوضح هيكل الاستحقاقات للدول العربية.

الشكل رقم (17)



استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية



المصدر: شبكة بلومبرغ.

ج. **مخاطر أسعار الفائدة:** على ضوء رفع بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة الرئيسية بدءاً من ديسمبر 2017، وقيام العديد من المصارف المركزية في المنطقة العربية برفع أسعار الفائدة تدريجياً، يُتوقع ارتفاع أسعار الفائدة على الإصدارات سواء الدولية أو المحلية، مع الأخذ في الاعتبار أن أسعار العائد على الإصدارات المحلية تكون في المتوسط أعلى من أسعار العائد على الإصدارات الدولية، لاعتبارات عمق أسواق التمويل المحلية. إضافةً إلى التوقعات بارتفاع أسعار الفائدة في الأسواق الدولية نتيجة لضغوطات السيولة وأوضاع التدفقات النقدية في الأسواق الدولية، وتوقع المزيد من ارتفاع أسعار الفائدة الرئيسية من قبل المصارف المركزية الرائدة (بنك الاحتياطي الفدرالي، البنك المركزي الأوروبي - تدريجياً بدءاً من عام 2019، بنك إنجلترا). وبزيادة مستويات إصدارات أدوات الدين وأعباء خدماتها، إضافةً إلى ما سبق، سينتج عن ذلك استمرار في ارتفاع تكلفة التمويل لأدوات الدين التي تصدرها الدول.

يرجع الارتفاع في معدل العائد على السندات طويلة الأجل المحلية إضافةً للمعطيات السابق ذكرها، إلى الارتفاع النسبي في معدلات العائد في السوق المحلي عنه في الأسواق الدولية، وعدم دورية إصدار الأدوات طويلة الأجل في السوق المحلي وغياب مرجعية تسعير لها وبالتالي سيولة في التداول.

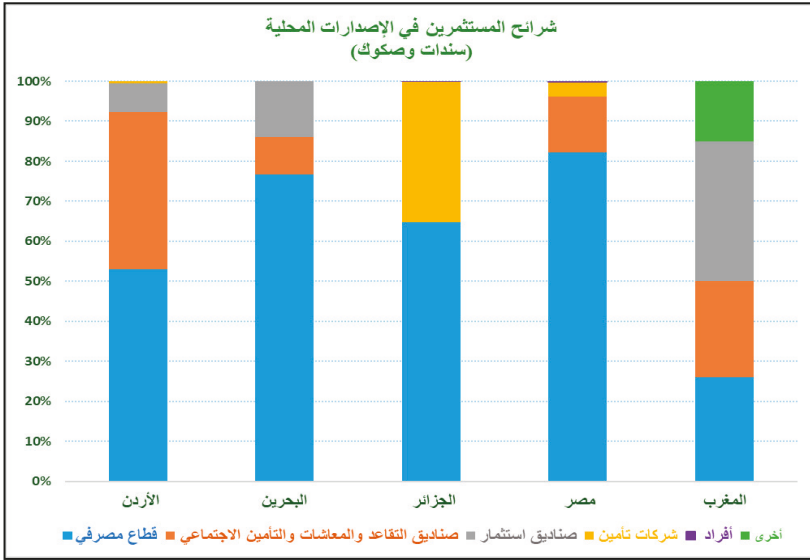
د. **أوضاع السيولة بأسواق الدين محلياً وعالمياً:** تواجه أوضاع السيولة في الأسواق العالمية ضغوطات، مصحوبة بزيادة إصدارات الدين في الأسواق الدولية، في ظل التوقعات بارتفاع أسعار الفائدة في الأسواق الدولية، والمزيد من ارتفاع أسعار الفائدة الرئيسية من قبل

المصارف المركزية الرائدة (بنك الاحتياطي الفدرالي، البنك المركزي الأوروبي، بنك إنجلترا). كما تتأثر السيولة المحلية بزيادة أسعار الفائدة العالمية، وأسعار النفط بالنسبة للدول المُصدرة للنفط، وتمويل العجز المتزايد من خلال السوق المصرفي المحلي، وهو الأكثر استحواداً على أدوات التمويل الحكومية، في ظل أوضاع السيولة المحلية المتناقصة. مع الأخذ في الاعتبار أن أسعار العائد على الإصدارات المحلية تكون عادةً أعلى من أسعار العائد على الإصدارات الدولية.

هـ. **التركز في قاعدة المستثمرين:** تعاني الأسواق المالية في الدول العربية من تركيز قاعدة المستثمرين في القطاع المصرفي، حيث بالرجوع إلى شرائح المستثمرين في الأدوات التي تطرحها الحكومة، وبالأخص السندات والصكوك، نجد أن المصارف التجارية تستحوذ على نسبة قدرها 75 في المائة في المتوسط، وهي نفس النسبة لمتوسط الدول العربية المُستجيبة للاستبيان، فيما عدا المملكة المغربية التي تبلغ فيها نسبة مساهمة القطاع المصرفي في أوراق الدين المطروحة حوالي 26 في المائة، وهي التشكيلة الأكثر توازناً. وهو ما يلقي بظلاله على قدرة الدولة على طرح أدوات مالية طويلة الأجل لاستحواذ المصارف التجارية على هذه الأوراق، ذلك أن المؤسسات المصرفية بطبيعة الحال تميل إلى الاستثمار قصير الأجل لمقابلة التزاماتها قصيرة الأجل. أما صناديق التقاعد والمعاشات وشركات التأمين، فهي تمثل شريحة المستثمرين الباحثين عن أدوات مالية طويلة الأجل لمقابلة التزاماتهم. ومن المناسب أيضاً وجود الأفراد من المستثمرين في سوق الأوراق المالية الحكومية وكذلك وجود المستثمرين الذين يبحثون عن الأدوات المتوافقة مع الشريعة

الإسلامية حال طرح الدولة لمثل هذه الأدوات، ذلك أنه كلما تعددت شرائح المستثمرين انخفضت تكلفة طرح الأدوات المالية الحكومية وتقلص تركزها في حوزة شريحة بعينها مما يؤدي إلى تلاعب تلك الشريحة بأسعار الأدوات المالية التي يتم طرحها.

الشكل رقم (18)



المصدر: صندوق النقد العربي 2018، نتائج استبيان "استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية".

و. تطوير أسواق التمويل المحلية: يلعب مدى تطور أسواق التمويل المحلية وعمقها دوراً محورياً في تكلفة وتركيبية محفظة الأوراق المالية الحكومية، ومن أهم هذه العوامل البنية التحتية للأسواق، وعمليات سوق الإصدارات الأولية وشفافية ونشر الأسعار والسيولة في الأسواق الثانوية، ومدى انتظام إصدارات الأوراق المالية

الحكومية. حيث تؤثر نظم التسوية والحفظ والمدفوعات والتكامل بين البنية التحتية المالية لأسواق أدوات التمويل الحكومي بشكل كبير على سلامة ونزاهة الأسواق وتكاملها وبالتالي اقبال مختلف شرائح المستثمرين على شراء وتداول الأوراق المالية الحكومية.

أيضاً من المهم تنظيم سوق الإصدارات الأولية من حيث أيام العطاءات، وتنظيم إصدار الأوراق المالية الحكومية ومراعاة عدم التزاحم أو التنافس بين الأدوات الحكومية المختلفة، أو بين أدون الخزانة والأدوات قصيرة الأجل التي تطرحها وزارة المالية وبين الأدوات الأخرى التي يصدرها المصرف المركزي كأدوات ضبط السيولة، وبالتالي التنسيق في هذا الشأن بين مصدر الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية، والمصرف المركزي.

من جهة أخرى، يسمح الإعلان عن خطة الإصدار بشكل مسبق للمستثمرين بتخصيص محافظهم من الأوراق المالية الحكومية بعناية وبوقت كافيين، والالتزام قدر المستطاع بجداول الإصدارات المعلنة، سواء جداول الإصدار الربع سنوية أو جداول سنوية ويتم إعادة النظر فيها بشكل ربع سنوي، بهدف بناء الثقة لدى المستثمرين والحفاظ على الصورة الإيجابية عن الالتزام بخطة الإصدار. هذا بالإضافة إلى مراعاة بناء منحى عائد عند تصميم جدول الإصدارات، بخلق نقاط مرجعية على منحى الأوراق المالية الحكومية من الإصدارات الرئيسة وتغذية هذه الأجل المرجعية بكميات من الأوراق المالية المُصدرة تسمح بسيولة التداول والتعامل عليها في الأسواق. كما يلعب وجود منحى عائد دوراً بارزاً في تسعير الأدوات المالية الحكومية

وبالتالي تسعير أدوات التمويل المُشابهة التي يطرحها القطاع الخاص من شركات ومصارف.

ومن المعروف أن وجود نقاط مرجعية على منحى عائد الأوراق المالية الحكومية يُسهل من عملية إصدارات أدوات التمويل الحكومية في السوق الأولي كما يؤدي إلى تيسير التداول في الأسواق الثانوية لوجود معروض من تلك الأوراق وتسعير لها، وبالتالي يعزز من سيولتها. هذا بالإضافة إلى نشر المعلومات عن أسعار الأوراق المالية الحكومية سواءً بعد انعقاد عطاءات السوق الأولي مباشرةً أو نشر أسعار عمليات السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية أولاً بأول.

أيضاً يلعب وجود نُخبة من المؤسسات المتخصصة، مثل المتعاملين الرئيسيين "Primary Dealers"، في شراء الأوراق المالية الحكومية المطروحة دوراً مهماً في تغطية المعروض من أدوات التمويل الحكومية ودعم كفاءة الأسواق، إلا أن وجود هذه النخبة بحاجة لتنظيم عملها والتوافق مع متخذي القرار على واجباتها تجاه الأسواق الأولية والثانوية للأوراق المالية التي تطرحها الدولة والمُميزات التي تحصل عليها تلك المؤسسات. ذلك مع مراعاة وجود نشاط صانعي السوق في الأسواق الثانوية وتوفير التشريعات لتنظيم ذلك النشاط من أجل توفير السيولة في أسواق الأوراق المالية الحكومية وبالتالي انخفاض تكلفة إصدارها، بانخفاض مقدار علاوة السيولة المطلوب عند الإصدار.

ز. التنسيق بين السياسة المالية والنقدية: يجب أيضاً أن تتبادل سلطات إدارة الدين والسلطات المالية والنقدية المعلومات المتعلقة

بالاحتياجات الحالية والمستقبلية للحكومة من السيولة والتدفقات النقدية. كما يجب، من حيث المبدأ، الفصل بين سياسة إدارة الدين والسياسة النقدية من حيث أهداف وأوجه المساءلة. وعلى الرغم من أن مسؤولية ضمان مستويات الدين المقبولة وإجراء تحليل القدرة على تحمل الديون (Debt Sustainability Analysis - DSA) تقع على عاتق السلطات المالية، إلا أنه ينبغي على مديري الديون رصد أي تحديات ناشئة تتعلق بالقدرة على تحمل الديون استناداً إلى تحليل مخاطر المحفظة وردود فعل السوق الملحوظة عند تنفيذ عمليات إدارة الدين، وإبلاغ متخذي القرار في الوقت المناسب.

ح. التصنيف الائتماني: يعكس التصنيف الائتماني للدولة نظرة مؤسسات التصنيف الائتماني للمخاطر التي قد تحيط باقتصاد الدول، وأوضاع السيولة، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وهو ما يزيد من تكلفة طرح أدوات الدين في الأسواق الدولية. أيضاً تتأثر تكلفة طرح الأوراق المالية الحكومية في الأسواق الدولية بتطور أسعار هوامش مبادلات مخاطر الائتمان (Credit Default Swaps- CDS) من حيث تحسن أو تراجع الأسعار وقت الإصدار.

سادساً: الخلاصة والتوصيات

بذلت السلطات في الدول العربية، جهوداً لتطوير منظومة إدارة الدين العام، حيث يمثل إنشاء وحدة إدارية لتتولى إدارة عمليات الدين العام إحدى الخطوات الرئيسية والفاعلة في تعزيز الإدارة الرشيدة لأدوات الدين العام. يتعين استكمال تلك الخطوات بوضع الوظائف الرئيسية من حيث مكتب أمامي وأوسط ومكتب خلفي. حيث يقوم كل منهم بأداء مهام وأنشطة لتطوير عمليات إدارة الدين العام. تركز مهمة المكتب الخلفي على تسجيل

عمليات الدين وتوفير مدخلات التقارير اللازمة، أما الأوسط، فيضع السيناريوهات المختلفة لتمويل احتياجات الدولة طبقاً لعناصر التكلفة والمخاطرة وأفضل الخيارات للمؤامة بينهم، وبالتالي يقوم المكتب الأوسط بصياغة استراتيجية الدين العام وفقاً للتحليل السابق وبالتعاون مع المكتب الأممي، الأكثر احتكاكاً باحتياجات السوق والمستثمرين، إضافة إلى التنسيق مع الجهات الأخرى التي تتعاون في إصدارات أدوات الدين مثل المصرف المركزي.

من المناسب أن يتم تعزيز مكتب إدارة الدين العام بالكوادر المؤهلة في كل من أقسامه الثلاثة المذكورة سالفاً طبقاً للتخصص، فمن الضروري أن يكون لدى العاملين في المكتب الأممي خبرة كافية في الأسواق المالية وتسعير أدوات الدخل الثابت والمتغير التي تطرحها الدولة ووجود مهارات علاقات المستثمرين. أما عن العاملين في المكتب الأوسط، فيكون لديهم الخبرات الإحصائية والقدرة على النمذجة لتقدير السيناريوهات المختلفة ووضع إستراتيجيات إصدار أدوات الدين بناء على ذلك. أما عن المكتب الخلفي، فيتمتع العاملون به بالخبرات المحاسبية واستخدام التطبيقات المختلفة لتسجيل عمليات إصدار الأوراق المالية الحكومية.

أما عن مؤشرات المخاطر في محفظة الدين العام للدولة، والتي تتناول المعايير الكمية التي يستهدفها المعنيون بعمليات إدارة الدين بغرض الاقتراض بشكل يحقق التوازن بين عناصر التكلفة والمخاطر، فقد أدرجت عدداً من الدول العربية تحليل لعناصر التكلفة والمخاطرة في وثيقة استراتيجية الدين متوسطة المدى، مثل الأردن ولبنان ومصر، واستهدف البعض الآخر بوضوح معايير كمية وأسقف محددة لتلك المؤشرات (مثل الأردن).

من المناسب، التقدم نحو عدم تجاوز سقف الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي حاجز نسبة 60-80 في المائة في المتوسط خلال العام، وهو ما سينتج عنه مستويات أقل للدين مع حفظ العوامل الأخرى وانتهاج سياسات ضبط المالية العامة، للحفاظ على استدامة الدين العام. كذلك قد يكون من المناسب، التقدم التدريجي نحو إطالة عمر الدين من خلال تحويل جزء من إصدارات الأوراق المالية الحكومية نحو الأدوات متوسطة وطويلة الأجل ومراعاة التوازن المناسب بالأخص في السوق المحلي، لاعتبارات إقبال المصارف التجارية على الأوراق قصيرة الأجل.

إضافة لما تقدم، يتعين مراجعة الجدول الزمني للإصدارات الحكومية كل ثلاثة أشهر، وعليه يتم تنظيم ومراجعة الإصدارات الحكومية بحيث يتم تقادي فترات التركيز وبالتالي خلق تشوهات في منحنى الاستحقاقات، وفترات تركيز من مدفوعات الدين والفوائد.

أيضاً من المهم استكمال جهود الدول العربية نحو تطوير وتنمية أسواق التمويل المحلية من حيث تنظيم الإصدارات الحكومية ومراعاة خلق منحنى عائد ودعم أنشطة صانعي السوق وتعزيز شفافية ونشر أسعار الأدوات المالية الحكومية، بما يؤدي إلى تعزيز السيولة في الأسواق، وبالتالي خفض تكلفة إصدارات الأوراق المالية الحكومية.

أخيراً، من الأهمية العمل على الزيادة التدريجية في المؤسسات المالية غير المصرفية، بالأخص صناديق التقاعد والمعاشات، شركات وصناديق التأمين والأفراد في مقابل المصارف التجارية، ليتم تخفيض مساهمة المصارف التجارية تدريجياً من مستوى 70-80 في المائة إلى مستويات أدنى (قد لا تتعدى مستوى 50-65 في المائة).



ملحق رقم (1)

استبيان حول إدارة الدين العام وتطوير أسواق الدين
في إطار مبادرة تطوير أسواق الدين في الدول العربية

على ضوء الأهمية المتزايدة لتطوير أسواق أدوات الدين بالعملة المحلية في الدول العربية، لتلبية الاحتياجات التمويلية المتزايدة من جهة وما يتطلبه ذلك من جهة أخرى من جهود لتطوير إدارات واستراتيجيات فعّالة للدين العام في الوقت الذي تشهد فيه الأسواق المالية نمو ملموس في إصدارات السندات والصكوك الحكومية، أعد صندوق النقد العربي الاستبيان المرفق، ليرسل إلى وزارات المالية الموقرة في الدول العربية.

يتكون الاستبيان من ستة محاور رئيسية، تلقي الضوء على أبعاد عمليات إدارة الدين العام ومدى تطور حجمه ومدى وجود حيز مالي يُتيح للدولة تفعيل سياسات لضبط المالية العام. كما يتناول الإطار التشريعي والمؤسسي المنظمين لعمليات اصدار وتداول وإدارة أدوات الدين، واستراتيجية إدارة الدين العام. كذلك يتعرض لجوانب واحتياجات تطوير كل من الأسواق الأولية والثانوية للأوراق المالية الحكومية وسياسات الإصدار وبناء منحى عائد سيادي للدولة. أخيراً يلقي الاستبيان الضوء على قاعدة المستثمرين والتوزيع القطاعي لشرائح المستثمرين ومدى مشاركة المؤسسات المالية غير المصرفية في أسواق الدين، إضافةً إلى التعرف على السياسات الضريبية وأنواع الضرائب على الأوراق المالية الحكومية.

أولاً: تطور إصدار الدين العام:

يهدف هذا المحور إلى إلقاء الضوء على تطور نسبة الاستدانة للدولة، ذلك بالمقارنة مع الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات الخمس الماضية لاستشراف مدى سلامة أوضاع المالية العامة ومدى وجود حيز مالي للقيام بإجراءات ضبط المالية العامة واتجاه الاحتياجات التمويلية للدولة. كما ستساعد الإحصاءات في تقدير مدى الاعتماد على أسواق الدين في تمويل احتياجات الأنشطة الاقتصادية ومدى تلك الأسواق.

1. يُرجى إيضاح تطور نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي منذ عام 2012 وحتى يونيو (حزيران) 2017، (الجدول رقم 1).

الجدول رقم (1)

إجمالي الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في نهاية الفترة
(بالمليون دولار أمريكي)

يونيو 2017	2016	2015	2014	2013	2012	
						الدين العام* القابل للتداول (1)
						الدين العام غير المُتداول** (2)
						إجمالي الدين العام (1) + (2)
						الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الجارية)

* المقصود بالدين العام: هي التزامات الدين على الحكومة المركزية المُدرجة في موازنة الدولة، باستثناء دين مؤسسات حكومية بموازنات مستقلة (طبقاً لتعريف دليل إحصاءات دين القطاع العام لصندوق النقد الدولي، الذي يتسق مع دليل إحصاءات مالية الحكومة (GFMS)، ونظام الحسابات القومية 2008 (SNA 2008)). تُعرف الحكومة المركزية أنها هي وحدة الحكومة المركزية التي تمارس الأنشطة الأساسية للسلطات التنفيذية والتشريعية والقضائية الوطنية.

** المقصود بالدين العام القابل للتداول: هي أوراق المديونية الصادرة عن الحكومة المركزية والمُدرجة بالموازنة العامة للدولة، التي يتم تداولها في الأسواق المنظمة أو غيرها من الأسواق المالية، مثل الأذون والسندات وصكوك المديونية وشهادات الإيداع القابلة للتداول والأوراق المالية المضمونة بأصول... إلخ. أما أدوات الدين غير المتداولة، فهي أدوات الدين غير القابلة للتداول في الأسواق المالية، كالقروض، والعملات، والودائع، والحسابات الأخرى مستحقة الدفع/ القبض (لدليل إحصاءات دين القطاع العام الصادر عن صندوق النقد الدولي).

2. يُرجى إيضاح حجم الإصدارات من السندات بالدولة وتوزعه بين إصدارات سندات للحكومة والقطاع العام، وإصدارات سندات للشركات خلال الفترة من 2012 وحتى يونيو (حزيران) 2017 (الجدول رقم 2).

الجدول رقم (2)

إجمالي إصدارات السندات إلى الناتج المحلي الإجمالي (نسبة مئوية)

يونيو 2017	2016	2015	2014	2013	2012	
						إصدارات السندات الحكومية
						إصدارات سندات الهيئات الحكومية / العامة (السندات شبه الحكومية)
						إصدارات سندات شركات القطاع الخاص
						إجمالي الإصدارات

3. يُرجى إيضاح نسبة خدمة كلٍ من الدين العام المحلي والخارجي إلى إجمالي الإيرادات العامة وإجمالي متحصلات الصادرات خلال الفترة 2012 - يونيو (حزيران) 2017 (الجدول رقم 3).

الجدول رقم (3)

نسبة خدمة الدين العام إلى إجمالي الإيرادات العامة وإجمالي الصادرات
(نسبة مئوية)

يونيو 2017	2016	2015	2014	2013	2012	
						خدمة الدين العام المحلي إلى إجمالي الإيرادات العامة
						خدمة الدين العام الخارجي إلى إجمالي متحصلات الصادرات السلعية والخدمية

ثانياً: الإطار التشريعي والقانوني

يلقي هذا المحور الضوء على التشريعات والقواعد المنظمة لعمليات إصدار وتداول وإدارة الدين العام، وما إذا كان هناك سقف أو حد أقصى للاستدانة بموجب التشريعات السائدة.

4. ما هو القانون/ مجموعة القوانين التي تنظم أعمال إدارة الدين العام للدولة؟

.....
.....

5. هل هناك نصوص تشريعية تفرض سقف على عمليات الاستدانة؟

نعم لا

إذا كانت الإجابة "نعم"، ما هو السقف المسموح به.

.....
.....

6. هل يجب العودة للسلطات التشريعية حال الاحتياج لرفع حد الاقتراض المسموح

به من خلال الموازنة العامة للدولة؟ نعم لا

في حالة الإجابة بـ "لا"، ما هي الجهة المخول لها باتخاذ قرار رفع حد الاقتراض؟

.....
.....

7. هل يحدد أو ينظم الإطار القانوني ما يلي:

i. الجهة المسؤولة عن إدارة الدين العام؟ نعم لا

إذا كانت الإجابة "نعم"، يُرجى ذكرها.

.....
.....

ii. مهام الجهة المسؤولة عن إدارة الدين العام؟ نعم لا

إذا كانت الإجابة "نعم"، يُرجى ذكرها.

.....
.....

iii. أدوار المؤسسات ذات الصلة بعمليات إدارة الدين العام؟ نعم لا

إذا كانت الإجابة "نعم"، ما هي الأدوار الرئيسية المناطة بها.

- 1.....
- 2.....
- 3.....
- 4.....
- 5.....

ثالثاً: أهداف واستراتيجية إدارة الدين العام والسياسات التنسيقية:

يناقش هذا المحور، مدى وجود استراتيجية لإدارة الدين العام لدى الدولة، وما المنهجية ومراحل إعداد الاستراتيجية حال وجودها، وعناصر التكلفة والمخاطر التي تؤخذ في الاعتبار عند إعدادها، والسياسات التنسيقية معها في إعداد وتنفيذ الاستراتيجية.

8. أهداف إدارة الدين العام:

i. يرجى استعراض أهداف إدارة الدين العام؟

-
-
-
-
-

ii. هل هذه الأهداف مُعلنة من خلال وثيقة رسمية؟ نعم لا

.iii في حال وجود وثيقة توضح أهداف إدارة الدين العام، هل هذه الوثيقة منشورة؟ نعم لا

.iv في حالة نشر الوثيقة التي تضم أهداف عملية إدارة الدين العام، ما وسائل النشر؟

.....
.....

9. استراتيجية إدارة الدين العام:

.i هل لديكم وثيقة توضح استراتيجية و/أو منهجية إدارة الدين العام؟
نعم لا

.ii في حالة وجود وثيقة لاستراتيجية إدارة الدين العام، من الجهة أو الجهات المسؤولة عن إعدادها؟

- أ. وزارة المالية
- ب. المصرف المركزي
- ج. وزارة التعاون الدولي
- د. (أ) و(ب) معاً
- هـ. (أ) و(ب) و(ج)
- و. أخرى (تذكر)

.....

.iii ما الفترة الزمنية التي تغطيها الاستراتيجية؟

.....
.....

.iv ما أهم محاور أو أقسام استراتيجية إدارة الدين العام لديكم؟

.....
.....
.....
.....

.v ما عناصر المخاطرة والتكلفة التي يتم أخذها في الاعتبار عن إعداد استراتيجية إدارة الدين العام لدولتكم؟

.....
.....
.....
.....

.vi هل يتم إدراج الأدوات المالية التي تصدرها الدولة بصفة غير منتظمة، إن وجدت، في وثيقة استراتيجية إدارة الدين العام؟ نعم لا

vii. ما توقعاتكم لتطور نمو الاحتياجات التمويلية خلال الأجل المتوسط؟

.....

.....

.....

.....

يُرجى توضيح تقديراتكم أو توقعاتكم حول نسبة نمو للاحتياجات التمويلية المستقبلية (2018-2020) من خلال الجدول رقم (4).

الجدول رقم (4)
تطور نمو الاحتياجات التمويلية

نسبة نمو الاحتياجات التمويلية	
	2012
	2013
	2014
	2015
	2016
	2017 (تقديري)
	2018 (متوقع)
	2019 (متوقع)
	2020 (متوقع)

10. محفظة الدين العام:

i. ما التوزيع القطاعي لمحفظة الدين في دولتكم؟ على سبيل المثال نسبة كل من الأوراق المالية التي تصدرها الدولة محلياً ودولياً، القروض المحلية، القروض الخارجية، الضمانات إلخ، إلى إجمالي الدين العام.

يُرجى التوضيح من خلال المبالغ بالدولار الأمريكي في الجدول رقم (5).

الجدول رقم (5)

التوزيع القطاعي لمحفظة الدين العام في 30 سبتمبر (أيلول) 2017

المبالغ بالمليون دولار الأمريكي	التوزيع القطاعي لمحفظة الدين العام
	أوراق في السوق المحلي
	أوراق في الأسواق الدولية
	قروض محلية
	قروض دولية
	إجمالي الدين العام
	الالتزامات المُحتملة (الضمانات) ¹

¹ الالتزامات المُحتملة هي التزامات لا تنشأ إلا في حالة وقوع أحداث معينة في المستقبل، ولا تدرج الالتزامات المُحتملة، كحالة معظم الضمانات، ضمن دين الضامن، ويبقى الدين منسوباً إلى المدين، وليس الضامن، ما لم وإلى حين سداد الضمان. وبوجه عام، لا تدرج الالتزامات المُحتملة كخصوم في الإحصاءات الاقتصادية الكلية حتى يتم تحقيقها (دليل إحصاءات دين القطاع العام الصادر عن صندوق النقد الدولي).

- ii. ما أهم مؤشرات المخاطر؟ على سبيل المثال:
- انخفاض عمر محفظة الدين أي ارتفاع معدل إعادة التمويل،
 - أو ارتفاع نسبة الدين بالعملة الأجنبية،
 - أو تركيز أوراق الدين في القطاع المصرفي إلخ.

الجدول رقم (6)

تطور مؤشرات المخاطر

المؤشرات	2012	2013	2014	2015	2016	يونيو 2017
متوسط عُمر الأوراق المالية الحكومية (بعدد السنوات) مثلاً 1.5 سنة						
نسبة الدين العام بالعملة الأجنبية إلى إجمالي الدين العام						
نسبة الدين العام بالفائدة المتغيرة إلى إجمالي الدين العام						
نسبة حيازة القطاع المصرفي للأوراق المالية الحكومية						
متوسط سعر الفائدة على الدين العام المحلي						
سعر الفائدة الحقيقي						
معدل النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي						
التصنيف السيادي للدولة						
أسعار مبادلات مخاطر الدين (Credit Default Swaps)						

.iii ما المتوسط الحالي لفترة الاستحقاق (بعدد السنوات) للرصيد القائم من الأوراق المالية الحكومية؟ يُرجى توفير هذه النسبة خلال الفترة من 2012 إلى يونيو (حزيران) 2017 (الجدول رقم 7).

.....

الجدول رقم (7)

متوسط فترة الاستحقاق للرصيد القائم من الأوراق المالية الحكومية

يونيو 2017	2016	2015	2014	2013	2012	عُمر الأوراق المالية الحكومية (بعدد السنوات)
					0.3 سنة (مثلاً)	أذون الخزانة
						سندات الخزانة
						صكوك
						أدوات أخرى (1)
						أدوات أخرى (2)
						أدوات أخرى (3)

.iv هل لديكم توقعات مستقبلية حول اتجاهات تلك المتوسطات؟

.....

رابعاً: الإطار المؤسسي:

يتناول هذا المحور الإطار المؤسسي الذي يحكم عملية إدارة الدين العام، من حيث المؤسسات والجهات المشاركة في عمليات إصدار الدين والقروض والتنسيق بينها.

11. كيف يتم التنسيق بين المصرف المركزي ووزارة المالية فيما يخص عمليات إدارة الدين العام؟ وإعداد استراتيجية الدين العام إن وجدت؟

.....
.....
.....
.....

12. هل هناك تعارض بين عمليات إدارة الدين وعمليات إدارة السياسة النقدية؟

نعم لا

إذا كانت الإجابة "نعم"، يُرجى التوضيح.

.....
.....
.....
.....

13. هل تراعي عمليات إصدار أوراق الدين أوضاع السيولة المحلية؟

نعم لا

إذا كانت الإجابة "نعم"، هل يتم ذلك في إطار التنسيق مع المصرف المركزي؟

نعم لا

14. هل هناك إطار مؤسسي واضح يُنظم أدوار المؤسسات ذات الصلة بعمليات إدارة الدين العام؟

.....
.....
.....
.....

15. في حالة وجود مؤسستين أو أكثر لإدارة شؤون الدين العام بالدولة:

i. ما المعلومات التي تتداولها تلك المؤسسات؟

.....
.....

ii. ما هي دورية تداول تلك المعلومات؟

.....
.....

iii. هل هناك تنسيق كامل بين تلك المؤسسات لتفادي الاقتراض الزائد عن الحاجة وليتم متابعة مخاطر محفظة الدين أول بأول من قبل تلك المؤسسات؟

نعم لا

في حالة الإجابة بنعم، كيف يتم التنسيق؟

.....
.....

16. ما الجهات المُخول لها إصدار ضمانات القروض؟

.....

17. هل يتم التنسيق بين مديونية المستفيدين من ضمانات القروض ومديونية الحكومة المركزية؟

نعم لا في حالة الإجابة بنعم، كيف يتم ذلك؟

.....

.....

18. ما الجهة /الجهات المسؤولة عن القيام بعمليات إدارة الدين العام؟

أ. وزارة المالية

ب. المصرف المركزي

ج. (أ) و(ب) معاً

د. هناك مكتب مستقل لإدارة الدين العام

هـ. جهة أخرى، يُرجى تحديدها

i. في حالة وجود أكثر من جهة مسؤولة عن القيام بإدارة الدين العام، يُرجى توضيح مهام كل جهة؟

.....

.....

.....

.....

ii. هل هناك رؤية لتكوين مكتب أو وحدة إدارية مستقلة لإدارة الدين العام؟

نعم لا

.iii. ولأي سلطة تنفيذية ستتبع؟

أ. وزارة المالية

ب. المصرف المركزي

ج. رئاسة مجلس الوزراء

د. أخرى (يُرجى ذكرها)

.....
.....
.....
.....

.iv. هل هناك رؤية مستقبلية لتصميم مكتب أو وحدة إدارية لإدارة الدين العام تقوم

على الفصل بين عمليات كل من المكتب الأمامي والأوسط والخلفي لإدارة

الدين العام؟ نعم لا

.v. هل يوجد مُدونة سلوك (Code of Conduct) للقائمين على عمليات إدارة

الدين العام؟ نعم لا

في حالة الإجابة بنعم، يُرجى ذكر أهم محاور تلك المدونة؟

.....
.....
.....
.....

vi. برجا ذكر بعض التفاصيل عن عدد ومؤهلات وسنوات الخبرة والمهام الخاصة بالعاملين في الوحدة الإدارية المنوط بها إدارة عمليات الدين العام؟ كذلك يرجى التوضيح في حالة كون الوحدة مُقسمة إلى كلٍ من المكتب الأمامي والأوسط والخلفي لعمليات إدارة الدين العام، كما في الجدول التالي رقم (8):

الجدول رقم (8)

الحالة الثانية: وحدة إدارية مُقسمة إلى:			الحالة الأولى: وحدة إدارية غير مُقسمة	
خلفي	وسط	مكتب أمامي		
				عدد العاملين
				المؤهلات
				عدد سنوات الخبرة
				متوسط الأعمار
				مهام العمل الأساسية

خامساً: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية:

يتكون هذا المحور من عدة أجزاء تستعرض مختلف الجوانب التي تساهم في تعميق الأسواق، نوع الأدوات، تنظيم السوق الأولية، قاعدة المستثمرين ودور "المتعاملون الرئيسيون" وصانعي السوق، تعميق السوق الثانوية وقضايا السيولة والشفافية ونشر المعلومات.

أ. **الأدوات المالية:** يستعرض هذا الجزء من الاستبيان، أنواع الأدوات المالية التي تُصدرها الدولة لتمويل احتياجاتها وكيفية اختيارها للأدوات ومكونات المحفظة الحالية للدين العام وتوزع هيكل الاستحقاق.

19. ما الأدوات المالية التي يتم استخدامها لتمويل عجز الموازنة العامة؟

أ. أذون خزانة

ب. سندات خزانة

ج. صكوك

د. أدوات أخرى - يُرجى ذكرها

.....
.....

20. ما المحددات التي يتم أخذها في الاعتبار عند تحديد مزيج معين من الأدوات المالية وأجالها؟

.....
.....
.....

21. هل يتم طرح آجال مُحددة لأذون وسندات الخزانة بشكل منتظم؟

نعم لا

في حالة الإجابة بنعم، يُرجى ذكرها

.....
.....
.....

22. هل تستهدف إدارة الدين خلق منحى عائد مرجعي أو استرشادي (Sovereign Yield Curve) من خلال إصدارات الأوراق المالية الحكومية؟

نعم لا

في حالة الإجابة بنعم، ما استراتيجيتكم لبناء منحى العائد؟

.....
.....
.....

23. بناءً عليه، هل هناك سياسة مُتبعة لبناء آجال مرجعية (Benchmarks) لمنحى عائد سندات الخزانة؟

نعم لا

i. هل يتم استخدام أساليب إعادة الفتح (Reopenings) في إصدارات الأوراق المالية الحكومية؟

نعم لا

ii. في حالة الإجابة بنعم، هل تُعد عمليات إعادة فتح جزء من برنامج إصدارات الأوراق المالية الحكومية؟

نعم لا

iii. هل يتم استخدام عمليات إدارة الخصوم مثل إعادة الشراء (Buybacks) والمبادلات (Exchanges)؟

نعم لا

24. هل يُمكن للمستثمرين الأجانب أو غير المقيمين شراء الأوراق المالية الحكومية سواءً في السوق الأولي أو الثانوي؟

نعم لا

استراتيجيات إدارة الدين العام وتنمية أسواق الدين في الدول العربية

i. هل هناك متطلبات إبلاغ أو تقارير من المستثمرين الأجانب أو غير المقيمين أو ضرائب أو قيود مفروضة على استرداد قيمة استثماراتهم؟
نعم لا

في حالة الإجابة بنعم، يُرجى توضيحها.

.....
.....

ii. هل يكون لدى المصرف المركزي أو وزارة المالية معلومات عن أحدث موقف لمشاركة المستثمرين الأجانب أو الغير مقيمين بشكل دوري؟
نعم لا

25. يرجى إيضاح شرائح مستثمري سندات الخزنة من حيث القطاعات المختلفة مثل المصارف والمؤسسات المالية غير المصرفية وأنواعها والشركات والأفراد والمستثمرين الأجانب من خلال الجدول التالي رقم (9):

الجدول رقم (9)

المؤسسات	نسبة مشاركتها في إجمالي الرصيد القائم (%)
مصارف	
صناديق تقاعد ومعاشات	
صناديق استثمار	
صناديق تأمين	
شركات تأمين	
شركات أخرى (متنوعة)	
أفراد	
أجانب (أفراد ومؤسسات)	

26. يرجى توضيح إجراءات الحكومة على صعيد إدارتها لأرصدها النقدية، فعلى سبيل المثال:

i. هل تحتفظ الحكومة بمتوسط متفق عليه من الودائع الحكومية لدى البنك المركزي؟ نعم لا

ii. هل تحتفظ بودائع لدى المصارف؟ نعم لا لا

27. هل هناك تنسيق بين القائمين على إدارة الدين العام والقائمين على إدارة الأرصدة النقدية بوزارة المالية؟ نعم لا لا

28. يرجى ذكر ما إذا كانت هناك إصلاحات بشأن ضمانات القروض بدأت السلطات المختصة في انتهاجها أو أخذها في الاعتبار؟

.....
.....
.....

ب. أسواق الإصدارات الأولية: يناقش هذا الجزء عملية إصدار الأوراق المالية الحكومية والتفاصيل الخاصة بمزادات السوق الأولي، ومدى وجود سياسة واضحة للإصدار وتفاصيلها والالتزام بها، وآليات التسعير والفوز في المزادات الأولية. كذلك يتناول سياسة الإعلان عن الإصدارات الأولية ونتائج المزادات وشفافية أسعار العائد الأولية. كما يشمل معرفة التوزيع القطاعي لشرائح المستثمرين في السوق الأولي للأوراق المالية الحكومية.

29. برجاء عرض المزيد من التفاصيل عن مزادات السوق الأولي للأوراق المالية

الحكومية والتي توضح التالي:

i. هل هناك قواعد تحكم المشاركة في مزادات أدون وسندات الخزانة

والفوز بها؟ نعم لا

في حالة الإجابة بنعم، ما تلك القواعد؟

.....
.....
.....
.....

ii. ما دورية انعقاد المزادات لكل نوع من أنواع الأوراق المالية

الحكومية؟

.....

iii. من له الحق في التقدم لمزادات السوق الأولي لأدون وسندات

الخزانة؟

.....
.....
.....
.....

iv. كيف يتم تحديد المبالغ التي سيتم طرحها من خلال المزادات؟

.....
.....
.....

v. هل هناك قيود على عدد و/أو قيمة العروض التي يمكن تقديمها من

قبل المشاركين في المزادات؟ نعم لا

إذا كانت الإجابة بنعم، يُرجى التوضيح؟

.....
.....
.....

vi. هل هناك حد أقصى للفوز في المزادات؟ نعم لا

إذا كانت الإجابة بنعم، ما هو؟

.....
.....
.....

vii. ما دور المتعاملين الرئيسيين في سوق المزادات الأولية؟

.....
.....
.....

viii. ما آلية التسعير في مزادات الأوراق المالية الحكومية؟

أ. سعر موحد

ب. أسعار تنافسية

ج. أخرى

.ix كيف يتم تخصيص المبالغ الفائزة في مزادات الأوراق المالية الحكومية؟

.....
.....

.x هل هناك آلية لطرح سندات الخزانة يتم استخدامها بخلاف المزادات مثل البيع عبر المفاوضات المجمع (Syndications) أو البيع المستمر (Tap or Continuous Sale)

نعم لا

إذا كانت الإجابة بنعم، يُرجى ذكر الحالات أو الشروط التي يتم فيها ذلك؟

.....
.....
.....

.xi هل يتم تخصيص لمزادات غير تنافسية (Non Competitive Bids)

نعم لا

30. كيف يتم التواصل مع المتعاملين بسوق الأوراق المالية الحكومية بشأن مبالغ المزادات، وعملية التخصيص، ونتائج المزادات... إلخ؟

.....
.....
.....
.....

31. كيف يتم الاعلان عن نتائج المزادات؟

.....
.....
.....
.....

i. ما الفترة الزمنية التي تتخلل الاعلان المُسبق عن المزادات وانعقادها؟

.....

ii. ما المدى الزمني للإعلان عن النتائج بعد انتهاء جلسة انعقاد المزاد؟

.....

iii. وما المعلومات التي يتم توافرها والافصاح عنها قبل وبعد المزادات؟

.....
.....
.....

ج. المتعاملون الرئيسيون أو "صانعي السوق": يتناول هذا الجزء دور المتعاملون الرئيسيون حال وجودهم، ومعايير اختيارهم والتزاماتهم وكيفية تقييم أدائهم وهل من محفزات للأداء الجيد، والأطراف الأخرى المشاركة في سوق الإصدارات الأولية.

32. هل هناك متطلبات لمزاولة نشاط "المتعاملون الرئيسيون"؟

نعم لا

إذا كانت الإجابة "نعم"، ما الإطار التشريعي لتلك المتطلبات؟

.....
.....
.....

33. كم عدد مؤسسات "المتعاملون الرئيسيون" في دولتكم؟ وهل هناك سقف لعددكم؟

.....

i. كيف يتم اختيار تلك المؤسسات؟

.....
.....
.....
.....

ii. هل هناك حد أدنى لرأس مال المؤسسة لمزاولة نشاط المتعاملون الرئيسيون؟

نعم لا

في حالة الإجابة بنعم، يُرجى ذكره

.....
.....
.....

iii. هل هناك اتفاقية أو نصوص تشريعية تنظم عمل مجموعة "المتعاملون

الرئيسيون"؟ نعم لا

في حالة الإجابة بنعم، يُرجى ذكرها

.....
.....
.....

34. ما الامتيازات التي يتمتع بها "المتعاملون الرئيسيون" في دولتكم؟

.....
.....
.....
.....
.....

35. هل هناك التزامات على المتعاملين الرئيسيين للتقدم للمزادات وكذلك محفزات للأداء الجيد؟

نعم لا في حالة الإجابة بنعم، يُرجى ذكرها

.....
.....
.....

36. هل هناك معايير محددة يتم على أساسها محاسبة تلك المؤسسات أو تقييم أدائهم؟

نعم لا في حالة الإجابة بنعم، يُرجى ذكرها

.....
.....

37. هل هناك مؤسسات أخرى بخلاف "المتعاملون الرئيسيون" تشتري في مزادات السوق الأولية للأوراق المالية الحكومية؟ نعم لا

في حال الإجابة بنعم، يُرجى ذكرها.

.....
.....
.....
.....

38. هل يتم استطلاع رأي المتعاملين في سوق الأوراق المالية الحكومية في الجدول الزمني لإصدارات الأوراق المالية الحكومية Issuance Calendar) قبل إعلانه؟ نعم لا

في حالة الإجابة بـ "نعم"، كيف يتم ذلك؟

.....
.....
.....
.....

39. هل هناك اجتماعات دورية تتم للتواصل مع المتعاملين الرئيسيين أو صانعي السوق؟ نعم لا

في حالة الإجابة بنعم، ما مدى دوريتها؟

.....
.....
.....

د. الأسواق الثانوية: يتناول هذا المحور القواعد والأنظمة التي تحكم عمليات السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية وعمليات السوق المفتوحة، والإطار التشريعي والتنظيمي لها، وكيفية تسعير أوراق الدين في السوق الثانوية والقواعد الحاكمة لها. إضافة إلى التعرف على عمليات التسوية وتداول أوراق الدين، وأحجام التداول، وهل يتم التداول من خلال السوق المنظمة أم خارجها أم الاثنين. كذلك يشمل التعرف على كيفية التواصل مع المتعاملين في السوق الثانوي، وقواعد تسعير الأوراق المالية الحكومية.

40. يرجى عرض عمليات السوق الثانوي لأذون وسندات الخزانة من خلال الجدول (10) متضمنة أحجام التداول لكل من الأذون والسندات مقارنةً بحجم الإصدارات، خلال الفترة من 2012 إلى 2017.

الجدول رقم (10)

عمليات السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية

يونيو 2017	2016	2015	2014	2013	2012	حجم التداول في السوق الثانوي إلى الإصدارات الأولية (%)
						نسبة تداول أذون الخزانة إلى إجمالي إصدارات الأذون القابلة للتداول
						نسبة تداول سندات الخزانة إلى إجمالي إصدارات السندات القابلة للتداول
						نسبة تداول الصكوك المتداولة إلى إجمالي إصدارات الصكوك القابلة للتداول

41. كيف يتم تداول سندات الخزانة
- أ. من خلال البورصة أو السوق المنظمة
- ب. خارج السوق المنظمة (OTC)
- ج. (أ) و(ب) معاً، يُرجى التوضيح

.....

.....

.....

42. ما فترة تسوية الأوراق المالية الحكومية (T+?)؟

الجدول رقم (11)

الأوراق المالية الحكومية	فترة التسوية (يوم)
أذون الخزانة	
سندات الخزانة	
الصكوك الحكومية	
أدوات أخرى	

43. ما العوامل التي تعوق تنمية السوق الثانوي لسندات الخزانة من وجهة نظركم؟

.....

.....

.....

.....

44. هل هناك نظام حفظ و/أو تسوية مركزي؟

نعم لا

في حالة الإجابة بنعم، هل تتم التسوية بنظام الدفع مقابل التسليم DVP؟

نعم لا

45. هل يتم الإفصاح عن معدل العائد أو الفائدة قبل الطرح؟

نعم لا

في حالة الإجابة بنعم، كيف يتم ذلك؟

.....
.....
.....
.....

46. يرجى إيضاح القواعد و/أو التشريعات التي تحكم عمليات السوق المفتوحة.

.....
.....
.....
.....

i. كيف يتم التواصل مع المتعاملين في السوق حول المعلومات التي تخص

الأدوات المالية والأجال والمبالغ؟

.....
.....
.....
.....

ii. ما أسلوب البيع والشراء (مزداد او أي أسلوب آخر)؟

.....

.....

.....

47. رجاء توضيح وضع السيولة بالقطاع المصرفي، مع الاشارة لحجم فوائض الاحتياطات للقطاع المصرفي، المُحددة بالفرق بين الاحتياطات المطلوبة والاحتياطات الفعلية في البنوك التجارية بشكل إجمالي؟

الجدول رقم (12)

يونيو 2017	2016	2015	2014	2013	2012	
						فائض الاحتياطي في القطاع المصرفي

هـ: صناديق وبرامج الاستثمار المشترك: يغطي هذا الجزء على ضوء أهمية صناعة إدارة الأصول وبرامج الاستثمار المشترك في أسواق الأوراق المالية الحكومية، التعرف على حجم ونشاط تلك الصناديق، ورصد التحديات التي تواجه تلك الصناعة، وتحديد فئات المستثمرين وأنواع الصناديق النشطة.

48. يُرجى إيضاح حجم مساهمة المؤسسات المالية غير المصرفية (حسب نوعها) في مزادات السوق الأولي وتداول السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية، كما هو موضح في الجدول التالي رقم (13):

الجدول رقم (13)

المساهمة في حجم تداول السوق الثانوي للأوراق المالية الحكومية (%)	المساهمة في مزادات السوق الأولي للأوراق المالية الحكومية (%)	المؤسسات المالية غير المصرفية
		صناديق التقاعد والمعاشات
		صناديق ومحافظ استثمار
		صناديق التأمين
		شركات التأمين
		صناديق أجنبية (متنوعة)
		شركات متنوعة (محلية و/أو أجنبية)
		أخرى (يرجى ذكرها)

49. يرجى إيضاح حجم نشاط الوساطة في سوق الأوراق المالية الحكومية، مع ذكر التحديات التي تواجهه؟

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

سادساً: السياسة الضريبية:

يغطي هذا الجزء التعرف على تفاصيل النظام الضريبي الذي تخضع له عمليات الأوراق المالية الحكومية في الدولة، وتحديد كافة الضرائب التي تخضع لها، والضرائب على حيازة الأوراق المالية (Withholding Tax)، وأي حوافز ضريبية إن وجدت.

50. يرجى إيضاح تفاصيل النظام الضريبي لعمليات الأوراق المالية في دولتكم، متضمناً كافة الضرائب التي تخضع لها تلك الأوراق ونسب هذه الضرائب، والضرائب على حيازتها (Withholding Tax) وأي حوافز ضريبية إن وجدت.

.....
.....
.....
.....
.....

51. هل هناك أي حوافز ضريبية لتعاملات الأوراق المالية في دولتكم؟ يرجى ذكرها؟

.....
.....
.....
.....
.....

سابعاً: هل لديكم أية مقترحات أو إضافات أخرى لم يتطرق إليها الاستبيان، يرجى الإشارة لها؟

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

ثامناً: الإجابة على الاستبيان

الرجاء استيفاء الاستبيان وإعادته لصندوق النقد العربي في موعد أقصاه 18 يناير 2018، للاستفسار:

Emails: financeministers@amf.org.ae; and
nouran.youssef@amf.org.ae

Telephone: +971 2 6061477 / 574; Fax: +971 2 6391255

- يُرجى إمداد المعلومات الاحصائية على شكل ملفات Excel، أو كما هو مرفق في ملف Word.

- في حالة الرغبة بتوفير مستندات ذات علاقة، يُرجى إمدادنا بها سواء عن طريق رابط إلكتروني إن وجد، أو ارسالها بالبريد الإلكتروني للعنوانين التاليين:

financeministers@amf.org.ae; nouran.youssef@amf.org.ae

- كما يُرجى إمدادنا بالمستندات التالية:

- استراتيجية إدارة الدين العام.
- برنامج إصدارات الأوراق المالية الحكومية (أذون وسندات خزانة، وأي أدوات أخرى مثل الصكوك).
- الاتفاق الإطاري لعمليات بيع وشراء أذون وسندات الخزانة (Market Convention)، وطريقة حساب معدل الفائدة.
- القواعد والأنظمة التي تحكم عمليات السوق المفتوحة.
- دليل إجراءات المتعاملين في السوق الأولي.

للحصول على مطبوعات صندوق النقد العربي

يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

صندوق النقد العربي

ص.ب. 2818

أبوظبي - الإمارات العربية المتحدة

هاتف رقم: 6215000 (+9712)

فاكس رقم: 6326454 (+9712)

البريد الإلكتروني: centralmail@amfad.org.ae

موقع الصندوق على الإنترنت: <http://www.amf.org.ae>



<http://www.amf.org.ae>



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND



مجلس وزراء المالية العرب
COUNCIL OF ARAB FINANCE MINISTERS