الجمهوريّة الجزائريّة الدّيمقراطيّة الشّعبيّة

وزارة التّعليم العالي والبحث العلميّ

جامعة فرحات عبّاس سطيف-1-

كلّيّة العلوم الاقتصاديّة والتّجاريّة وعلوم التّسيير

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه

الشعبة: العلوم الاقتصادية التخصص: إدارة أعمال والتنمية المستدامة

تحت عنوان:

إستراتيجيات إدارة الدين العام لتحقيق الاستدامة المالية

دراسة حالة الجزائر، العربية السعودية والنرويج.

من إعداد الطالب: تحت إشراف :

فتحي خـن أ.د: فوزي عبد الرزاق

لجنـة المناقشـة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
د. خبابة حسان	أستاذ محاضر أ	جامعة سطيف 01	رئيساً
أ.د فوزي عبد الرزاق	أستاذ	جامعة سطيف 01	مشرفاً ومقرراً
د. بودرامة مصطفى	أستاذ محاضر أ	جامعة سطيف 01	مناقشاً
أ.د عبود زرقين	أستاذ	جامعة أم البواقي	مناقشاً
د. علوني عمار	أستاذ محاضر أ	جامعة سطيف 01	مناقشاً
أ.د بريك السعيد	أستاذ	جامعة أم البواقي	مناقشاً

السنة الجامعية: 2018/2017

شكر وعرفان

قال تعالى: ﴿ لئن شكرتم لأزيدنكم ﴾

الحمد لله تعالى على أن أعاننا ووفقنا لإتمام هذا العمل المتواضع

، ونتوجه بالشكر الجزيل إلى:

- الأستاذ المشرف الدكتور **فوزي عبد الرزاق** لما قدمه من عون مستمر وجهد وإرشادات ونصائح قيمة،

- لجنة المناقشة التي لم تبخل بملاحظاتها وأرائها القيمة،

- كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل،

وأخص بالذكر:

كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف

وكافة أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة بدون استثناء.

اهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى والدَي أطال الله في عمريهما.

إلى جميع إخوتي وأخواتي.

إلى زوجتي وابني الغاليين.

إلى كل أهلي سواء من جانب الأم أو من جانب الأب.

إلى كل من زملائي و رفقائي في الدراسة وخارج الدراسة.

إلى كافة عمال قطاع التجارة

إلى كل الأساتذة الذين ساهموا في مساري الدراسي من المرحلة الابتدائية مرورا بالمتوسط والثانوي وصولا إلى ليسانس والماستر والدكتوراه .

بسم الله الرحمن الرحيم

(أَفَمَنْ أَسَّسَ بُنْيَانَهُ عَلَىٰ تَقْوَىٰ
مِنَ اللَّهِ وَرِضْوَانٍ خَيْرٌ أَم مَّنْ
أَسَّسَ بُنْيَانَهُ عَلَىٰ شَفَا جُرُفٍ
هَارٍ فَانْهَارَ بِهِ فِي نَارِ
جَهَنَّمَ ۗ وَاللَّهُ لَا يَهْدِي الْقَوْمَ
الظَّالِمِينَ)

سورةالتوبة، الآية "109"

قال ﷺ :

(سَدِّدُوا وَقَارِبُوا وَاعْلَمُوا أَنْ لَنْ يُدْخِلَ أَحَدَكُمْ عَمَلُهُ الْجَنَّةَ وَأَنَّ أَحَبَّ الْأَعْمَالِ إِلَى اللَّهِ أَدْوَمُهَا وَإِنْ قَلَّ)

(الحديث رقم: 6099، صحيح البخاري)

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
المقدمة العامة	أ–ل
الفصل الأول: استراتيجيات إدارة الدين العام	13–69
تمهيد	14
المبحث الأول: الدين العام، مفهومه، أنواعه وتصنيفاته	15
I: الرصيد التاريخي لفكرة اللجوء للدين العام ومفهومه العام	15
1/– الرصيد التاريخي لفكرة اللجوء للدين العام	15
1–1/– أبرز أفكار المدرسة الكلاسيكية المتعلقة بالدين العام	15
1–2/– أبرز أفكار المدرسة الكينزية المتعلقة بالدين العام	17
1–3/– أبرز أفكار المدرسة النقدية المتعلقة بالدين العام	19
2/– مفهوم الدين العام	19
3/– مكونات الدين العام	21
3–1/– إجمالي الدين وصافي الدين	22
3–2/– أصل الدين وفائدة الدين	23
4/– الجهة المستدينة للدين العام	23
II: التصنيفات المتعلقة بالدين العام	26
1/– الدين المحلي أو الداخلي والدين الخارجي	26
2/– وقت القيد و أجل الاستحقاق	26
3/– الدائنين من القطاع الخاص والدائنين من القطاع الرسمي	28
4/– أدوات الدين غير قابلة للتداول وأدوات الدين القابلة للتداول	29
5/– الديون المنتجة والديون غير المنتجة	31
6/– عملة الاصدار، العملة المحلية والعملة الأجنبية	31
7/– عملة التقويم وعملة التسوية	32
III: أنواع الديون العامة حسب النشأة	33
1/– الدين الناشئ عن التوريق	33
2/– الدين الناشئ عن عمليات الإنقاذ	34
3/– الدين الناشئ عن الشراكات بين القطاعين العام والخاص	35

4/- الدين الناشئ عن تحمل الحكومة لالتزامات معاشات التقاعد	35
5/- الإقراض المشتق من أموال مقترضة	36
المبحث الثاني: إدارة الدين العام وعملية إعادة تنظيمه والمبادرات الدولية لتخفيف أعباء الدين العام	37
I: ماهية إدارة الدين العام	37
1/- المفاضلة بين التكلفة /المخاطر	38
2/- إنشاء وتطوير سوق الدين المحلي كفء	38
3/- تطوير استراتيجية لإدارة الدين العام	39
4/- الشفافية والمساءلة	42
5/- التنسيق مع السياسات المالية والنقدية	42
II: المسؤول عن إستراتيجية إدارة الدين العام والإطار التنسيقي بين إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية	43
1/- تحديد الجهة المسؤولة عن إستراتيجية إدارة الدين العام	43
1-1/- حسب نشاطها في السوق الأولي أو السوق الثانوي	43
1-2/- حسب الاطار التنظيمي لإدارة الدين العام في كل دولة	44
2/- المسؤول عن إدارة الدين العام	45
3/-التأثير المتبادل بين إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية	47
1.3/- تأثير إدارة الدين العام على السياستين النقدية والمالية	48
3-2/- تأثُّر إدارة الدين العام بالسياستين المالية والنقدية	49
4/- الإطار التنسيقي بين إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية	50
III: عملية إعادة تنظيم الدين و بعض المبادرات الدولية لتخفيف أعباء الديون	51
1/- مفهوم عملية إعادة تنظيم الدين	51
2/- الأنواع الرئيسية لإعادة تنظيم الدين	51
2-1/- الإعفاء من الدين	51
2-2/- إعادة جدولة الدين أو إعادة تمويله	52
2-3/-تحويل الدين والسداد المبكر للدين	53
2-4/- تحمل الدين ومدفوعات سداد الدين نيابة عن وحدات أخرى	54
3/- العمليات الأخرى المتعلقة بالدين العام	54
4/- بعض المبادرات الدولية لتخفيف أعباء الديون	55

4-1/- مبادرة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون (HIPC)	56
4-2/- المبادرة متعددة الأطراف لتخفيف أعباء الديون (MDRI)	57
4-3/- الفرق بين المبادرة (MDRI) ومبادرة (HIPC)	57
4-4/- اتفاقيات نادي باريس لإعادة جدولة الديون	57
4-5/- تأجيل الدائنين لمدفوعات خدمة الدين	58
المبحث الثالث: أساليب السلامة المتعلقة بإدارة الدين العام	59
I: أهمية الممارسات السليمة لإدارة الدين العام	59
II: بناء هيكل سليم لمحفظة الدين العام	59
III: الممارسات السليمة في إدارة الأصول والالتزامات المالية	61
1/- فوائد استخدام إدارة الأصول والالتزامات المالية في إطار إدارة الدين العام	62
IV- الممارسات السليمة في إدارة المخاطر المالية	62
1/- مصادر المخاطر المالية	62
2/- أنواع المخاطر المتعلقة بإدارة الدين العام	64
2-1/- مخاطر السوق	64
2-2/- مخاطر إعادة تمويل الدين	65
2-3/- المخاطر التشغيلية	66
2-4/- قابلية (أو حساسية)التعرض للمخاطر	67
3/- وكالات التصنيف	68
خلاصة الفصل الأول	69
الفصل الثاني : الإطار الفكري والنظري للاستدامة المالية ومؤشراتها	70-114
تمهيد	71
المبحث الأول : الاستدامة المالية، المفهوم والأبعاد	72
I: المفهوم العام للاستدامة المالية	72
II: علاقة إدارة الدين العام بتحقيق الاستدامة المالية	77
III: أبعاد الاستدامة المالية	81
1/- الملاءة الحكومية (solvency government)	81
2/- استقرار الضرائب (stable taxes)	82
3/- الإنصاف بين الأجيال (intergenerational fairness)	82

4/- استقرار النمو الاقتصادي (stable economic growth)	83
المبحث الثاني: تحليل وتقييم استدامة الدين العام	86
I: الهدف من تحليل استدامة الدين العام	86
II: مرتكزات إطار استدامة الدين العام	86
1/- إطار تحليل استدامة الدين العام (MAC DSA) للدول المتقدمة والناشئة	87
2/- إطار تحليل استدامة الدين العام في البلدان منخفضة الدخل (DSF LICs)	88
III: التصنيفات المتعلقة بأطر استدامة الدين العام	90
1/- تصنيف أداء السياسات المالية	90
2/- تصنيف مخاطر الدين العام	90
IV: النتائج المحتملة للتحليل التقييمي لاستدامة الدين العام	91
1/- الملاءة (Solvency)	91
2/- السيولة (Liquidity)	92
3/- قابلية التأثر(Vulnerability)	92
4/- الاستدامة (Sustainability)	92
المبحث الثالث: مؤشرات تقييم الاستدامة المالية	93
I: مؤشرات قابلية التأثر (Vulnerability Indicators)	93
1/- مؤشرات الدين (Debt indicators)	93
2/- المؤشرات المرتبطة بالناتج المحلي الإجمالي	94
3/- المؤشرات ذات الصلة (Related indicators)	95
II: مؤشرات الاستدامة (Sustainability Indicators)	98
1/- مؤشر الفجوة الضريبية	102
2/- مؤشر بويتر.	103
3/- مؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير.	104
4/- مؤشر الوضع المالي المستدام.	105
5/- مؤشر عدم ثبات قيمة العملات.	106
6/- مؤشرات الاستدامة المالية وفق قيود طويلة الأجل	107
7/- المحاسبة الجيلية (Generational accounting)	108
III: المؤشرات المتعلقة بالمخاطر المالية للدين العام	109
1/- المؤشرات المتعلقة بمخاطر السوق	109

2/- المؤشرات المتعلقة بمخاطر السمعة	111
خلاصة الفصل الثاني	114
الفصل الثالث: تقييم الاستدامة المالية في الجزائر بالمقارنة مع العربية السعودية والنرويج.	115-171
تمهيد	116
المبحث الأول: تقييم الاستدامة المالية على ضوء الخصائص النفطية للدول محل الدراسة	117
I: تقييم الإدارة الاستخدامية للعوائد النفطية على ضوء أبعاد الاستدامة المالية	117
1/- مقاربة الدخل الحقيقي (real income approach)	119
2/- مقاربة الدخل الدائم (permanent income approach)	126
II: أهمية العوائد النفطية في تعزيز القدرة على سداد الدين العام في الجزائر بالمقارنة بالدول محل الدراسة.	130
1/- نشأة الدين العام ودور العوائد النفطية في تعزيز القدرة على سداد الدين العام في ظل غياب استراتيجية واضحة لإدارته في الجزائر.	130
2/- نشأة الدين العام في السعودية ودور العوائد النفطية في تقليص حجمه.	135
3/- إدارة الدين العام في النرويج.	140
المبحث الثاني: التحليل التقييمي للاستدامة المالية في الجزائر بالمقارنة مع حالة العربية السعودية والنرويج	142
I: إختبار مدى تحقق الاستدامة المالية من خلال التأكد من مدى تحقق شرط الملاءة الزمني	142
II: تقييم تطور نسب قابلية التأثر ذات الصلة	145
1/- تطور نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي	146
2/- تطور حجم الإنفاق العمومي بدلالة نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الاجمالي	147
3/- تطور حجم أرصدة الميزانية العمومية	149
4/- تطور حجم احتياطيات النقد الأجنبي	152
5/- تطور نسب الدين العام الأخرى	156
المبحث الثالث: حساب مؤشرات الاستدامة المالية الأخرى والمؤشرات المتعلقة بمخاطر إدارة الدين العام	158
I: التحليل التقييمي لمؤشرات الاستدامة المالية	158
1/- مؤشر الوضع المالي المستدام	158
2/- مؤشر الفجوة الضريبية	160
3/- مؤشر بويتر	163

4/- مؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير	164
II: تحليل وتقييم المؤشرات المتعلقة بمخاطر إدارة الدين العام.	165
1/- تحليل محفظة الدين العام	165
خلاصة الفصل الثالث	171
الفصل الرابع: نحو إستراتيجية إدارة دين فعالة تحقق الاستدامة المالية العامة في الجزائر	172-242
تمهيد	173
المبحث الأول: الاستراتيجيات والآليات المطروحة لتحقيق الاستدامة المالية	174
I: برامج أو سياسات التقشف.	174
1/- مفهوم التقشف	174
II: الميكانيزمات السبع لـ (Garrick Hileman) لتحقيق استدامة الدين العام.	176
1/- النمو الاقتصادي	177
2/- المساعدات المالية	179
3/- التعديل المالي	180
4/- بيع الأصول	185
5/- التضخم المفاجئ أو إستراتيجية الورقة الرابحة	186
6/- الكبح أو الاخضاع المالي	187
7/ التخلف عن السداد، أو الامتناع عنه	188
المبحث الثاني: الإطار المنهجي لصياغة استراتيجية دين متوسطة الأجل تهدف لتحقيق الاستدامة المالية في الجزائر.	190
I: واقع عملية إدارة الدين العام في الجزائر.	190
1/- الهدف من الاعتماد على القرض السندي في الجزائر	191
2/- خصائص القرض السندي	192
3/- إنعكاسات القرض السندي	192
4/- مصادر الاقتراض المتاحة الأخرى	193
II: أهمية ومحددات وضع إستراتيجية إدارة دين متوسطة الأجل في الجزائر	193
III: خطوات المقاربة المرحلية لبناء استراتيجية متوسطة الأجل تحقق الاستدامة المالية	195
1/-الخطوة الأولى: تحديد أهداف ونطاق استراتيجية الدين العام	195
1-1/- الأهداف (OBJECTIVES)	195
1-2/- القيود المفروضة على الأهداف والاستراتيجة	197

1-3/ نطاق أو مجال الاستراتيجية	198
2/- الخطوة الثانية: تحديد الاستراتيجية الحالية لإدارة الدين العام وتحليل تكاليف ومخاطر الدين القائم	199
2-1/- تحديد الاستراتيجية الحالية لإدارة الدين العام	199
2-2/- محفظة الدين العام وتحديد التكلفة	201
2-3/-محفظة الدين العام وتحديد المخاطرة	203
3/- الخطوة الثالثة: تحديد وتحليل مصادر التمويل المحتملة، بما في ذلكخصائص التكلفة والخطر	205
3-1/- خصائص أدوات الدين غير القابلة للتداول	206
3-2/- خصائص أدوات الدين القابلة للتداول	208
4/-الخطوة الرابعة: تحديد التوقعات الأساسية و المخاطر الرئيسية في المجالات المالية والنقدية والعوامل الخارجية ومخاطر السوق	212
4-1/- توقعات السياسة المالية العامة، والسياسة النقدية والعوامل الخارجية	212
4-2/- توقعات المخاطر ومساهمتها في تحديد استراتيجية (MTDS)	213
5/-الخطوة الخامسة: مراجعة العوامل الهيكلية الرئيسية التي قد تؤثر على تركيبة الدين العام	215
6/- الخطوة السادسة: تقييم وترتيب الاستراتيجيات البديلة على أساس المفاضلة بين التكلفة والخطر	217
6-1/- أمثلة للبدائل الاستراتيجية (Alternative StrategiesExample)	218
6-2/-تقييم أداء استراتيجيات مختلفة	219
7/- الخطوة السابعة: مراجعة الآثار الناتجة عن تطبيق الاستراتيجيات البديلة على السياسات الاقتصادية الكلية وتطور السوق	220
8/- الخطوة الثامنة: رفع استراتيجية الدين متوسطة الأجل الى السلطات والحصول على موافقتها على اعتماد الاستراتيجية	222
المبحث الثالث: نحو استراتيجية بديلة تحقق الاستدامة المالية العامة وتوافق مبادئ الشريعة الاسلامية	224
I: المنظور الاسلامي لتحقيق الاستدامة المالية	224
II: كفاءة المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستدامة المالية	226
1/- المزايا التي توفرها المنتجات المالية الإسلامية	227
2/- درجة ارتباط المنتجات المالية الإسلامية بالاقتصاد الحقيقي	228

3/-درجة استقرار النظام المصرفي والمالي الإسلامي	229
4/- درجة تنوع صيغ الاستثمار وأساليب التمويل الاسلامي	230
III: واقع مساهمة الصكوك السيادية كأحد الخيارات الاستراتيجية لتحقيق الاستدامة المالية	232
1/- مساهمة الصكوك السيادية في حل مشكلة تفاقم الدين العام:	238
2/- مساهمة الصكوك السيادية في تغطية الاحتياجات التمويلية للميزانية العامة:	239
3/- مساهمة الصكوك السيادية في تجميع وحشد الموارد المالية:	239
4/- مساهمة الصكوك السيادية في تمويل المشاريع العمومية:	240
5/- مساهمة الصكوك السيادية في التوزيع العادل للثروة	240
خلاصة الفصل الرابع	242
الخاتمة	252-243
الملاحق	272-253
قائمة المراجع	282-273

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجداول	الصفحة
1-1	حساب صافي الدين العام	22
2-1	بعض أهداف إدارة الدين في عدة بلدان مختارة	40
1-2	الحدود الدلالية لعبء الدين العام حسب إطار استدامة الدين العام	90
2-2	المستويات الاسترشادية لمؤشرات الدين العام	96
3-2	موضع وانحدار منحنى العائد	110
4-2	مدرج التصنيف	112
1-3	تطور حجم الدين الخارجي للجزائر وخدماته خلال الفترة (1967-1994)	131
2-3	تطور نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي (GDP)	135
3-3	حساب شرط الملاءة المالية في الدول موضع الدراسة	143
4-3	درجة الإعتماد على العوائد النفطية في تقليص نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي	146
5-3	مؤشرات ونسب الدين الأخرى ذات الصلة بالاستدامة المالية في الجزائر	156
6-3	حساب مؤشر الوضع المالي المستدام في الجزائر،السعودية والنرويج	159
7-3	حساب مؤشر الفجوة الضريبية	160
8-3	حساب مؤشر بويتر في الجزائر	163
9-3	حساب مؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير في الجزائر	164
10-3	التصنيفات الائتمانية لكل من الجزائر والسعودية والنرويج	167
11-3	مكونات الدين الخارجي الجزائري بالعملات الأجنبية (%).	168
1-4	تطور نسبة الدين العام إلى (GDP) بدلالة النمو الاقتصادي	178
2-4	أمثلة لبعض الاستراتيجيات الممكنة في إطار استراتيجية (MTDS)	218
3-4	أمثلة لبعض استراتيجيات (MTDS) المتعددة مصادر التمويل	219

فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الأشكال	الصفحة
1-1	موقع القطاع العام في الاقتصاد	23
2-1	التقسيم القطاعي للقطاع العام	25
3-1	تصنيفات الدين العام حسب الإقامة، أجل الاستحقاق، أداة الدين، الدائنين.	32
4-1	المفاضلة بين التكلفة والمخاطر	38
5-1	الإطار التنظيمي المقترح لإدارة الدين العام	46
6-1	العلاقات التبادلية والتفاضلية بين إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية	47
7-1	تأثير انخفاض سعر الصرف على نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي	60
8-1	عناصر الالتزامات الاحتمالية الضمنية والصريحة و الخصوم المالية العامة	63
1-2	مسار تطور مستويات الدين العام عبر الزمن	78
2-2	أثر المزاحمة	79
3-2	أبعاد الاستدامة المالية	84
4-2	الحلقة المفرغة لتفاعل أبعاد الاستدامة المالية	84
5-2	منحنى يبين تطور حجم الدين العام في الاقتصادات المتقدمة والناشئة (2002-2012).	87
6-2	محطات تحديث إطار تحليل استدامة الدين العام في البلدان منخفضة الدخل (DSF LIC)	89
7-2	ديناميكية الدين العام	100
1-3	مساهمة القطاع النفطي في اقتصاديات الدول محل الدراسة	119
2-3	آلية عمل صندوق النفط النرويجي (Pension Fund)	120
3-3	هيكل العجز غير النفطي في النرويج و وجم التحويلات الموجهة للميزانية من عوائد صندوق التقاعد	121
4-3	تصنيف أفريل 2016 للصناديق السيادية في العالم حسب حجم أصولها	122
5-3	آليات عمل صندوق ضبط الموارد الناجمة عن فروق أسعار النفط	123
6-3	تطور سعر النفط المطلوب لمعادلة الرصيد المالي للميزانية	124
7-3	التقلبات الدورية المتعلقة بالتبعية للمواد الطاقوية	127
8-3	تقلبات أسعار النفط وفقتطور الأحداث للفترة 1946-2016.	128
9-3	تطور حجم الدين الخارجي الجزائري وسداده	133

10-3	تطور مؤشر نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر بدلالة سعر النفط للفترة (1991-2016)	134
11-3	تطور مؤشر نسبة الدين العام الى الناتج المحلي الاجمالي في السعودية بدلالة سعر النفط للفترة (1999-2016)	136
12-3	تطور حجم الدين العام في السعودية للفترة (2012-2016)	138
13-3	تطور مؤشر نسبة الدين العام الى الناتج المحلي الاجمالي في النرويج بدلالة سعر النفط للفترة (1980-2016)	140
14-3	تطور حجم الإنفاق العمومي بدلالة نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الاجمالي	148
15-3	التدفقات المنشئة للدين العام	150
16-3	إجمالي الاحتياطات العالمية من النقد الأجنبي حتى نهاية عام 2015 .	153
17-3	تطور مؤشر إجمالي احتياطيات كنسبة من إجمالي الدين الخارجي في الجزائر	154
18-3	تطور حجم احتياطيات النقد الأجنبي في الجزائر 2013-2016	154
19-3	نسبة الإيرادات الجبائية العادية من الناتج المحلي الإجمالي.	162
20-3	التطور الزمني لمحفظة الدين العام	166
21-3	تطور حجم الإصدارات السيادية في سوق الدين المحلية في النرويج	169
1-4	الدائرة المفرغة للدين والعجز	175
2-4	منحنى يوضح نسبة الدين الفدرالي الأمريكي إلى (GDP)، وتوقعات تطبيق استراتيجية الهاوية المالية.	182
3-4	معدلات التضخم في الجزائر (2001-2016)	187
4-4	معدلات سعر الفائدة في الجزائر (1963-2016)	188
5-4	الاطار العام لصياغة استراتيجيات فعالة لإدارة الدين في الأجل المتوسط.	194
6-4	شكل توضيحي لأهداف إستراتيجية إدارة الدين العام الوسيطة والنهائية	196
7-4	الخطوة الأولى/ تحديد أهداف ونطاق استراتيجية الدين العام	198
8-4	شكل توضيحي لعملية تمويل العجز التراكمي	200
9-4	مثال لملف استرداد الديون محفظة الدين العام	201
10-4	كيفية تحديد خصائص محفظة الدين الحالية.	204
11-4	الخطوة الثانية/ تحديد الاستراتيجية الحالية لإدارة الدين العام وتحليل تكاليف ومخاطر الدين القائم.	205
12-4	الخطوة الثالثة/ تحديد وتحليل مصادر التمويل المحتملة	212
13-4	الخطوة الرابعة/ تحديد التوقعات الأساسية و المخاطر الرئيسية في المجالات المالية	214

	والنقدية والعوامل الخارجية ومخاطر السوق	
4-14	العلاقات المحاسبية الرئيسية المتبادلة بين القطاعات الرئيسية للاقتصاد	216
4-15	الخطوة الخامسة/ مراجعة العوامل الهيكلية الرئيسية التي قد تؤثر على تركيبة الدين العام.	216
4-16	الاستراتيجيات البديلة على أساس المفاضلة بين التكلفة والخطر	217
4-17	الخطوة السادسة/ تقييم وترتيب الاستراتيجيات البديلة على أساس المفاضلة بين التكلفة والخطر.	220
4-18	الخطوة السابعة/ مراجعة الآثار الناتجة عن تطبيق الاستراتيجيات البديلة على السياسات الاقتصادية الكلية وتطور السوق	221
4-19	الخطوة الثامنة/ رفع استراتيجية الدين متوسطة الأجل إلى السلطات والحصول على موافقتها على اعتماد الإستراتيجية	222
4-20	مضمون خطوات المقاربة المرحلية لبناء إستراتيجية متوسطة الأجل (MTDS)	223
4-21	الهرم المقلوب للاقتصاد في ظل الأدوات المالية التقليدية	228
4-22	هرم التوازن الاقتصادي في ظل تطبيق الابتكارات المالية الإسلامية	229
4-23	صيغ الاستثمار وأساليب التمويل الإسلامي	231
4-24	وتيرة إصدار الصكوك للفترة(2006- النصف الأول 2014)	233
4-25	خريطة الدول التي تعتمد على المنتجات المالية الإسلامية والصكوك السيادية.	234
4-26	حجم ونسب إصدارات الصكوك حسب الجهة المصدرة	238

فهرس الملاحق

الرقم	البـــــيـــــان	الصفحة
1	قائمة الدول المصنفة في إطار تحليل استدامة الدين العام للدول المتقدمة والأسواق الناشئة (MAC DSA)	254
2	الإطار التحليلي استدامة الدين العام (DSA) 2016 الخاص بالجزائر	255
3	الإطار التحليلي استدامة الدين العام (DSA) 2016 الخاص بالجزائر (تابع)	256
4	الإطار التحليلي استدامة الدين العام (DSA) 2015 الخاص بالعربية السعودية	257
5	الإطار التحليلي استدامة الدين العام (DSA) 2015 الخاص بالعربية السعودية (تابع)	258
6	الإطار التحليلي استدامة الدين العام (DSA) 2016 الخاص بالنرويج	259
7	الإطار التحليلي استدامة الدين العام (DSA) 2016 الخاص بالنرويج (تابع)	260
8	قياس درجة اعتماد كل من الجزائر والسعودية والنرويج على العائدات النفطية في تخفيض نسبة الدين الى الناتج الوطني الإجمالي باستخدام برنامج (R)	261
9	التجسيد العددي لقيد الملاءة الزمني للدول محل الدراسة	262
10	التجسيد العددي مؤشر الفجوة الضريبية للدول محل الدراسة	263
11	الحالات التاريخية للتخلف عن السداد على الديون العامة	264
12	الحالات التاريخية للتخلف عن السداد على الديون العامة (تابع)	265
13	الحالات التاريخية للتخلف عن السداد على الديون العامة (تابع)	266
14	الإطار العام لدراسة المقارنة بين الجزائر والدول محل الدراسة	267
15	عينة لتقارير الإفصاح عن الاستدامة المالية لعدة دول	268
16	خريطة تبين مستويات الدين العام الى الناتج الوطني الاجمالي لسنة 2015	269
17	خريطة تبين مستويات الدين العام الى الناتج الوطني الاجمالي لسنة 2017	270
18	ملخص مؤشرات ونسب الاستدامة المالية في الجزائر	271

Abbreviations	قائمة المختصرات	
DSA	Debt Sustainability Analysis	تحليلات استدامة الدين
SDMO	Separate Debt Management Office	مكتب إدارة دين عام مستقل
PFIs	Private Finance Initiatives	مبادرات التمويل الخاص
GDP	Gross Domestic Product	الناتج المحلي الإجمالي
SPEs	special purpose entities	الهيئة ذات الغرض الخاص
PPPs	Private Finance Initiatives	شركات القطاعين العام والخاص
BOOTs	Build, Own, Operate, Transfer schemes	نظم البناء والتملك والتشغيل ونقل الملكية
MDGs	Millennium Development Goals	الأهداف الإنمائية للألفية الثالثة
MDRI	Multilateral Debt Relief Initiative	المبادرة متعددة الأطراف لتخفيف أعباء الديون
IDA	International Development Agency	مؤسسة التنمية الدولية
HIPC	The Heavily Indebted Poor Countries Initiative	مبادرة الدول الفقيرة والمثقلة بالديون
AfDF	African Development Fund	صندوق التنمية الافريقي
AOFM	Australian Office of Financial Management	المكتب الأسترالي للإدارة المالية
NZDMO	New Zealand Debt Management Office	مكتب إدارة الدين العام النيوزيلاندي
GDP	Gross Domestic Product	الناتج المحلي الإجمالي
BOP	Balance of Payments	ميزان المدفوعات
MAC DSA	The Public Debt Sustainability Analysis Framework for Market Access Countries	إطار تحليل استدامة الدين العام الخاص بالدول الناشئة
LIC DSF	The Public Debt Sustainability Framework for low-income Countries	إطار تحليل استدامة الدين العام الخاص بالدول المنخفضة الدخل
MTDS	Medium-Term Debt Strategy	استراتيجية الدين المتوسطة الأجل
GFN	Gross Financing Needs	إحتياجات التمويل الإجمالية
CBO	Congressional Budget Office	مكتب الميزانية
SGP	Stability and Growth Pact	معاهدة الاستقرار والنمو
PRGT	The Poverty Reduction and Growth	الصندوق الائتماني للنمو والحد من

	Trust	الفقر
CPIA	Country Policy and Institutional Assessment	تقييم السياسات والمؤسسات القُطرية
PV	Present Value	القيمة الحالية
CaR	Cost at Risk	تكلفة الخطر
RaR	Risk-Adjusted Yield	العائد المعدل بالخطر
TE Rating	The Trading Economics credit rating	وكالة التصنيف الائتماني لاقتصاديات التجارة
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development	دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
PVG_t	Present Value of the Government's projected purchases of goods and services.	القيمة المخصومة الحالية للمشتريات الحكومية المتوقعة من السلع والخدمات
NW_t	government's current Net financial Wealth	صافي الثروة المالية الحالية للحكومة
PVLt	present value of net tax payments by living generations	القيمة الحالية للمدفوعات الضرائب الصافية للأجيال الحالية
PVF_t	present value net tax payments by future-born cohorts	القيمة الحالية الصافية لمدفوعات الضرائب التي على عاتق الأجيال المستقبلية
FRR	Revenue Regulation Fund	صندوق ضبط الموارد
SWF	sovereign wealth funds	صناديق الثروة السيادية

أُقترن مفهوم الاستدامة في أغلب الأبحاث بموضوع التنمية المستدامة أين تم تناولها بشكل واسع بداية من عام 1978م، وذلك بالتزامن مع صدور تقرير لجنة (Brundtland) والمتضمن تعريف التنمية المستدامة– التنمية التي تلبي احتياجات الأجيال الحالية دون المساس بقدرة الأجيال المقبلة على تلبية احتياجاتهم– حيث اكتسب مفهوم "**الاستدامة** **sustainability** " استخداما واس عا ضمن مجموعة متعددة من الأبحاث في شتى المجالات منذ ثمانينات القرن الماضي، لكن أكثر المواضيع المقترنة بمفهوم الاستدامة هو موضوع التنمية الاقتصادية وذلك بالنظر للإسهامات الكثيرة التي طرحت في هذا المجال أبرزها تلك الصادرة من هيئة الأمم المتحدة ومؤسساتها المختلفة، حيث تستخدم كلمة 'المستدامة' بصفة عامة للإشارة إلى القدرة على البقاء والاستمرارية.

أما "**الاستدامة المالية**" (**fiscal sustainability**) فهو مفهوم مماثل، فبالنسبة للأفراد في المجتمع، قد تعني الاستدامة المالية الاستمرار بأسلوب حياتهم الحالية، من خلال دفع تكاليف الاستهلاك الغذائي والإيجار والتكاليف الصحية وغيرها من النفقات ، لأولئك الذين يمتلكون المحلات والمنازل والمؤسسات و الشركات على التوالي ، من مواردهم المالية التي يتلقوها سنويا، لكن يطرح مفهوم الاستدامة المالية على المدى الطويل إشكالية مدى قدرة الأفراد على إشباع حاجياتهم ودفع التزاماتهم، وسداد ديونهم بحلول سن التقاعد أين تتقلص مواردهم المالية وتزيد احتياجاتهم الحياتية.

هذا النوع من التفكير هو تفكير عملي للأفراد أو الأسر حيث يكون التخطيط على المدى الطويل، فالمفاهيم التي يستخدمها معظم الأفراد في حياتهم الشخصية وأعمالهم، يمكن أن تكون في الأساس، نفس تلك التي ينبغي تطبيقها على الدول والحكومات، ولكن تحتاج إلى بعض التكييف.

فمصطلح **الاستدامة المالية** هو أحد المصطلحات المستخدمة في السياسات المالية، و التي لا يوجد اتفاق على تعريف محدد له، ولكن يمكن القول بشكل عام على أنه الحالة المالية التي تكون فيها الدولة قادرة على الاستمرار في سياسات الإنفاق والإيرادات العامة على المدى الطويل دون خفض ملاءتها المالية أو التعرض لمخاطر عدم السداد، أو عدم الوفاء بالتزاماتها المالية المستقبلية.

وتسعى الدول لتحقيق وضعية الاستدامة المالية لكي تتمكن من الاستدانة لتغطية العجز المالي وبشروط ميسرة، ويؤدي فقدان الدول للاستدامة المالية أو تراجع ثقة الأسواق بقدرتها على الوفاء بالتزاماتها إلى توقف الدائنين عن إقراضها، أو رفع معدلات الفائدة على قروضها إلى مستويات عالية، ووضع ضوابط وشروط لاقتراضها.

حيث تعتمد الاستدامة المالية على توقعات الإنفاق والإيرادات المستقبلية طويلة الأجل، ويتم بموجب هذه التوقعات تعديل السياسات الحالية سواءً بزيادة الايرادات أو خفض النفقات، ويلزم لضمان استمرار الاستدامة المالية للدول توافر القدرة السياسية والقانونية والاقتصادية للحد من نمو تكاليف برامج الإنفاق الحالية، أو السماح لها بالنمو ضمن معدلات معينة، أو إيجاد مصادر جديدة للإيرادات،أو رفع معدلات الإيرادات الحالية، حيث يقود عجز الدول عن توفير التمويل اللازم لأنشطتها إلى تراجع عدد ومستويات الخدمات العامة، والرعاية الاجتماعية، وحجم الدعم المقدم لمواطنيها.

فالاستدامة المالية مرتبطة بمبدأ الرفاهية الاجتماعية، حيث أن عدم الاستدامة المالية سيضعف قدرة الدول على تقديم الخدمات العامة في المستقبل، فمثلا تنفق دول إفريقيا جنوب الصحراء على تسديد خدمة ديونها أربعة أضعاف ما تنفقه على الصحة والتعليم،هذا التراجع في الخدمات والمنافع الحكومية أدى في النهاية إلى تشنجات واضطرابات سياسية واجتماعية هددت استقرار هذه الدول.

وقد أدت الأزمة المالية العالمية سنة 2008، والركود الاقتصادي الذي نتج عنها، إلى لجوء الدول إلى سياسات مالية تحفيزية وذلك لتجنب كساد اقتصادي عالمي، وقد سبب تراجع الإيرادات الضريبية بفعل الركود الاقتصادي، وزيادة الإنفاق لتحفيز الاقتصاديات إلى إحداث عجز مالي كبير في الدول المتقدمة، وكثير من الدول النامية ، ما أدى إلى نمو سريع وكبير في نسب الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي حتى تجاوزت المعدلات التي كانت تعتبر آمنة،مثال ذلك دول منطقة اليورو، حيث ارتفع مجموع الديون العامة المتراكمة إلى 92.6% من الناتج المحلي الإجمالي

وتجاوز نسبة 90.7% مقارنة مع الحد الأدنى للمديونية المسموح بها من قبل الاتحاد الأوروبي والمحددة بنسبة 60%، من الناتج المحلي الإجمالي لكل دولة.

فالاستدامة المالية تتطلب تجنب الزيادة المفرطة في الاستدانة، لما تشكله من عبء على أجيال المستقبل، فاللجوء إلى الاقتراض لتمويل النفقات الحالية يعني تحميل الأجيال المستقبلية عبء القرارات المالية المعمول بها في الوقت الحالي، لما له تأثير سلبي على العدالة الاجتماعية بين الأجيال، وذلك لأنه يجب على الأجيال في المستقبل الاستغناء عن جزء من دخولهم لتغطية تلك القروض، فقيام الدولة بالاقتراض اليوم سيؤدي إلى تحويل الاستهلاك من المستقبل إلى الحاضر، أي أن على الأجيال في المستقبل التخلي عن جزء من استهلاكهم الشخصي لأجيال الحالية، بالإضافة إلى تحمل فوائد تلك القروض في المستقبل، فلذلك على الدول التفكير في الأمد الطويل – مثل الفرد المقبل على التقاعد– عند اللجوء إلى الدين العام لما في ذلك من تأثير على مستقبل الأجيال القادمة.

الجزائر، ومنذ وقت ليس ببعيد(1986، سقوط أسعار النفط)، كانت تعاني من أزمة مديونية أثرت بالسلب على أجيال متعاقبة، واستطاعت الجزائر تجاوز الأزمة بفضل الطفرة في أسعار النفط، بداية الألفية، التي وفرت موارد إضافية مكنت الدولة بحلول سنة 2006 من تسديد المسبق للديون مما أكسب الجزائر حالة مالية جيدة ، ومؤشرات اقتصادية مقبولة.

لكن التوسع في الإنفاق العمومي في السنوات الأخيرة الماضية، أدى إلى الوجود المتواصل للعجز في الميزانية العامة حيث بلغ سنة 2012 3264.2 مليار دينار، نتج عنه الاقتطاع المستمر من صندوق ضبط الموارد، حيث سجل مستوى اقتطاع قياسي خلال عام 2012 لتسديد عجز الميزانية العامة ، قدر بما يعادل 22.8 مليار أورو، وهو أعلى معدل اقتطاع منذ إنشاء الصندوق عام 2000، وهذا ما يقودنا إلى التساؤل حول قدرة الجزائر– ضمن مستويات منخفضة للدين العام– على الاستمرار في نفس مستويات الإيرادات والنفقات العامة للسنوات الأخيرة، (خاصة الفترة 2004–2014) بالموازاة مع الحفاظ على مستويات الخدمات العامة من رعاية صحية واجتماعية، ومنح الدعم الاستهلاكية، وغيرها من الامتيازات التي يتوقعها المجتمع، بما

يحقق الرفاهية الاجتماعية والتوزيع العادل للموارد النقدية بين الأجيال الحالية والأجيال المستقبلية.

من خلال هذا التمهيد، تبرز ملامح إشكالية البحث والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:

ما هي الإستراتيجية الفعالة لإدارة الدين العام لتحقيق الاستدامة المالية؟

الأسئلة الفرعية: حتى يتيسر لنا الإ حاطة على جوانب الموضوع ارتأينا تجزئة الإشكالية الأساسية إلى الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هو مضمون الاستدامة المالية؟ والى ماذا تهدف؟
2. هل مؤشرات الاستدامة المالية المختلفة في الجزائر تشير الى أن الوضعية المالية تتمتع بالاستدامة المالية؟
3. ما هي استراتيجيات إدارة الدين العام المتبعة من قبل السلطات المالية في الدول موضع الدراسة؟
4. هل يمكن لإدارة الدين العام وفق إستراتيجية معينة أن تحقق الاستدامة المالية في الجزائر؟

– فرضيات الدراسة :

محاولة منا الإجابة على السؤال الرئيسي، والتساؤلات الفرعية المذكورة أعلاه، نضع الفرضيات الآتية:

– <u>الفرضية الرئيسية:</u>

إستراتيجية إدارة الدين العام الفعالة، تتجسد في تحرك مرحلي قصير المدى مبني على تشخيص لمصادر التمويل الداخلية والخارجية المتاحة من أجل تنويع مصادر الإيرادات، والحد من تفاقم العجز في الميزانية، بهدف تجنب خطر التعثر المالي، والحفاظ على الاستدامة المالية.

– <u>الفرضيات الفرعية:</u>

1. تتجسد الاستدامة المالية وتهدف لعدم تحميل الأجيال المستقبلية من دافعي الضرائب أعباء مالية لا يمكن تحملها ناتجة عن الإنفاق على الخدمات العمومية المقدمة للأجيال الحالية.
2. تشير مختلف المؤشرات المالية إلى تمتع الجزائر بنوع من الأريحية المالية ما يجعلها تتواجد ضمن مستويات عالية من الاستدامة المالية بالمقارنة مع باقي الدول محل الدراسة.
3. تطبق كل من الجزائر والعربية السعودية والنرويج استراتيجيات لإدارة الدين العام مختلفة من حيث المضمون، لكن تشترك في الهدف وهو تحقيق الاستدامة المالية.

4. مكنت استراتيجيات إدارة الدين العام الدول موضع الدراسة، من وضع أهداف محددة، وجدولة واضحة للاحتياجات التمويلية للميزانية العامة بما يعزز الاستدامة المالية فيها.

– أسباب اختيار الموضوع:

تم اختيار الموضوع بناء على مجموعة من الاعتبارات ال موضوعية التي تتعلق بالإطار العام لموضوع الدراسة، واعتبارات ذاتية أخرى تتعلق بتكوين الطالب واهتماماته البحثية.

- **الأسباب الذاتية:** كون الموضوع يتوافق مع ميدان تخصص الدكتوراه –**إدارة أعمال وتنمية مستدامة**– حيث يشتمل الموضوع على إدارة الدين العام من جهة، وعلاقتها بتحقيق هدف الاستدامة والذي يعتبر موضوع الساعة من جهة أخرى ، وكذا اهتمام الباحث بالقضايا المالية الدولية، وبدراسة الاستدامة من جانب مالي، باعتباره من أهم الجوانب التي تشكل البعد الاقتصادي في التنمية المستدامة.
- **الأسباب الموضوعية:** كون عملية إدارة الدين العام يمثل موضوع بالغ الأهمية في الآونة الأخيرة، فعلى الرغم من الجدل على المستويين النظري والتطبيقي حول جدوى اللجوء للدين العام، والنقاش الدائر حول آثاره السلبية والايجابية، إلا أن الواقع الذي نعيشه يؤكد بما لا يدع مجالا للشك أن وجود الدين العام أصبح واقعا، وأن على كل الدول أن تتعامل مع ذلك، لا أن تتجنب فكرة اللجوء للدين العام.

–أهمية الدراسة:

يلقى موضوع الديون العامة اهتماما واسعا علي الصعيد الدولي، عقب أزمات المديونية التي انتقلت من مشكلة تخص الدول النامية والفقيرة في الأساس، إلى مشكلة أصبحت تؤرق الكثير من الدول الصناعية الكبرى في العالم، بما في ذلك الولايات المتحدة، ودول الاتحاد الأوروبي، فقد تصاعد الدين العام لكثير من الدول إلى مستويات حرجة نتيجة للنمو الهائل في الإنفاق العام الذي صحب الأزمة المالية الأخيرة في ظل ضيق النظرة حول القدرة المالية الحقيقية لهذه الدول على خدمة ديونها على المدى الطويل ، الأمر الذي فتح الجدل حول مستقبل الأوضاع المالية الغير مستدامة لهذه الدول وأهمية الحاجة إلى وضع القطاع الحكومي والإنفاق العام تحت السيطرة.

– أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى:

- المساعدة في تعزيز فهم أساسي مشترك للاستدامة المالية العامة للدول والحكومات.

- توضيح العلاقة بين إدارة الدين العام و الاستدامة المالية للدول والحكومات.
- بيان مدى أهمية وضع إستراتيجية من أجل إدارة الديون بشكل فعال ومستدام كجزء ضروري في مسار تنمية أي دولة.
- دراسة هيكل الدين ومؤشراته، والآثار المترتبة عنه في مجال الاستدامة المالية في الجزائر والدول موضع الدراسة.

إضافة إلى ذلك، لا نسعى من خلال هذا البحث إلى تغيير الجذري لمعنى الدين العام، ولا إلى معالجة أسبابه، أو أحد أنواعه، أو التخلص من تكلفته الاقتصادية، بل نسعى لمحاولة اقتراح نموذج إستراتيجية لإدارة الدين العام ، ترسم الطريق وتوضح الرؤية على المدى المتوسط والبعيد، وتمكّن من استعمال موارد الدول بطريقة فعالة، وتتيح للأطراف التي تتعامل مع الدول الاستعداد لعمليات التمويل على أسس واضحة و جليّة.

استراتيجية تهدف إلى الوصول إلى إدارة مستدامة للدين العام، تمكن من سهولة الوصول إلى التمويل المطلوب، وتنويع مصادره، وإطالة آجال الاستحقاقات بأفضل تكلفة ممكنة، وعند مستوى مخاطرة مقبول، وتجسد مبدأ الإنصاف بين الأجيال.

-منهج وأدوات الدراسة:

إن طبيعة الدراسة الذي نحن بصدد إعدادها يتطلب استعمال أكثر من منهج بحث، وقد حددنا لذلك ثلاث مناهج للبحث (الوصفي، التحليلي، المقارن) بالنظر لملاءمتهم لطبيعة الموضوع وهي:

- **المنهج الوصفي :** هو المنهج الذي سنستعمله من أجل الوصف الدقيق للظاهرة أو الموضوع محل الدراسة المتمثل في الدين العام على صورة نوعية أو كمية أو رقمية ، لاستخلاص معلومات دقيقة لأجل الحصول على نتائج عملية يتم تفسيرها بطريقة موضوعية بما ينسجم مع ظاهرة الدين العام.
- **المنهج التحليلي :** هو منهج سنستخدمه لتحليل المضامين الفعلية لظاهرة الدين العام محل الدراسة، والكشف عن العلاقات المتبادلة بين مكوناتها الأساسية، وبينها وبين الظواهر الأخرى، ومقارنة تطورها في أكثر من بلد لاستخلاص النتائج، والتنبؤ بالمستجدات المحتملة في السنوات القادمة.
- **المنهج المقارن:** هو المنهج الذي سنستعمله من أجل إبراز مزايا وأخطار استراتيجيات إدارة الدين للدول محل الدراسة، والكشف عن نقاط قوتها وضعفها، ومقارنتها بـدراسة حالة الجزائر، من خلال عدة معايير قائمة على حساب مجموعة من المؤشرات.

الأدوات الدراسة: تتمثل الأدوات المستعملة في انجاز هذا البحث في العناصر التالية:

- المراجع المشكلة من الكتب والمجلات، المقالات والمداخلات .
- تقارير ونشرات مختلف الهيئات المؤسسات الوطنية والدولية.
- المواقع الالكترونية لمختلف الهيئات والمؤسسات الوطنية والدولية.
- مختلف الطرق والنماذج الإحصائية، والعلاقات الرياضية، والمؤشرات المختلفة، وذلك لتدقيق مختلف الأطروحات النظرية.
- إضافة إلى مختلف البرامج الإحصائية (برنامج R، وبرنامج Excel).

-حدود الدراسة:

يتسع النطاق المكاني للبحث إلى دراسة حالة الجزائر ومقارنتها ببعض الدول المدينة، من خلال عدة معايير قائمة على حساب مجموعة من المؤشرات، والتي ربما تختلف من دولة إلى أخرى حسب:قوة الهيكل المالي للدولة، وديناميكية إيراداتها العامة، وهيكل دينها العام ، أين وقع الاختيار على كل من العربية السعودية والنرويج باعتبارهم جميعا دول نفطية يؤثر تقلب سعر النفط على ديناميكية إيراداتهم ووضعية ماليتهم العامة، إضافة إلى كون كل من الجزائر، العربية السعودية والنرويج مصنفين في إطار تحليل مشترك لاستدامة الدين العام (MAC.DSA) والذي يحتوي على قائمة تتضمن جميع الاقتصاديات المتقدمة ومعظم الأسواق الناشئة.

أما عن النطاق الزمني للدراسة، فسيتم تقييم مدى تحقق الاستدامة المالية في الدول محل الدراسة من خلال حساب مجموعة من المؤشرات ضمن المعطيات الإحصائية المتاحة في الفترة الممتدة من 2006-2016.

-صعوبات إجراء الدراسة:

لا يخلوا أي عمل بحثي من بعض العراقيل والصعوبات التي تواجه الباحث لكن لا تثنيه عن إتمام بحثه والتي نوجزها في ما يلي:

- قلة وجود مراجع باللغة العربية في موضوع الاستدامة المالية، واستخدام أكثر من 70% من المراجع باللغة الإنجليزية وذلك من خلال عملية الترجمة.
- أثناء الدراسة التطبيقية نشأة صعوبات تتعلق بالتعريف الإحصائي للمتغيرات الرئيسية المستخدمة في تقييم الاستدامة المالية في مختلف الدول محل الدراسة، إضافة الى وجود فوارق في الأرقام والبيانات لنفس السنوات المالية رغم الاعتماد بيانات صندوق النقد الدولي كمصدر رئيسي لاستخلاص البيانات لأجل القيام بعملية المقارنة.

- علاوة على ذلك، الاستدامة المالية هي مفهوم استشرافي يحتاج لتوقعات طويلة المدى، هذه التوقعات تخضع بالضرورة لهوامش من الخطأ، مما يصعب عملية تقييم الاستدامة المالية، وتقييم مدى فعالية البدائل الإستراتيجية المقترحة لتحقيق الاستدامة المالية في الجزائر.

– الدراسات السابقة:

رغم وجود العديد من الكتابات التي تعالج موضوع الديون العامة أو المديونية الخارجية، والتي أدرجت ضمن الملتقيات والمؤتمرات الجهوية والإقليمية والدولية، ولكن كل واحدة منها انتهجت أسلوبا معينا وتوسعت في جوانب معينة، واختصرت في جوانب أخرى، حسب وجهة نظر الباحث أو اهتماماته الشخصية، ومن ابرز الدراسات التي لها علاقة بموضوع هذه الدراسة ما يلي :

- **شيبي عبد الرحيم، سيدي محمد شكوري و محمد بن بوزيان، مقال بعنوان (ASSESSING FISCAL SUSTAINABILITY IN ALGERIA:A NONLINEAR APPROACH) منشور في مجلة منتدى البحوث الاقتصادية، أكتوبر 2015.**

هدف معدي هذه الدراسة إلى بحث مدى استدامة السياسة المالية في الجزائر باستخدام نهج نموذج غير الخطي و نموذجا الانحدار والانتقالية السلس، أين ركزا على التوازن في الميزانية وعلاقة العجز بالدين، وتأثير إنخفاض وارتفاع أسعار النفط على عملية التكيف نحو التوازن، أين توصلوا إلى أن الجزائر تعاني من استدامة العجز المالي، وأنها عرضة للتأثيرات أسعار النفط، مما يلزم عليها توسيع الأفق الزمني لإنتاج النفط والغاز، وزيادة الصادرات، وتحسين آفاق الثروة النفطية في الجزائر.وهذا يتطلب المزيد من الاستثمارات الأجنبية في قطاع النفط والغاز، جنبا إلى جنب مع خطوات لترشيد استهلاك النفط والغاز المحلي، وتوسيع نطاق الاستثمار محليا وذلك تمشيا مع حاجة الجزائر لبناء مخزون رأس المال للتغلب على النقص في البنية التحتية والمساعدة في نمو قطاع خاص قوي و دعم تنويع الاقتصاد، لكن الملاحظ أن الباحث قد حصر مفهوم الاستدامة المالية في مفهوم السلامة المالية والملاءة الدولة، وأهمل أبعاد الاستدامة المالية الأخرى من تحقيق لمبدأ إنصاف بين الأجيال وضمان استقرار وتيرة النمو والعبء الضريبي.

- **ألبرت جيجر (Albert Jaeger)، مقال بعنوان (Assessing Public Debt Sustainability: The Case of Portugal)، مقدم ضمن فعاليات الملتقى (Financial Markets and the Evolution of Sovereign Debt Markets—Key Economic and Legal Issues)، في جامعة لشبونة البرتغال،08 جويلية 2014.**

أين إعتمد الباحث في دراسته على منهجية صندوق النقد في تحليل استدامة الدين (DSA.framework) في تقييم استدامة الدين العام لدولة البرتغال، أين استخلص أنه توجد

مخاطر كبيرة على استدامة الدين العام، وأنه توجد حساسية عالية للصدمات العكسية للنمو السلبية.

- **ألكس كروس ردريغز (Alexis CRUZ–RODRIGUEZ)، مقال بعنوان (Assessing fiscal sustainability in some selected countries)، منشور في مجلة (Theoretical and Applied Economies)، العدد (XXI) سنة 2014.**

أين إعتمد الباحث في دراسته على مؤشر (كروس وخوان رامون– 2003) لتقييم الاستدامة المالية في 18 دولة النامية والناشئة، أين إستخلص أن معظم الدول محل الدراسة (75%) تمر بأوضاع مالية غير مستدامة بما أن مؤشر (IFS) أكبر من (01) في أكثر من (84٪) من فترة الدراسة والتقييم، والسبب الرئيسي هو تسجيل عجز المالي كبير جدا ، وإرتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في 12 دولة من بين 18 دولة محل الدراسة.

- **أليس كريج (Aleš Krejdl)، بحث بعنوان (Fiscal Sustainability–Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability)، منشور ضمن سلسلة الأوراق البحثية للبنك الوطني التشيكي (CNB) سنة 2006.**

هدف هذا البحث لتسليط الضوء على ما يتضمنه مفهوم الاستدامة المالية في الواقع الاقتصادي للتشيك من خلال التطرق لعدة مؤشرات تقيم السياسات المالية في التشيك و تأخذ بعين الاعتبار تطور الإنفاق المستقبلي (الفجوة الابتدائية والفجوة الضريبية) وقيمة الزيادة المستقبلية في الإنفاق المرتبطة بالعمر السكان ، ومن أين سيتم تمويلها بما في ذلك اللجوء للدين العام، أين قدر الباحث حجم الإيرادات المستدامة بـ 48٪ من الناتج المحلي الإجمالي بفارق أعلى بـ: 7% عن نسبة الإيرادات إلى الناتج المحلي الإجمالي الحالية في جمهورية التشيك، إضافة إلى تقدير نسبة الرصيد الأولي المستدام بـ: 0.4٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وأقترح لأجل الامتثال لهذه المستويات وتحقيق الأهداف المطلوبة إما رفع حجم الضرائب أو خفض حجم الإنفاق بنحو: 0.3٪ من الناتج المحلي الإجمالي مع توقع بنشوء ضغوط مستقبلية على السياسات الإنفاقية في التشيك مثل تلك الناتجة عن شيخوخة السكان.

- **روابح عبد الباقي، المديونية الخارجية والإصلاحات المالية في الجزائر دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية،2006 ،**

طرح الباحث من خلال هذه المذكرة إشكالية علاقة المديونية الخارجية ببرامج التصحيح الهيكلي وأسباب وآثار أزمة المديونية الخارجية للبلدان المتخلفة، وعوامل

أزمة المديونية الخارجية في الجزائر بصفة خاصة ، حيث توصل إلى أن تقاعس البلدان المتخلفة في الاعتماد على مواردها المحلية ووقوعها في سهولة تجنيد القروض الأجنبية، واستخدامها في مجالات استهلاكية غير إنتاجية قد أدى إلى زيادة أزمة المديونية، بالإضافة إلى تفشي الفساد المالي وتهريب رؤوس الأموال .

- **فضيلة جنوحات،إشكالية الديون الخارجية وآثارها على التنمية الاقتصادية في الدول العربية حالة بعض الدول المدينة،أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية 2006 .**

عالجت الباحثة من خلال هذه المذكرة إشكالية انعكاسات وآثار الديون الخارجية على التنمية الاقتصادية للدول العربية المدينة، وتوصلت إلى أن معالجة إشكالية تفاقم الديون الخارجية من جذورها تبدأ بالبحث عن الأسباب المحلية الأساسية التي كانت وراءها، ثم العمل على القضاء عليها، من خلال إعادة النظر في إستراتيجية التنمية التي اتبعها كل بلد عربي، وتبني إستراتيجية الاعتماد على الذات، تلك الإستراتيجية التي تحقق التنمية الاقتصادية المستقلة والتي تنفي التبعية للخارج بشكل تُوجه فيه الاستثمارات نحو المشاريع الإنتاجية التي تخدم التنمية المنشودة، والتي من شأنها توسيع السوق المحلي وتحقيق رفاهية السكان.

– أهم ما يميز الدراسة:

أهم ما يميز هذه الدراسة على الدراسات السابقة هو تطرقها للعلاقة بين إدارة الدين العام وضرورة تحقيق الاستدامة المالية للدول، لضمان عدم وقوعها في أزمات مديونية، والحفاظ على استمرارية الدولة في تأدية خدماتها بنفس المستوى الذي يتوقعه المجتمع في المستقبل، وبذلك تجسيد مبدأ الإنصاف بين الأجيال المتعاقبة في تحمل الأعباء والاستفادة من الموارد المالية، فالملاحظ أن الاستدامة المالية في الدراسات السابقة درست دائما في إطار التوازن الجزئي (البعد الأول: الملاءة المالية) حيث لم يتم اخذ بعين الاعتبار التفاعلات بين الميزانية والاقتصاد في أبعاد الاستدامة المالية الأخرى.

– تقسيم وهيكل الدراسة:

سيتم دراسة هذا الموضوع وفق جانبين إثنين حيث يتناول الجانب الأول من الأطروحة في فصلين اثنين، الإطار النظري لظاهرة الدين العام وعرض مختلف النظريات والسياسات والاتجاهات الفكرية الأساسية التي تمكننا من فهم ظاهرة لجوء الدول للدين العام، وصولا إلى مدى قدرة الدول المدينة على خدمة ديونها و الوفاء بالتزاماتها للسنوات المقبلة، بما يتطابق مع أهداف الاستدامة المالية.

الفصل الأول: استراتيجيات إدارة الدين العام.

يتناول هذا الفصل ماهية الدين العام تصنيفاته وأنواعه في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني فيتطرق لكيفية أدارة الدين العام وفق استراتيجية تضمن وجود إطار تنسيقي بين إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية بالإضافة إلى العمليات المتعلقة بالدين العام والمبادرات الدولية لتخفيف أعباء الدين، وصولا لأهمية الممارسات السليمة لإدارة الدين العام، وإدارة المخاطر المتعلقة بها في المبحث الأخير.

الفصل الثاني:الإطار الفكري والنظري للاستدامة المالية ومؤشراتها.

من خلال ثلاث مباحث، يتناول هذا الفصل في المبحث الأول الإطار النظري لمفهوم الاستدامة المالية أبعاده المتعددة: الملاءة، استقرار النمو والضرائب و الإنصاف بين الأجيال، بينما يتطرق في المبحث الثاني إلى أطر تحليل الاستدامة المالية وأهدافها ومرتكزاتها، أما المبحث الأخير فيبين كيفية بناء تحليل الاستدامة المالية من خلال التطرق لكيفية احتساب مؤشرات تدرس سلوك الدين العام وتقيم استدامته، و تقيس خطر تدهوره من جراء الظروف الحالية، وكذا قدرة الحكومة المالية على مواجهة أحداث طارئة في المستقبل، إضافة إلى مؤشرات مالية تظهر المخاطر المالية التي تتعرض لها الاستدامة المالية.

أما الجانب الثاني في تطرق إلى دراسة حالة إدارة الدين العام في الجزائر، ومقارنتها بتجارب بعض الدول المدينة في تحقيق الاستدامة المالية، من خلال مجموعة من المؤشرات التي تقيم الاستدامة المالية لكل دولة على حدا، من اجل اكتشاف مواطن القوة والضعف لكل تجربة، والخروج بمجموعة من النتائج والتحليلات التي من شأنها أن تمهد لنا صياغة الفصل الأخير المتمثل في البحث عن الطريق المؤدية لصياغة استراتيجية تمتاز بالفاعلية في تحقيق الاستدامة المالية، وذلك من خلال الفصلين التاليين.

الفصل الثالث: تقييم الاستدامة المالية في الجزائر بالمقارنة مع حالة السعودية والنرويج.

يتطرق هذا الفصل بتحليل الوضعية الاقتصادية والمالية للدول موضع الدراسة وأهمية القطاع النفطي في كل منهم بصفة عامة، إضافة إلى تأثير هذا الأخير على تحقق الاستدامة المالية في ضوء الاستراتيجية المطبقة في كل دولة من الدول محل الدراسة في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فيقيم مدى تحقق الاستدامة المالية في كل دولة من خلال التأكد من مدى احترام قيد الموازنة الزمني في كل منهم، ثم حاولنا رصد تطور وتغير مؤشرات الاستدامة المالية في الجزائر في المبحث الأخير بالمقارنة

مع غيرها في دول محل الدراسة، محاولين استخلاص النتائج بغية طرح البدائل والحلول للوضعية المالية الراهنة في الجزائر.

الفصل الرابع: نحو إستراتيجية إدارة دين فعالة تحقق الاستدامة المالية العامة.

أما الفصل الرابع والأخير فيلقي الضوء على مختلف الآليات والميكانيزمات المقترحة لتحقيق الاستدامة المالية وإسقاط ذلك على الواقع في الجزائر في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني فيتناول الإطار الواجب إتباعه لصياغة استراتيجية إدارة دين عام متوسطة الأجل تحقق الاستدامة المالية في الجزائر وفق إطار (MTDS) المقترح من طرف صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ، وفي الأخير حاولنا اقتراح استراتيجية تعتمد في جوهرها على استخدام منتجات الهندسة المالية الاسلامية وفي مقدمتها الصكوك السيادية كبديل استراتيجي لأدوات الدين التقليدية التي تحمل في طياتها بذور الأزمة وعدم الاستدامة، بالمقارنة مع نظيرتها الإسلامية التي يضمن استخدامها بالطريقة الصحيحة الاستقرار المالي والملاءة، واستقرار معدلات النمو و عدم تحميل الأجيال القادمة أعباء مالية ناتجة عن القرارات المالية الحالية، وهي ما تضمن في المحصلة تحقيق الاستدامة المالية المنشودة.

تمهيد:

تمثل عملية إدارة الدين العام أمرا بالغ الأهمية بالنسبة للمالية العامة لأي دولة في الآونة الأخيرة، فعلى الرغم من الجدل على المستويين النظري والتطبيقي حول جدوى اللجوء للدين العام، والنقاش الدائر حول آثاره السلبية والايجابية، إلا أن الواقع الذي نعيشه يؤكد بما لا يدع مجالا للشك أن وجود الدين العام أصبح واقعا، وأن على الدول أن تتعامل مع ذلك وفق إستراتيجية مناسبة لا أن تتخلى على فكرة اللجوء للدين العام.

يتناول هذا الفصل ماهية الدين العام تصنيفاته وأنواعه في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني فيتطرق لكيفية أدارة الدين العام وفق إستراتيجية تضمن وجود إطار تنسيقي بين إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية بالإضافة إلى العمليات المتعلقة بالدين العام والمبادرات الدولية لتخفيف أعباء الدين، وصولا لأهمية الممارسات السليمة لإدارة الدين العام، وإدارة المخاطر المتعلقة بها في المبحث الأخير.

المبحث الأول: الدين العام، مفهومه، أنواعه وتصنيفاته.

إن دراسة وتحليل موضوع الدين العام من جوانبه المختلفة والمتنوعة يساعد في فهم مختلف المتغيرات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي، و ثم المساعدة على اختيار السبيل الصحيح والإستراتيجية الأمثل من أجل إدارة الدين العام للوصول للوضعية المالية المرغوبة والمطلوبة.

I: الرصيد التاريخي لفكرة اللجوء للدين العام ومفهومه العام:

في كثير من الأحيان تنفق الدولة ممثلة في مؤسسات القطاع العام مبالغ كبيرة لا تسمح إيراداتها الدورية المنتظمة بتغطيتها، مما يجعلها تلجأ الدولة إلى اقتراض المبالغ التي تحتاجها، وبهذا يتشكل ما يعرف بالدين العام.

1/- الرصيد التاريخي لفكرة اللجوء للدين العام:

تعود فكرة الدين العام إلى بداية القرن الثامن عشر تقريباً، وكان ظهورها نتيجة لتطور المجتمع، وظهور مفهوم الدولة، واكتساب حق فرض الضرائب من جهة واللجوء إلى الاقتراض من جهة أخرى، أين كانتا الطريقتان الرئيسيتان للدول لتمويل نفقاتها العمومية هي الضرائب، أو اللجوء للدين [1]، وقد تم دراسة فكرة اللجوء إلى الدين العام تاريخيا من زوايا مختلفة باختلاف المدارس الاقتصادية المتعددة (المدرسة الكلاسيكية، المدرسة الكينزية، المدرسة النقدية) وذلك على النحو التالي:

1-1/- أبرز أفكار المدرسة الكلاسيكية المتعلقة بالدين العام: قد تبنى غالبية رواد الفكر التقليدي * اتجاها معاكسا لسياسة لجوء الدولة إلى الاقتراض والاستعانة بالدين العام لتمويل احتياجاتها التمويلية وطالب الكلاسيك بضرورة تعادل الميزانية العامة للدولة سنوياً، حيث يرى الكلاسيك أنّ القروض العامة لا تحقق إيراداً عاماً للدولة

[1] THOMAS PIKETTY. Le capital au XXIe siècle. EDITIONS DU SEUIL. septembre 2013. Paris.P:883.

* أمثال: آدم سميث (ADAM SMITH:1723-1790) و وتوماس روبرت مالتوس (Thomas Robert :1834-1766 Malthus).

وتعتبر سحباً من الإيرادات المتاحة ، أين تمحورت أبرز الأفكار الكلاسيكية المتعلقة بالدين العام بالنقاط التالية:[1]

- تعتبر القروض وسيلة مستعجلة للحصول على الإيرادات الحقيقية، لذا فهي تعتبر ضريبة مؤجلة يتحمل أعباءها الأجيال القادمة لذلك فيجب أن تستفيد تلك الأجيال من منافع هذه القروض.
- يتحقق التوازن التلقائي عند مستوى التشغيل التام، وفي ظل عدم إنتاجية الإنفاق الحكومي فإنّ أي تدخل للدولة سيشكل عقبة في طريق النمو واستمراره.
- إن تمويل المشروعات الإنتاجية من خلال القروض العامة سيضاعف من تكلفتها .
- تؤدي خدمة الدين العام إلى التضخم، إذ تعمد الدولة إلى تسديد التزاماتها عن طريق الإصدار النقدي أحياناً، وهو ما يعرف بضريبة التضخم (Inflation Tax).
- كما تؤدي خدمة الدين العام إلى زيادة العبء الضريبي لتمويله، أما في حالة كانت الضرائب المفروضة غير كافية لتغطية هذا العبء، فإن الدولة سوف تضطر إلى إصدار سندات جديدة لتغطية النقص، وبالتالي فإنه ينتج عن هذا نمو غير مستقر لنسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي (GDP*)، وهذا سوف يؤدي إلى أزمات اقتصادية ينتج عنها انخفاض في (GDP)، إضافة إلى أن الدين العام يؤدي إلى رفع سعر الفائدة، الأمر الذي يعمل على عرقلة النشاط الاقتصادي وسوء توزيع الموارد الاقتصادية ويقف عقبة في طريق النمو الاقتصادي.

لكن دافيد ريكاردو* والذي ينتمي أيضا للمدرسة الكلاسيكية طرح توجها آخرا بخصوص لجوء الدول للدين العام من خلال نظرية "نظرية التساوي الريكاردي (Ricardian Equivalence) " والذي عبّر من خلالها على أن تأثير أي إنفاق حكومي يكون مستقلاً استقلالاً تامًا عن الطريقة التي يمول بها، وبالتالي فإن العجز الذي يمول بواسطة القروض العامة لن يؤثر على الاستهلاك الحالي، لأن المستهلك الرشيد سوف يبني قراراته الاستهلاكية على دخله ودخول أبنائه في المستقبل، والتي تعتمد على القيمة الحالية للإنفاق الحكومي وليس على توقيت جمع وتحصيل الضرائب، وعليه فإن المستهلك سوف يدخر أكثر ليجمع المبالغ

[1] AL-Adayleh R and others,The structure of public debt in Jordan and its impact on economic growth (1980-2012) . MPRA Paper No. 56271, posted 30,April 2014, p :5-6.

*GDP: Gross Domestic Product.

ويعتبر الناتج المحلي الإجمالي مقياسا لإجمالي الحجم والإنتاج الاقتصادي، وأحد مقاييس عبء الدين هو حجمه النسبي إلى الناتج المحلي الإجمالي.

* دافيد ريكاردو (David Ricardo 1823 - 1772).

اللازمة لدفع الضرائب المستقبلية، وذلك في حالة تخفيض الحكومة للإنفاق بدون تخفيض معدلات ضرائب، وعليه فإن معدل الادخار المحلي الإجمالي سوف يكون في معزل عن معدل الضرائب.

وقد انتقد توجه ريكاردو من قبل كثير من الاقتصاديين أبرزهم (Tobin) الذي أشار إلى أن تخفيض الضرائب سوف يزيد من الاستهلاك الحالي، لأنه سيزيد دخل الأفراد في فترات حياتهم وذلك للأفراد الأحياء حاليًا، كما يزيد من ضرائب الأفراد الذين سوف يولدون في المستقبل والذين سيقع على عاتقهم تسديد هذه الديون، ولكن الاقتصادي روبرت بارو (Barro) قال بإمكانية صحة نظرية التساوي الريكاردية إذا افترضنا وجود دافع الإيثار بين الأجيال المختلفة، حيث أن الآباء سوف يقومون بزيادة ادخارهم في حالة انخفاض الضرائب عن الإنفاق العام، لتوفير الموارد اللازمة لأبنائهم لدفع الضرائب التي ستترتب عليهم، [1] ولكن الاقتصاديين استبعدوا وجود هذا الدافع (دافع الإيثار) بشكل واسع في المجتمعات المعاصرة.[2]

1-2/- أبرز أفكار المدرسة الكينزية المتعلقة بالدين العام: بعد حدوث أزمة الكساد الكبير في: 1929م، اهتزت أفكار الكلاسيك، ولم تعد قادرة على مواجهة التحديات الاقتصادية الجديدة، مما أتاح المجال أمام ظهور المدرسة الكنزية* والتي جاءت منتقدة لكل الفرضيات الكلاسيكية المتعلقة بالدين العام، حيث تمثلت أبرز أفكار المدرسة الكنزية المتعلقة بالدين العام كالآتي: [3]

- لا صحة لمخاوف الكلاسيك تجاه أعباء القروض وآثارها على التكوين الرأسمالي، فقد أظهرت تجارب الدول الرأسمالية أثناء فترات الركود الاقتصادي أن القروض العامة ستعمل على سحب جزء من المدخرات الزائدة والتي لا تجد فرصاً استثمارية وبالتالي تنشيط الطلب الفعلي لزيادة إنتاجية الاقتصاد.

---

[1] للمزيد أنظر:
-Tobin, j. (1986) "the monetary-fiscal mix: long run implication", american economic review, papers and proceeding, may , pp. 213-218.
-Barro, Robert J. (1974) "Are Government Bonds Net Wealth?" Journal of Political Economy, Nov./Dec. pp. 1095-1117.

[2] عبدالرحيم عبدالحميد الساعاتي، الدين العام والقراض العام : أثرهما على الرفاه، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز : الاقتصاد الإسلامي ، م8، 1996، السعودية، ص:06.

* نسبة الى جورج ميارد كينز (John Maynard Keynes)اقتصادي إنجليزي (1883-1946)، مؤسس النظرية الكينزية من خلال كتابه (النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقود-1936).

[3] Al-Adayleh R And Others, Op.Cit.P :6.

- إن النظرية القائلة بأنّ القروض لا تمثل مصدراً للإيراد الحقيقي، وأنها فقط وسيلة مستعجلة وضريبة مؤجلة يقع عبئها على الأجيال القادمة تعتبر غير صحيحة، فيرى الكينزيون أن الحكومات تلجأ أحياناً للاقتراض لمواجهة نفقات استثمارية تؤدي لزيادة إنتاجية الاقتصاد وزيادة دخل أفراده مما يؤدي لزيادة الحصيلة الضريبية وبالتالي لن تضطر الدولة لفرض ضرائب جديدة، لذلك فالقروض مصدراً حقيقياً للإيراد العام، أيضاً تعتبر القروض اقتطاعاً على الأجيال الحالية عند اكتتابها فهي بذلك تشكل عبئاً عليهم، أي أنّ القروض هي إعادة توزيع العبء على فئات المجتمع المختلفة.

إضافة إلى ذلك، أكد الكينزيون على أهمية الدين العام في الاقتصاد الوطني باعتباره أحد أدوات السياسة المالية الثلاث الهامة التي في يد الدولة وهي: النفقات العامة والضرائب والدين العام.

إذ يمكن عن طريقها أن تتدخل الدولة وتوجه الاقتصاد وتعمل على تحقيق أهداف المجتمع الاقتصادية في التنمية والاستقرار والعمالة.

كما يعتقد الكينزيون بأن زيادة الطلب الفعال نتيجة لزيادة إنفاق الدولة الممول عن طريق الديون العامة سوف يؤدي إلى زيادة الربحية المتوقعة للاستثمار، وهذا يؤدي إلى زيادة الاستثمار عند أي مستوى من أسعار الفائدة.[1]

ولكن هذا لا يعني أن المدرسة الكينزية تستبعد إمكانية حلول الإنفاق الحكومي الممول بالاقتراض العام محل الاستثمار الخاص ومزاحمته، حيث يمكن لهذا الإحلال (Crowding out) أن يتم عن طريقين:

أولاً: في حالة الاقتصاد المغلق فإن التحول من الضرائب إلى القروض العامة سوف يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة الحقيقية، وذلك لأن الأفراد يكونون في حالة توازن أمثل بالنسبة لقراراتهم للاستهلاك والادخار، ولا يكون لديهم حافز لشراء السندات الحكومية، وعليه فإن الدولة يجب أن ترفع سعر الفائدة حتى تحفز مزيدًا من الادخار الذي يؤدي بدوره إلى تخفيض الاستثمار الخاص، وبذلك فإن زيادة نسبة القروض

[1] للمزيد أنظر:
Yellen, Janet L. Symposium of Budget Deficit. Journal of Economic Perspectives, vol. 3, No. 2.1989. PP. 17-21.

العامة إلى الدخل الوطني سوف يؤدي إلى تخفيض نسبة رأس المال إلى العمل، وذلك حينما يحل الدين العام محل تراكم رأس المال الخاص.[1]

ثانيًا: في حالة الاقتصاد المفتوح لدولة صغيرة فإن التحول من الضرائب إلى الدين العام يؤدي إلى رفع أسعار الفائدة الحقيقية، وهذا يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال، وبافتراض مرونة أسعار الصرف، فإن هذا التحول يرفع أسعار صرف العملة الوطنية، وبالتالي يرفع أسعار المنتجات المحلية ويخفض أسعار السلع المستوردة، وهذا يؤدي إلى انخفاض حجم الصادرات، وبالتالي انخفاض حجم الاستثمارات نتيجة لزيادة القروض أو الديون العامة.[2]

1-3/- أبرز أفكار المدرسة النقدية المتعلقة بالدين العام: في بداية السبعينيات أدت الأزمة المالية إلى انهيار العلاقة العكسية بين التضخم والبطالة والتي نادى الكينزيون بوجودها، وبذلك تراجعت الأفكار الكينزية أما التحديات الجديدة، وكان ذلك إعلاناً لظهور مدرسة فكرية جديدة أطلق عليها المدرسة النقدية أو ما تعرف بمدرسة شيكاغو، التي انتقدت الأفكار الكينزية في ما يتعلق بالدين العام، خاصة بعد ما شهدته الدول النامية من ارتفاع في حجم المديونية، حيث نادى النقديون بمعالجة العجز المتراكم في الميزانية من خلال تخفيض النفقات العامة ذات الطابع الاجتماعي وقد تمّ صياغة برامج الإصلاح الاقتصادي بناءً على الرؤية النقدية تجاه الدين العام،[3] حيث خلص الفكر الاقتصادي للمدرسة النقدية إلى أن الدين العام يجب أن يرتفع كي يمتص أي قوة شرائية زائدة أو أي أموال عاطلة أو راكدة عن الدوران، وكذالك يجب الرفع من الدين العام الداخلي ليقلل من السيولة في أوقات الرواج، وفي الحالة المعاكسة، يجب تخفيض الدين العام وتسديد الجزء الأكبر منه في أوقات الكساد لزيادة السيولة في الاقتصاد الوطني.

2/- مفهوم الدين العام (public debt): باختلاف المنطلقات الفكرية والمدارس الاقتصادية (كما تم شرحه أعلاه) اختلفت تعاريف الدين العام وتعددت، لكن يمكن أن نوجز التعاريف التالية:

---

[1] للمزيد أنظر:
Douglas, Bernhein B. (1989) "Aneoclassical Perspective on Budget Deficits" Journal of Economic Perspective, vol. 3, No. 2. pp. 55-72.

[2] عبدالرحيم عبدالحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص:4-6.

[3] AL-Adayleh R and others, op.cit,, P :7.

التعريف 1/- الدين العام: هو رصيد مالي متراكم وليس تدفقا نقديا ومصدرا من مصادر الإيرادات العمومية، فهو يمثل مقدار الاقتراض الحكومي لفترة سابقة.[1]

التعريف 2/- الدين العام: هو المبالغ التي تلتزم بها الدولة للغير نتيجة اقتراضها لهذه المبالغ لتمويل العجز في الميزانية مع التعهد بالسداد بعد مدة ودفع فائدة على رصيد الدين حسب شروط إنشاء هذا الدين،[2] فالدين العام إذن هو أحد أساليب التمويل الحكومي التي تلجأ له السلطات المالية من خلال عدة مصادر مختلفة لتغطية العجز[*] السنوي في الميزانية العمومية من خلال الاقتراض إما من الأفراد أو من هيئات داخلية أو دولية أو من دول أجنبية.

التعريف 3/- الدين العام: هو المال أو الائتمانات المستحقة على أي مستوى من مستويات الحكومة بصفة مباشرة، والمستحقة على دافعي الضرائب داخل الدولة بصفة غير مباشرة.[3]

التعريف 4/- الدين العام: هو مجموع ما حصلت عليه الدولة من قروض داخلية وخارجية وفوائدها لغاية تاريخ معين.[4]

التعريف 5/- الدين العام: أما من الناحية القانونية فقد عرفت المادة 33 من اتفاقية فينا عام: 1983 الدين العام "بأنه التزام على الدولة تجاه دولة أخرى أو منظمة دولية

---

[1] Jonathan Gruber, "Public Finance and Public Policy", 3rd Edition, Worth Publishers, New York, 2011, p:93.

[2] محمد عبد الحليم عمر، الدين العام المفهوم-المؤشرات-الآثار، ندوة: « إدارة الدين العام » جامعة الأزهر،2003/12/21، مصر، ص:1.

[*] تتمثل مصادر تمويل العجز في الميزانية في أربعة مصادر أساسية:

1-الاقتراض من البنك المركزي -تنقيد العجز- (Borrowing from the central bank -monetizing the deficit-)

2-الاقتراض من الجهاز المصرفي (Borrowing from the banking system)

3-الاقتراض من القطاع غير المصرفي (Borrowing from the nonbank sector)

4-الاقتراض من الخارج (External borrowing)

[3] karen alan samonte, public fiscal administration. Public borrowing. Published on nov 5, 2011.in link : http://www.slideshare.net/KarenAlanSamonte/public-debt-philippines

[4] Michael Howard,"Public sector economics for developing countries",University of the West Indies Press,Jamaica, 2001, P:129.in link : https://books.google.dz/books?id=hq0aGc8pOEUC&printsec=frontcover&hl=fr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false

أو إي شخص آخر من أشخاص الدولة سواء كان معنوي أو مادي نشأ طبقا للقانون الدولي"[1]

من خلال مقارنة التعريفات السابقة يتضح لنا أنها لا تتفق فيما بينها على مفهوم واحد ومحدد للدين العام ، إلا أنها تتقارب في نقطتين، الأولى: أن الدين العام هو نتيجة التزام بين إحدى المؤسسات العامة للدولة اتجاه دول أو مؤسسات أو أشخاص سواء كانوا من الداخل أو الخارج، أما النقطة الثانية: أن الدين العام ناتج عن عمليات قامت بها مؤسسات العامة للدولة في الماضي وتلتزم بالوفاء بها في الحاضر والمستقبل.

3/- مكونات الدين العام: يتكون الدين من جميع المستحقات التي تتطلب دفع سواء كانت الفائدة و/أو أصل الدين من قبل المدين للدائن في تاريخ أو عدة تواريخ في المستقبل.[2]

وتجدر الإشارة أن حصص الملكية وأسهم صناديق الاستثمار من أدوات الدين لأنها لا تتطلب سداد المبلغ الأصلي أو الفائدة، وبالتالي تختلف انعكاساتها بالنسبة لمدى التعرض للمخاطر وبالنسبة للسيولة، ولنفس السبب، فإن المشتقات المالية – سواء العقود الآجلة أو عقود الخيار – ليست التزامات دين وذلك لعدم تقديم أي مبلغ أصلي يستوجب السداد، كما لا تستحق مدفوعات الفائدة على أي أداة تندرج تحت المشتقات المالية[3]، من خلال ما سبق، تُعرفَّ أداة الدين بأنها التزام مالي يقتضي قيام المدين بأداء كل من مدفوعات الفائدة أو المبلغ الأصلي أو كلاهما إلى الدائن في تواريخ محددة في المستقبل، والأدوات التالية تمثل أبرز أدوات الدين العام المتاحة:[4]

- حقوق السحب الخاصة Special drawing rights (SDRs)*
- العملة والودائع؛
- سندات الدين؛

[1] Vienna Convention on Succession of States in Respect of State Property, Archives and Debts, concluded 8 April 1983, Text Pub. U.N. Doc. AlConf. 117114.P :13.
[2] Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt. Introduction and Institutional Framework. The United Nations Institute for Training and Research (UNITAR).Module 1of e-Learning Course.P:12 .
[3] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, 2011.Washington,P: 3-4.

[4] International Monetary Fund .idem,.P:3.

* حقوق السحب الخاصة هي أصول احتياطية دولية أنشأها صندوق النقد الدولي ويخصصها لأعضائه لاستكمال الاحتياطيات الرسمية الموجودة.

- القروض؛
- نظم التأمين ومعاشات التقاعد والضمانات الموحدة؛
- حسابات أخرى مستحقة الدفع/القبض.

3-1/- إجمالي الدين وصافي الدين: يمكن التمييز بين إجمالي الدين العام وصافي الدين العام على النحو التالي:

3-1-1/- إجمالي الدين: يتألف إجمالي الدين(الذي يشار إليه غالبا باسم "مجموع الدين" أو "مجموع خصوم الدين") من جميع الالتزامات المتمثلة في أدوات الدين.[1]

3-1-2/- صافي الدين: لاعتبارات إدارة المخاطر ودراسة التزامات الدين والأصول بشكل موحد، يمكن التركيز على صافي الدين، حيث يُحسب صافي الدين من خلال طرح الأصول المالية المقابلة لأدوات الدين من إجمالي الدين العام،[2]على النحو الموضح في الجدول أدناه:

الجدول رقم (1-1): حساب صافي الدين العام

صافي الدين العام		
إجمالي الدين العام (جميع الخصوم التي في شكل أدوات دين) (A)	أصول مالية مقابلة لأدوات الدين العام (B)	صافي الدين (C)=(A)-(B)
▪حقوق السحب الخاصة ▪العملة والودائع؛ ▪سندات الدين؛ ▪القروض؛ ▪نظم التأمين ومعاشات التقاعد والضمانات الموحدة؛ ▪حسابات أخرى مستحقة الدفع.	▪الذهب وحقوق السحب الخاصة ▪العملة والودائع؛ ▪سندات الدين؛ ▪القروض؛ ▪نظم التأمين ومعاشات التقاعد والضمانات الموحدة؛ ▪حسابات أخرى مستحقة القبض.	
مجموع إجمالي الدين	مجموع الأصول المالية المقابلة لإجمالي الدين	مجموع صافي الدين

المصدر: صندوق النقد الدولي: إحصاءات دين القطاع العام : مرشد لمعديها ومستخدميها، الطبعة الثانية المعدلة 2013، ص:5.

[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit,P:3.
[2] International Monetary Fund .idem, P: 5.

3-2/- أصل الدين وفائدة الدين: يمكن التمييز بين أصل وفائدة الدين على النحو التالي:

3-2-1/- أصل الدين: ينشأ أصل الدين في ذمة المدين عند قيام الدائن بتقديم قيمة اقتصادية أو إنشاء خصوم في شكل دين بوسائل أخرى، وقد تتغير قيمة أصل الدين بمرور الوقت إلى أن يتم إطفاؤه.

3-2-2/- فائدة الدين: أما الفائدة فيعبر عنها عادة بنسبة مئوية سنوية من المبلغ الاصلي للدين العام[1]، وهي التكلفة التي يتحملها المدين عن استخدام أصل الدين القائم، وبالتالي، فإن الفائدة هي أحد أشكال دخل الاستثمار مستحق القبض لمالكي بعض أنواع الأصول المالية (حقوق السحب الخاصة، والودائع، وسندات الدين، والقروض، والحسابات الأخرى المدينة) مقابل وضع هذه الموارد المالية تحت تصرف وحدة مؤسسية أخرى.

فتعريف الدين لا يفرق بين أصل الدين والفائدة المستحقة، وبعبارة أخرى، فإن مبلغ الدين القائم هو المجموع الذي يتضمن الموارد المقدمة سلفا في الأصل مضافا إليها الفائدة المستحقة حتى تاريخه مخصوما منها أي مدفوعات لتسديد الفائدة أو أصل الدين، فالشرط هو الأداء المستقبلي للمدفوعات، وليس شكل تلك المدفوعات هو الذي يحدد ما إذا كانت الخصوم المعنية هي أدوات دين أم لا.[2]

4/- الجهة المستدينة للدين العام: يشير مصطلح العام "public" ويدل أساسا على نوعية الجهة المستدينة والتي تتجسد في الدولة، ممثلة في جميع الوحدات والقطاعات المؤسسية الممثلة لها، والشكل البياني أدناه يوضح موقع القطاع العام في الاقتصاد من خلال القطاعات الخمس المكونة له:

الشكل رقم (1-1): موقع القطاع العام في الاقتصاد

قطاع الحكومة العامة	قطاع الشركات غير المالية	قطاع الشركات المالية	قطاع الأسر المعيشية	المؤسسات غير الهادفة للربح التي تخدم قطاع الأسر المعيشية
عام	عام	عام	خاص	خاص
	خاص	خاص		

المصدر: صندوق النقد الدولي: إحصاءات دين القطاع العام : مرشد لمعديها ومستخدميها، الطبعة الثانية المعدلة 2013، ص:7.

[1] Asier cornejo perez, jorge diz dias and dagmar hartwig lojsch ,new and timely statistical indicators on government debt securities, statistics paper series, european central bank. No 8 / june 2015,P:29.
[2] international monetary fund .public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:4.

كما هو موضح في الشكل أعلاه، يمكن تقسيم الاقتصاد إلى خمس قطاعات يتألف كل منها من عدد من الوحدات المؤسسية، المقيمة في نفس الاقتصاد، والمستقلة تماما عن بعضها البعض، تتمثل في:

4-1/- قطاع الشركات غير المالية: وهو يتألف من وحدات مؤسسية مقيمة تعمل أساسا في إنتاج السلع السوقية أو الخدمات غير المالية؛

4-2/- قطاع الشركات المالية: وهو يتألف من وحدات مؤسسية مقيمة تعمل أساسا في مجال تقديم الخدمات المالية، بما في ذلك خدمات الوساطة المالية، إلى وحدات مؤسسية أخرى؛

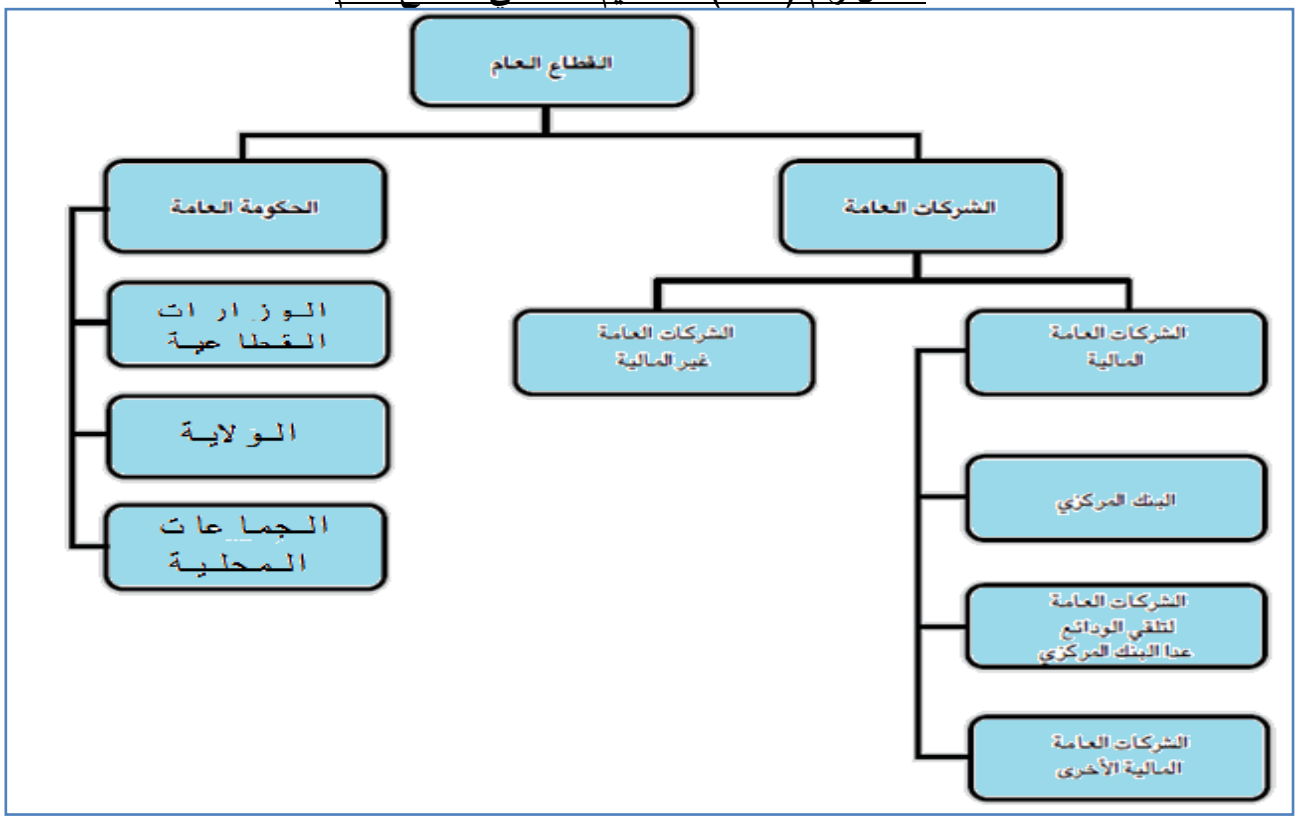
4-3/- قطاع الحكومة العامة: وهو يتألف من الوحدات المؤسسية التي تقوم بوظائف الحكومة كنشاط أساسي لها، وبعبارة أخرى، هي تلك الوحدات المؤسسية التي تنتج الخدمات(وربما السلع) للاستهلاك الفردي أو الجماعي، على أساس غير سوقي في الأساس، وتعيد توزيع الدخل والثروة، بالإضافة إلى الوفاء بمسؤولياتها السياسية والقيام بدورها المعني بالتنظيم الاقتصادي؛

4-4/- قطاع الأسر: والذي يتألف من مجموعة من الأشخاص يشتركون في السكن ويجمعون بعض أو كل دخلهم أو ثروتهم، ويستهلكون أنواعا معينة من السلع والخدمات بصورة جماعية(أهمها المسكن والغذاء...)، وتتمثل الوظائف الرئيسية للأسر المعيشية في توفير القوى العاملة، وممارسة أنشطة الاستهلاك النهائي، إضافة إلى كونها من أصحاب المشاريع الإنتاجية للسلع السوقية والخدمات غير المالية؛

4-5/- قطاع المؤسسات غير الهادفة للربح التي تخدم المجتمعات الأسرية: الذي يتألف من المؤسسات المقيمة غير الهادفة للربح غير المشتغلة بالإنتاج السوقي والتي لا تسيطر عليها الحكومة، وهي تقدم السلع والخدمات للأسر المعيشية بدون مقابل أو بأسعار غير ذات دلالة اقتصادية.

بعد أن عرفنا موقع القطاع العام في الاقتصاد، يجب معرفة التقسيم القطاعي للقطاع العام، والذي يتكون من مزيج من قطاعات الحكومة العامة وجميع الشركات العامة، والشكل التالي يوضح شكل القطاع العام وعناصره الرئيسية.

الشكل رقم (1-2): التقسيم القطاعي للقطاع العام



المصدر: صندوق النقد الدولي: إحصاءات دين القطاع العام : مرشد لمعديها ومستخدميها، الطبعة الثانية المعدلة 2013، ص:8.

ويحتاج القائمون على إدارة الدين في القطاع العام إلى معلومات وافية عن الحيز الذي يشغله هذا القطاع، حيث أن دوره يعد أساسيا رغم تنامي التوجه نحو اقتصاد السوق في كثير من البلدان، فالقطاع العام أو الدولة هي التي تقوم بفرض الضرائب وإعداد معدلاتها حسب حالة الاقتصاد السائدة في المجتمع، كما تقوم بعملية الإنفاق العام، حيث يتأثر حجم هذا الإنفاق بطبيعة النظام الاقتصادي للمجتمع وفلسفته في تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ودرجة هذا التدخل وطرقه، بما في ذلك الدعم أو الإعانات التي تقدمها الدولة إلى بعض الأفراد لعلاج انخفاض مستوى الدخل ومن ثم الإنفاق لديهم، كما تقوم الدولة بالاقتراض من القطاعات الاقتصادية الخاصة الأخرى، وتقوم هي أيضا بعملية الإقراض،[1] وبالتالي فان وضع إستراتيجية إدارة الدين العام كُفأه وفعالة في تحقيق الأهداف المخطط لها تحتاج لمعلومات كافية عن حجم القطاع العام والدور المناط به داخل الاقتصاد.

[1] صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم-الأهداف-الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع، 2005، القاهرة. ص: 110.

II: التصنيفات المتعلقة بالدين العام : تتعدد التصنيفات المتعلقة بالدين العام بتعدد زوايا التحليل وتعدد المعايير، وفيما يلي تفصيل لكل أصناف الدين العام وأقسامه:

1/- الدين المحلي أو الداخلي والدين الخارجي (External and Domestic Debts):

لم يذكر في مفاهيم الدين العام أعلاه معيار "الإقامة" بالنسبة للدائن، ولأن مجموع الدين العام يتألف من جميع التزامات دين وحدات القطاع العام المقيمة لمقيمين آخرين وغير مقيمين داخل الحيز الإقليمي للدولة المعنية، فمن المهم جدا أن نتطرق لمفهومي الدين المحلي والدين الخارجي: [1]

1-1/- الدين المحلي: هو التزامات الدين المستحقة على المقيمين * لمقيمين آخرين في نفس الاقتصاد المحلي.

1-2/- الدين الخارجي: هو التزامات الدين المستحقة على المقيمين لغير المقيمين في الاقتصاد المحلي.

مثال: تعتبر القروض العامة دينا محليا اذا تحصلت عليه الحكومة من أشخاص طبيعيين أو اعتباريين مقيمين في إقليمها، أما القروض العام الخارجية فتتحصل عليها الدولة إما من دولة من الدولة الأجنبية أو من شخص طبيعي أو اعتباري مقيم في الخارج أو من هيئة حكومية أو صندوق حكومي أو دولي أو منظمة دولية في الخارج[2].

2/- وقت القيد و أجل الاستحقاق:

2-1/- وقت القيد: تقيد مراكز الأرصدة والتدفقات عند إنشاء القيمة الاقتصادية أو تحويلها أو مبادلتها أو نقل ملكيتها أو إطفائها فعندما تنشأ معاملة في أحد الأصول المالية، فإن تاريخ تغيير الملكية (تاريخ تحديد القيمة) هو اليوم الذي ينبغي أن يقيد فيه الدائن والمدين الاستحقاق المالي والالتزام المالي، بالترتيب في سجلاتهما، ويمكن تحديد هذا التاريخ لضمان توافق القيود في سجلات الطرفين، وإذا تعذر تحديد تاريخ دقيق، فإن العامل المحدد يكون التاريخ الذي يحصل فيه الدائن على المدفوعات أو غيرها من الاستحقاقات المالية،

[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit,P:3.

* مفهوم الإقامة في هذه الحالة لا يقوم على أساس الجنسية أو المعايير القانونية، بل يقوم على المعيار الجغرافي، فالغير مقيمين هم الوحدات المقيمة في أي إقليم اقتصادي آخر.

[2] محمد عبد الحليم عمر، المرجع السابق، ص4.

وتستحق الفائدة على أدوات الدين بصورة مستمرة، وبالتالي تتوافق تكلفة التمويل مع توفر التمويل، وهناك ثلاثة احتمالات بالنسبة لقياس الفائدة المستحقة خلال فترة القيد، وهي:[1]

- سداد الفائدة أثناء فترة الإبلاغ، وفي هذه الحالة لا يتأثر مركز إجمالي الدين؛
- عدم سداد الفائدة لأنها لم تصبح واجبة السداد بعد* (الفائدة المستحقة ولم تصبح واجبة السداد بعد).

مثال: إذا كانت الفائدة على قرض ما تسدد كل ستة أشهر، ويتم قياس مركز إجمالي الدين بعد أول ثلاثة شهور من هذه الفترة، فإن مركز إجمالي الدين يزداد بمقدار الفائدة التي استحقت خلال فترة الشهور الثلاثة؛

- عدم سداد الفائدة لدى استحقاقها، وفي هذه الحالة، يزيد مركز إجمالي الدين بمقدار الفائدة التي استحقت خلال الفترة وتصبح بمثابة متأخرات في نهاية الفترة.

2-2/- أجل الاستحقاق : أجل استحقاق سند الدين هو الوقت المتبقي لحين إطفاء الدين بموجب العقد القائم بين الدائن والمدين، يشير أجل الاستحقاق إلى ما يلي:

2-2-1/-أجل الاستحقاق الأصلي: وهو الفترة من تاريخ الإصدار حتى تاريخ دفعة السداد النهائية المقررة بموجب العقد، [2](سواء كانت هذه الدفعة رئيسية أو فائدة أو أي نوع آخر من الرسوم)، وقد يكون أجل استحقاق أداة الدين قصيرا متوسطا أو طويلا حسب أبعاد السيولة لهذا الدين:[3]

- **الدين القصير الأجل:** هو الدين الذي أجل استحقاقه الأصلي هو أقصر من سنة واحدة .
- **الدين متوسطة الأجل:** هو الدين الذي أجل استحقاقه الأصلي أكثر من سنة وأقصر من خمس سنوات .
- **الدين طويلة الأجل:** هو الدين الذي أجل استحقاقه الأصلي أطول من خمس سنوات.

لكن بالنسبة لإحصاءات الدين العام كأرقام مجمعة (في مختلف التقارير لأغراض تطبيقية) عادة ما يظهر الدين قصير الأجل ويتم تجميع الديون المتوسطة

[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:21.

* مثال: إذا كانت الفائدة على قرض ما تسدد كل ستة أشهر، ويتم قياس مركز إجمالي الدين بعد أول ثلاثة أشهر من هذه الفترة، فإن مركز إجمالي الدين يزداد بمقدار الفائدة التي استحقت خلال فترة الأشهر الثلاثة.

[2] International monetary fund .public sector debt statistics : guide for compilers and users, Op.cit, P:28.

[3] enrique cosio-pascal. Audit of public debt. Introduction and institutional framework. Op.cit,.P:16 .

والطويلة الأجل كنوع واحد، أين يصبح نوعين للاستحقاق الأصلي، الدين ذا الأجل القصير والدين ذا الأجل الطويل، والذي يتضمن عادة على الدين ذا الأجل المتوسط.

2-2-2/-أجل الاستحقاق المتبقي: وهو الفترة من التاريخ المرجعي حتى تاريخ دفعة السداد النهائية المقررة بموجب العقد، [1]بعبارة أخرى، أجل الاستحقاق المتبقي هو طول الوقت المتبقي للدين حتى يتم سداده بالكامل، ويتم قياسه من تاريخ التوقيع، إلى تاريخ آخر دفعة من أصل الدين أو الفائدة.[2]

3/- الدائنين من القطاع الخاص و من القطاع الرسمي (Private and Official Creditors): الدين العام ينقسم وفقا لنوعية الدائن إلى: [3]

3-1/- الدائنون من القطاع الرسمي : هم المقرضون الذين مواردهم المالية مصدرها الميزانيات العامة، ويمكن تصنيف الدائنون الرسميين الى:

- **الدائنين الثنائيين والدائنون المتعددي الأطراف(Bilateral and multilateral creditors)** :

والفرق بين هذين النوعين من الدائنين هو في الأساس مصدر الموارد المالية التي يتم إقراضها، في حالة الدائنين الثنائيين، فالمصدر هو ميزانية حكومة واحدة (مثال: قروض الدولة الجزائرية إلى بلد آخر)، أما في حالة وجود دائن متعدد الأطراف: فالمصدر هو " مساهمات مختلف الدول من ميزانياتها، لإقراض المال" لوكالة متعددة الأطراف (multilateral agency)، مثال على الدائن متعدد الأطراف: البنك الدولي يعتبر دائن متعدد الأطراف حيث تتكون موارده من مساهمات الحكومات المختلفة من أجل إعادة إقراضهم.

3-2/- الدائنون من القطاع الخاص (Private Creditors) : هم المقرضون الذين مواردهم المالية مصدرها ميزانياتهم الخاصة، ويمكن تقسيمهم إلى ثلاث فئات: البنوك الخاصة و المكتتبين في السندات ودائنون آخرون .

3-2-1/-البنوك خاصة(Private Banks): هي تلك المؤسسات المالية التي قروضهم تصنف على أنها ديون خارجية، ويجب أن يكونوا من المقيمين في الخارج.

3-2-2/-المكتتبين في السندات (Bonds): وهي أوراق مالية حكومية التي يتم شراؤها من قبل المقيمين في الخارج، وهم إما أن يكون أشخاص أو شركات (بما في ذلك المصارف الخاصة الأجنبية).

[1] international monetary fund .public sector debt statistics : guide for compilers and users, Op.cit, P:28.
[2] enrique cosio-pascal. Audit of public debt. Introduction and institutional framework. Op.cit,.P:16 .
[3] idem,p:17.

3-2-3/-الدائنون الآخرون: وهم الدائنين الأجانب من القطاع الخاص الباقيين، ويتعلق الدين في الغالب بائتمانات الموردين.

4/- أدوات الدين غير قابلة للتداول وأدوات الدين القابلة للتداول : يمكن أن نميز بين نوعين من أدوات الدين هما:

4-1/- أدوات الدين غير قابلة للتداول أو للتسويق (Non-Marketable Debt)

4-1-1/- قروض القطاع الرسمي (Official Sector Loans): النوع الأول من الديون غير القابلة للتسويق هي قروض القطاع الرسمي، وتتألف هذه الفئة من القروض الميسرة وشبه ميسرة من الدائنين الرسميين الثنائيين أو متعددي الأطراف (مثلا: قروض المؤسسة الدولية للتنمية (IDA World Bank) القروض للبنك الدولي وصندوق النقد الدولي للحد من الفقر(IMF Poverty Reduction)، وتشكل عادة غالبية الدين الحكومي الخارجي في البلدان منخفضة الدخل وتمتاز بأنها قروض منخفضة المخاطر منخفضة التكلفة، فللقروض الميسرة تُمنح عند قيام وحدات بإقراض وحدات أخرى بسعر فائدة تعاقدي يُحدد قصدا عند مستوى أقل من سعر الفائدة السوقي الذي كان من شأنه أن ينطبق بخلاف ذلك، ويمكن تعزيز درجة التيسير بفترات السماح* (grace periods)، وتواتر المدفوعات، وفترات الاستحقاق المواتية للمدين.[1]

4-1-2/- مصادر تمويل أخرى غير قابلة للتداول (Other Non-Marketable Sources of Financing): بغض النظر عن الاقتراض بشروط ميسرة أو شبه ميسرة، يوجد مصادر تمويل أخرى غير قابلة للتداول أو التسويق، مثل الاقتراض من البنوك التجارية، والا قتراض من البنك المركزي، هذه الأخيرة ترتبط بوجود حالة الهيمنة المالية، أين تولد الحكومة العجز وتجبر البنك المركزي على استيعابه.(في ظل حالة من عدم استقلالية البنك المركزي).

فعند استعراض تاريخ البنوك المركزية، نجد أن أحد الأهداف الرئيسية من إنشائها هو إقراض الحكومة عند الحاجة، وكان الإطار المنظم لإدارة الدين العام يمنح الخزينة العامة أو وزارة المالية صلاحية الاقتراض نيابة عن الحكومة، بينما أضفى على البنوك المركزية صفة مستشار الحكومة ووكيلها المالي، وهذا لما تمثله كمؤسسة متعددة الوظائف (Multi-Functional)، أين تتعدد الوظائف التي يؤديها البنك المركزي،

* فترة السماح هي الفترة الممتدة بين تاريخ منح القرض وتاريخ سداد أولى المدفوعات القائمة على المدين.

[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:68 .

فضلاً عن ذلك فإن البنك المركزي يقدم القروض قصيرة الأجل للدولة لتغطية بعض الالتزامات الموسمية أو الطارئة التي تتعرض لها الدولة.[1]

هذه الديناميكية عادة ما تؤدي إلى لجوء البنك المركزي المتكرر لعملية الإصدار النقدي، مما يؤدي إلى مستويات عليا من التضخم، وارتفاع الأسعار وانخفاض قيمة العملة مما يسبب في تشوهات اقتصادية تبدأ تسود الاقتصاد.

4-2/- أدوات الدين القابلة للتداول أو التسويق (Marketable Debt):

4-2-1/-السندات السيادية الدولية: النوع الأول من أدوات الدين القابلة للتداول هي السندات السيادية الدولية، وتسمى أيضا السندات الأجنبية (**foreign bonds**) أو سندات اليورو، هذه السندات أصبحت الأكثر انتشارا في الدول التي تواجه ضغوطا في أسواق الدين المحلية مما يجعلها غير قادرة على الحصول على الاقتراض بشروط ميسرة، وغالبا ما يتم إصدارها في الخارج .

4-2-2/-الأوراق المالية المحلية (Domestic Securities): يوجد نوعان رئيسيان من أدوات الدين مصدرهما السوق المالية المحلية هما: أذونات الخزانة (**Treasury bills**) وسندات الخزينة (**Treasury Bonds**).

- **أذونات الخزينة (T-bills):** أذونات الخزينة هي أدوات دين قصيرة الأجل تستحق خلال أقل من عام.
- **سندات الخزينة (T-bonds):** هي أدوات دين متوسطة إلى طويلة الأجل ذات آجال استحقاق ما بين 2 سنوات إلى غاية 30+ سنوات، والتي تتنوع بدورها إلى:
- **سندات الخزينة ذات الفائدة الثابتة وذات فائدة عائمة.**
- **السندات الصفرية (Zero-Coupon Bonds):** هي سندات قيمة إصدارها أقل من قيمتها الاسمية، فالمستثمر يقوم بشراء السندات الصفرية بأسعار مخفضة عن قيمتها الاسمية، مقابل استرجاع قيمتها في نهاية المدة بقيمتها الاسمية.
- **السندات المؤشرة (Indexed Bonds):** وهي السندات التي تتحدد قيمتها وفق بعض المؤشرات الأساسية الاقتصادية (التضخم، والانكماش، نمو الناتج المحلي الإجمالي، وما إلى ذلك).

[1] منى كمال، مرجع سابق، ص:50.

5/- الديون المنتجة و الديون غير المنتجة (Productive and Unproductive Debt): كذلك يمكن أن نميز بين نوعين من الدين حسب طبيعة الاستعمال على النحو التالي:

5-1/- الديون المنتجة: يعتبر الدين العام منتجا، عندما تستثمر مقدار ما تقترضه الحكومة في الأصول أو المؤسسات الإنتاجية مثل: السكك الحديدية والري ومشاريع متعددة الأغراض... وغيرها، التي تدر دخلا كافيا للسلطة العامة لدفع الفائدة السنوية على الدين، فضلا عن المساهمة في سداد أصل الدين على المدى الطويل، على هذا النحو، المجتمع لا يتحمل أي عبء من جراء الاستدانة العامة.

5-2/- الديون غير المنتجة: يعتبر الدين العام غير منتجا، إذا اقترضت الحكومة لأغراض غير منتجة مثل: تمويل الحرب، أو الإنفاق لأجل توفير الفخامة في الإدارات العامة،... وغيرها، فالقروض الحكومية الغير المنتجة لا تعزز القدرة الإنتاجية للاقتصاد، ولا تستطيع أن تسدد أعباءها ذاتيا، وبالتالي الدين العام الغير المنتج يلقي بأعبائه على المجتمع، من خلال إمكانية لجوء الحكومة لفرض ضرائب إضافية لأجل سداده.[1]

6/- عملة الإصدار: العملة المحلية والعملة الأجنبية: يجري التمييز بين العملة المحلية والعملة الأجنبية في أي اقتصاد، فالعملة المحلية هي العملة التي لها قوة إبراء قانوني في الاقتصاد وتصدرها السلطة النقدية لذلك الاقتصاد، أو السلطة النقدية لمنطقة العملة المشتركة التي ينتمي إليها الاقتصاد المعني إذا كان عضوا في أحد اتحادات العملة مثل الأورو بالنسبة للاتحاد الأوروبي، وأي عملة خلاف ذلك تكون عملة أجنبية.

ومن خلال التمييز بين نوعي العملة يمكن التفريق بين الدين الحكومي والدين السيادي ، فالدين الحكومي يصدر بالعملة المحلية، أما الدين السيادي فيصدر بالعملة الأجنبية.[2]

---

[1] Smriti chand. Public Debt: 6 Major Forms of Public Debt – Explained!.in Link :

(تاريخ الإطلاع: 2017/02/06 12:30)

http://www.yourarticlelibrary.com/debts/public-debt-6-major-forms-of-public-debt-explained/26311/

[2] فتحي خن، كفاءة المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستدامة المالية للديون السيادية، المؤتمر العالمي العاشر للاقتصاد والتمويل الإسلامي حول لمؤتمر العالمي العاشر للاقتصاد والتمويل الإسلامي، مارس 2015، قطر، ص:3.

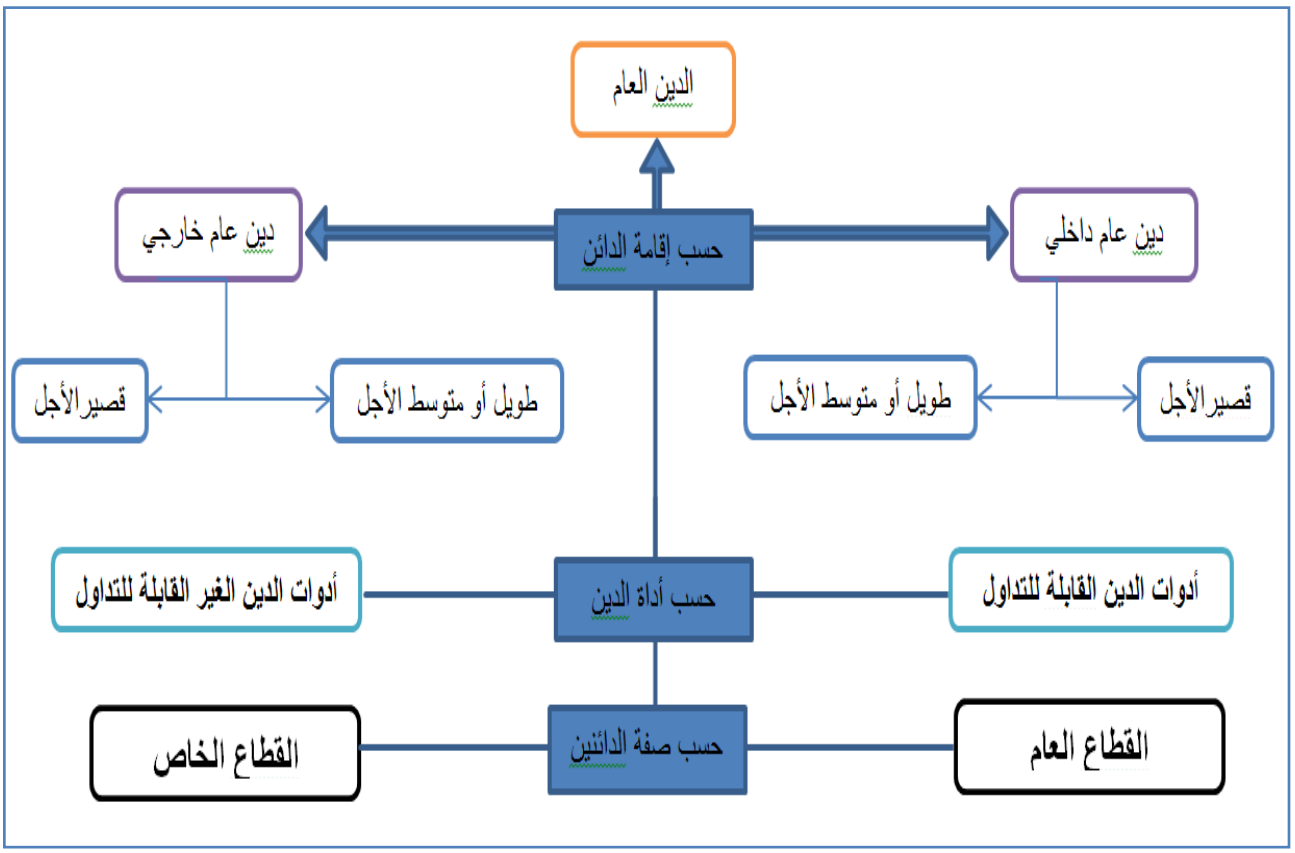
7/- عملة التقويم وعملة التسوية: ينبغي التمييز بين عملة التقويم وعملة التسوية كالآتي: [1]

7-1/- عملة التقويم: تُحدد عملة التقويم على أساس العملة التي تثبَّت بها قيمة مراكز الأرصدة والتدفقات على النحو المنصوص عليه في العقد بين الطرفين، وتتحدد على هذا الأساس جميع التدفقات النقدية باستخدام عملة التقويم، وقيمة تحويلها إذا اقتضى الأمر إلى العملة المحلية أو أي وحدة حساب أخرى لأغراض تسوية الحسابات أو إعداد بياناتها، وتعد عملة التقويم ضرورية لأنها تميز بين قيم المعاملات ومكاسب وخسائر الحيازة .

7-2/- عملة التسوية: قد تكون عملة التسوية مختلفة عن عملة التقويم، ومما يترتب عليه استخدام عملة للتسوية مختلفة عن عملة للتقويم، إجراء عملية تحويل للعملة في كل مرة تجري فيها عملية التسوية، وتعد عملة التسوية ضرورية لأغراض السيولة بالعملات الأجنبية ولقياس قنوات تسرب النقد الأجنبي المحتملة.

والشكل التالي يلخص مختلف أصناف الدين العام وأقسامه:

الشكل رقم (1-3): تصنيفات الدين العام حسب الإقامة، أجل الاستحقاق، أداة الدين، الدائنين.



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ما سبق.

[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit,P:27.

III: أنواع الديون العامة حسب النشأة: ينشأ الدين العام إثر عدة عمليات مختلفة نذكر منها:

1/- الدين الناشئ عن التوريق (Debt arising from securitization) :

تنشأ عملية التوريق عندما تقوم وحدة تُعرف باسم المنشئ (originator)، بتحويل حقوق ملكية أصول مالية أو غير مالية، أو حق الحصول على تدفقات مستقبلية معينة، إلى وحدة أخرى، تُعرف باسم وحدة التوريق (securitization unit)، وفي المقابل تدفع وحدة التوريق للمنشئ مبلغا من مصدر التمويل الخاص بها.

فالتوريق هو عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة مثل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال بالاستناد إلى ضمانات مالية،[1] حيث تحصل وحدة التوريق على التمويل الخاص بها عن طريق إصدار سندات دين باستخدام الأصول أو حقوق الحصول على تدفقات مستقبلية قام المنشئ بتحويلها كضمان، وعندما تكون الأوراق المالية المضمونة بأصول صادرة عن وحدة قطاع عام، فإنها تشكل جزءا من دين القطاع العام.

وتختلف نظم التوريق داخل أسواق سندات الدين حسب ما إذا كانت توجد وحدة توريق معنية أم لا، ففي نظم التوريق التي تقوم وحدة توريق في ظلها بإصدار سندات الدين، تكون الوحدة المؤسسية المُصْدِرة وسيطا ماليا في قطاع الشركات المالية، وغالبا ما تكون وحدة التوريق كيانا ذا غرض خاص.(SPEs*)

فإذا كانت الكيانات ذات الغرض الخاص المقيمة داخل الدولة لا تعمل بطريقة مستقلة ومنفصلة عن الحكومة العامة، تُعتبر هذه الكيانات ذات الغرض الخاص كجزء من الحكومة العامة بصرف النظر عن وضعها القانوني، وبالتالي يمكن التمييز بين أربعة أنواع من نظم التوريق متعلقة بالدين العام:[2]

1-1/- توريق البيع الحقيقي (True-sale securitization): وهي عمليات تنطوي على تحويل فعلي(بيع) للأصول، من الميزانية العمومية لمالك الأصول الأصلي إلى الميزانية العمومية لوحدة التوريق؛

1-2/- توريق البيع غير الحقيقي(No true-sale securitization,): وهي عمليات لا تنطوي على تحويل حقيقي للأصول من الميزانية العمومية لمالك الأصول الأصلي إلى الميزانية العمومية لوحدة التوريق.

---

[1] عبد المجيد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، 2003، مصر، ص:55.

* **SPEs**: special purpose entities

[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P.P:74-75.

1-3/- توريق غير الأصول (No asset securitization,): وهي عمليات تنطوي على توريق تدفقات إيرادات مستقبلية لا تُثبت كأصول في الإحصاءات الاقتصادية الكلية؛

1-4/- التوريق التركيبي عن طريق وحدة توريق(Synthetic securitization with a unit, securitization): وهي عمليات تنطوي على تحويل مخاطر الائتمان فقط(ولكن ليس على تحويل الأصول)، من خلال وحدة توريق.

- أما إذا لم تكن هناك وحدة توريق معينة، يمكن تمييز نوعين من عمليات التوريق:

1-5/-عملية التوريق المدرجة في الميزانية العمومية (On-balance sheet securitization,): وهي عمليات يصدر في ظلها مالك الأصول الأصلي سندات دين جديدة، ولا تنطوي على تحويل للأصول؛

1-6/- التوريق التركيبي بدون وحدة توريق (Synthetic securitization without a unit securitization) وهي عمليات تنطوي على تحول مخاطر الائتمان فقط (ولكن ليس على تحويل الأصول) من خلال إصدار مباشر لسندات الدين من جانب مالك الأصول الأصلي.

2/- الدين الناشئ عن عمليات الإنقاذ (Debt arising from bailout operations)

يستخدم مصطلح الإنقاذ للدلالة على قيام وحدة حكومية بتقديم مساعدة مالية قصيرة الأجل إلى شركة لمساعدتها على تجاوز حالة العسر المالي، أو ضخ موارد مالية لفترات أطول للمساعدة على إعادة رسملة الشركة، وقد يشكل الإنقاذ فعليا عملية تأميم في حالة سيطرة الحكومة على الشركة التي تنقذها.

ويشير المحللون عموما إلى عمليات التي تجريها الحكومة عند تقديم الدعم المالي الكبير لرسملة أو إعادة رسملة الشركات التي تعاني العسر المالي بمصطلح » ضخ رأس المال« للدلالة على التدخل المباشر الذي يُقَيَّد كتحويل رأسمالي، أو قرض، أو حيازة حصص ملكية، أو مزيج منها، وقد يأخذ التدخل المباشر من الحكومة أشكالا مختلفة مثل:

- توفير إعادة الرسملة عن طريق ضخ موارد مالية (ضخ رأس المال)« أو تحمل خصوم شركة معسرة؛
- تقديم قروض و/أو اقتناء حصص ملكية في الشركات المعسرة (أي» إعادة الرسملة بمقابل)« ، بشروط مواتية،
- شراء أصول من الشركة التي تحتاج إلى مساعدة بأسعار أعلى من قيمتها السوقية الحقيقية.

ويمكن أن تتدخل الحكومة تدخلا غير مباشر من خلال توسيع نطاق الضمانات التي تكون على استعداد لتقديمها، وقد تؤسس الحكومة كيانا ذا غرض خاص، أو جهازا عاما من أي نوع آخر، لتمويل أو إدارة مبيعات أصول أو خصوم الشركة التي يتعين مساعدتها.[1]

3/- الدين الناشئ عن الشراكات بين القطاعين العام والخاص (Debt arising partnerships from public-private)

الشراكات بين القطاعين العام والخاص هي طريقة معتادة لتمويل مشاريع البنية التحتية دون أن تتحمل الميزانية العمومية أعباءها مباشرة، [2] فهي تتألف من العقود المبرمة بين الحكومة (أو هيئات القطاع العام الأخرى) وشركات القطاع الخاص، تستحوذ بموجبها وحدات القطاع الخاص على أصل أو مجموعة أصول، أو تقوم بإنشائه وإدارته لفترة معينة، ثم تقوم بتسليمه إلى الهيئة الحكومية ما يؤدي الى نشأة دين على القطاع الحكومي، وتوصف هذه النظم بطرائق مختلفة فيُطلق عليها شركات القطاعين العام والخاص (PPPs*)، أو مبادرات التمويل الخاص (PFIs*)، أو نظم البناء والتملك والتشغيل ونقل الملكية (BOOTs*).[3] قد تم بالفعل تمويل عدد كبير من مشروعات البنية التحتية وفقا لهذه الأساليب في عدد من الدول النامية مثل المكسيك، فنزويلا، الفلبين وماليزيا.[4]

4/- الدين الناشئ عن تحمل الحكومة لالتزامات معاشات التقاعد:

قد تُجرى في بعض الأحيان معامالات مالية ترتبط بإصلاحات نظم معاشات التقاعد أو بعمليات خصخصة الشركات العامة، وقد يكون الهدف هو اكتساب الشركة العمومية للقدرة التنافسية وزيادة جاذبيتها المالية عن طريق حذف التزامات معاشات التقاعد القائمة على الميزانية العامة لها، ويتحقق هذا الهدف من خلال تحمل الحكومة للالتزامات الشركة المعنية، أين يرتفع إجمالي دين الحكومة بقيمة التزامات معاشات التقاعد التي تتحملها الحكومة.[5]

---

[1] International Monetary Fund .public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:78 .
[2] Development Finance International (DFI). Diversifying sources of financing for development. The world bank, washington, 23 april 2009.p:15-16.
* PPPs: public-private partnerships
* PFIs : Private Finance Initiatives
* BOOTs: Build, Own, Operate, Transfer schemes
[3] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:82.
[4] بلقاسم العباس، طرق إدارة الديون الخارجية، محاضرات المعهد العربي للتخطيط، ص: 9.
[5] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P: 90-89.

5/- الإقراض المشتق من أموال مقترضة (On-lending of borrowed funds)

يشير الإقراض المشتق من أموال مقترضة إلى قيام وحدة مؤسسية مقيمة "A" (عادة ما تكون الحكومة المركزية) بالاقتراض من وحدة(وحدات) مؤسسية أخرى"B" (عادة تكون وحدة غير مقيمة)، ثم تقوم بإقراض مبلغ هذا القرض إلى وحدة (وحدات) مؤسسية ثالثة"C" عادة تتمثل في الهيئات الولائية أو المحلية، أو شركة من الشركات العامة، بحيث يكون من المفهوم أن الوحدة "A " تكتسب استحقاقات مالية فعلية على الوحدة ."C " ويلجأ إلى مثل هذه الطريقة للأسباب التالية:

- قد تكون الوحدة المؤسسية "A " قادرة على الاقتراض من الوحدة "B " بشروط أفضل من شروط اقتراض الوحدة "C " من الوحدة" B "
- أو قدرة الوحدة المؤسسية "C " على الاقتراض محدودة بفعل عوامل مثل القواعد المنظمة للنقد الأجنبي؛ والوحدة "A " هي وحدها القادرة على الاقتراض من غير مقيمين.

المبحث الثاني: إدارة الدين العام وعملية إعادة تنظيمه والمبادرات الدولية لتخفيف أعباء الدين العام.

انتقل موضوع إدارة الدين العام من مشكلة تخص الدول النامية أو الفقيرة في الأساس إلى مشكلة أصبحت تؤرق الكثير من الدول الصناعية الكبرى في العالم، بما في ذلك الولايات المتحدة. فقد تصاعد الدين العام لكثير من الدول إلى مستويات مرتفعة نتيجة للنمو الهائل في الإنفاق العام الذي رافق الأزمة المالية العالمية 2008، في ظل عدم وضوح النظرة حول القدرة المالية الحقيقية لهذه الدول على خدمة ديونها على المدى الطويل، الأمر الذي فتح الجدل حول مستقبل الأوضاع المالية لهذه الدول وأهمية الحاجة إلى وضع إطار لإدارة الدين العام والتحكم فيه وفق إستراتيجية إدارة دين عام معينة.

I: ماهية إدارة الدين العام:

إدارة الدين العام هي عملية وضع وتطبيق إستراتيجية لإدارة الدين العام من أجل توفير حجم التمويل المطلوب بأقل تكلفة ممكنة في الآجال من المتوسط إلى الطويل، بدرجة معقولة من المخاطرة، بالإضافة إلى أية أهداف عامة أخرى تكون الحكومة قد حددتها لإدارة الدين العام، مثل إقامة سوق كفء للأوراق المالية الحكومية والمحافظة عليها.[1]

ومن منظور اقتصادي كلي أكثر اتساعا، فإدارة الدين العام تتجسد سعى الحكومات إلى التأكد من قدرة اقتصادها على تحمل مستوى الدين العام، والتأكد من أن معدل نموه يسير في طريق مستدام ، ومن أن اقتصادها قادر على خدمة أعباء هذا الدين في ظل مجموعة كبيرة من الظروف المختلفة، مع القدرة في نفس الوقت على تحقيق الأهداف المتعلقة بالتكلفة والمخاطر الخاصتين بالدين العام،[2] إذن فعملية إدارة الدين العام تتم من خلال التركيز على النقاط التالية:[3]

[1] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). REVISED GUIDELINES FOR PUBLIC DEBT MANAGEMENT, THE WORLD BANK and INTERNATIONAL MONETARY FUND, April 1, 2014, P:11

[2] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P: 11.

[3] Banking and Debt anagement Department (BDM). DEBT MANAGEMENT PERFORMANCE ASSESSMENT TOOL. Revised December 2009. P :11.

- المفاضلة بين التكلفة / المخاطر في محفظة الدين.
- إنشاء وتطوير سوق الدين المحلي كفـء.
- تطوير إستراتيجية لإدارة الدين العام .
- الشفافية والمساءلة.
- التنسيق مع السياسات المالية والنقدية.

1/- المفاضلة بين التكلفة / المخاطر: وذلك من خلال وضع إطار يمكِّن القائمين على إدارة الدين العام من تحديد وإدارة المفاضلة بين التكلفة المتوقعة لمحفظة الدين الحكومي والمخاطر التي تحيط بها، ولتقييم المخاطر، ينبغي للقائمين على إدارة الدين إجراء اختبارات ضغط منتظمة على حافظة الدين استنادا إلى الصدمات الاقتصادية والمالية التي يمكن أن تتعرض لها الحكومة، والدول بوجه عام.[1]

الشكل البياني رقم (1-4): المفاضلة بين التكلفة والمخاطر

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق.

كما هو موضح في المنحنى البياني التوضيحي أعلاه، المفاضلة بين التكلفة والمخاطر: تعني أنه لتجنب المخاطر، يجب على الحكومة تتحمل تكاليف أعلى من المتوقع، أين تتحدد التكلفة وفق عدة اعتبارات أهمها اعتبارات علاوة الخطر (risk premium).[2]

2/- إنشاء وتطوير سوق الدين المحلي كفء : وذلك قصد تخفيض التكاليف والمخاطر إلى أدنى حد ممكن على المدى المتوسط والطويل، حيث يجب أن يتأكد

[1] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P:16.
[2] Alessandro Missale. Sovereign debt management and fiscal vulnerabilities; workshop on policy interactions between fiscal policy, monetary policy and government debt management after the financial crisis. Papers No 65. Basel, 2 December 2011 BIS.P :168.

القائمون على إدارة الدين العام من أن سياساتهم وعملياتهم تتفق وهدف إنشاء سوق دين محلي كفء للأوراق المالية الحكومية يتصف بالفعالية، وذلك من خلال: [1]

2-1/- تنويع محفظة الدين وأدواتها: يجب أن تسعى الحكومة لتوسيع قاعدة المستثمرين في أدوات الدين المحلية والخارجية التي تصدرها، مع الأخذ بعين الاعتبار كل من التكاليف والمخاطر، والتعامل مع المستثمرين معاملة متساوية.

2-2/- السوق الأولي (Primary Market): يجب أن تكون عمليات إدارة الدين في السوق الأولية شفافة ويمكن التنبؤ بها.

2-3/- السوق الثانوي (Secondary Market): يجب أن تدعم الحكومات والبنوك المركزية إقامة أسواق ثانوية مرنة يمكن أن تعمل بشكل فعال في ظل مختلف أوضاع السوق.

- إضافة إلى ذلك، تطوير سوق الدين المحلي يخدم ثلاثة أهداف رئيسية هي:

أ: مساعد على توسيع قاعدة المستثمرين: إن البلاد لديها أكثر الكيانات داخلية (أي المستثمرين من المؤسسات المحلية مثل صناديق التقاعد ومديري الصناديق بالإضافة إلى البنوك) تكون على استعداد لشراء الديون السيادية. مثل مثالي للاقتراض من المواطنين والمؤسسات داخل بلدهم.

ب: التقليل من مخاطر المحفظة : الديون المقومة بالعملة المحلية لا تحمل مخاطر الصرف الأجنبي، وبالتالي يقلل من مخاطر العملة التي يتم تضمينها في المحفظة.

ج: وضع مرجع أو معيار لإصدارات القطاع الخاص: نمو منحنى العائد على الديون السيادية يعد مثابة مرجع للشركات التي تحتاج أيضا إلى إصدار أدوات الدين لتمويل أنشطتها.

3/- تطوير إستراتيجية لإدارة الدين العام : يجب أن تتجسد عملية إدارة الدين العام في إستراتيجية لإدارة الدين العام تمثل خطة لتفعيل أهداف إدارة الدين العام [2] والملخصة أساسا في ضمان تلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة و بالوفاء التزاماتها المالية بأدنى تكلفة بأدنى تكلفة ممكنة على المدى المتوسط إلى المدى الطويل، بالموازاة مع الحفاظ على مستوى حذر من المخاطر، [3] والجدول رقم (1-2) يستعرض بعض أهداف إدارة الدين العام في عدة بلدان مختارة.

[1] Jeffrey d. Lewis (world bank) and josé viñals (imf). Op .cit. P:16-17.
[2] idem. P:15.
[3] enrique cosio-pascal. Audit of public debt.the debt office functions.op.cit,P:60.

الجدول رقم (1-2): بعض أهداف إدارة الدين في عدة دول مختارة.

البلد	أهداف إدارة الدين العام
بريطانيا	"التقليل إلى أدنى حد تكاليف تلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة على المدى الطويل، مع الأخذ في الحسبان مستوى المخاطر، وضمان أن سياسة إدارة الدين تتسق مع أهداف السياسة النقدية."
إرلندا	1-الحفاظ على السيولة من أجل ضمان تلبية احتياجات التمويل الحالية والمستقبلية بحذر وفعالية من حيث التكلفة. 2- ضمان بقاء تكاليف خدمة الديون عند الحد الأدنى لأجل احتواء المخاطر ضمن حدود مقبولة حدود.
دنمارك	الهدف العام لسياسة الدين الحكومي هو تغطية احتياجات التمويل للحكومة المركزية بأقل تكاليف اقتراض ممكنة على المدى الطويل، مع أخذ درجة المخاطر بعين الاعتبار.
أستراليا	يهدف المكتب الأسترالي للإدارة المالية (AOFM*) لإدارة صافي محفظة الديون المسؤولة عنها وبأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط، في ظل مستوى مقبول من المخاطر، بالإضافة إلى المساهمة في عمليات الأسواق المالية من خلال الدعم الفعال لسندات الخزانة في أسواق العقود الآجلة.
نيوزيلاندا	مكتب إدارة الدين النيوزيلاندي (NZDMO*) هو المسؤول عن الإدارة الفعالة لأصول الدين وما يرتبط بها من الحكومة في إطار ملائم لإدارة المخاطر. هدفها الاستراتيجي هو تعظيم العائد الاقتصادي للأصول المالية والدين على المدى الطويل في سياق الإستراتيجية المالية للحكومة.
لبنان	تهدف إدارة الدين العام إلى تطوير الأسواق المحلية الأولية والثانوية لمواجهة أية صعوبات قد تطرأ على قدرة التمويل المحلية، أين من الضروري دعم وتطوير آليات السوق المحلي، والعمل على اختيار سياسات تتسم بالشفافية للإصدارات الداخلية.[1]
النرويج	1- ضمان تسديد الالتزامات و تلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة على المدى الطويل بأقل تكلفة ممكنة بما يتوافق مع درجة عقلانية من الخطر؛2- الحفاظ على تطور فعالية سوق الأوراق المالية المحلي وتطويره؛ 3- توسيع قاعدة المستثمرين في السندات الحكومية وتنويع مصادر التمويل الحكومية.
فرنسا	تبني إستراتيجية الديون الفرنسية وفق 3 مبادئ: السيولة والشفافية والابتكار. بالإضافة إلى الاستمرارية في تطوير منتجات دين جديدة وتحديث هيكل الديون الحكومية وإدارة الخزينة من أجل خفض التكلفة على المالية العامة والخاضعين/دافعي الضرائب (taxpayer)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على ما يلي:

MINISTRY OF FINANCE AND ECONOMIC AFFAIRS. Medium-Term Debt Management Strategy:2014 – 2017. July 2014.Norway.P:06.

HM Treasury, United Kingdom. (2014).in link :Debt and Reserves Management Report 2014-15 http://www.ntma.ie/home.php.

* AOFM: Australian Office of Financial Management
* NZDMO: New Zealand Debt Management Office
[1] Ministry of Finance. DEBT MANAGEMENT STRATEGY 2014-2016.REPUBLIC OF LEBANON. May 20, 2014.P:2.

http://www.aofm.gov.au/
http://www.nationalbanken.dk/DNUK/GovernmentDebt.nsf/side/Government_Debt_Management!Ope,nDocument. on May 30, 2015 at/ 22 :33 pm.
http://www.nzdmo.govt.nz/
http://www.aft.gouv.fr/index.php3?lang=e (تاريخ الاطلاع: 2015/04/23. 21:23)

إذن، ومن خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن إستراتيجية إدارة الدين العام تحدد التركيبة المرجوة لمحفظة الدين العام بما يعكس رغبة الحكومة فيما يتعلق بالخيارات ما بين التكلفة والمخاطر، أين ينبغي لإستراتيجية إدارة الدين أن تتسم بتركيز قوي لتفادي التعرض للمخاطر الكامنة في محفظة الديون وتحديداً، التقلبات المحتملة في تكلفة خدمة الدين وأثرها على الميزانية وعلى مستوى الدين العام، وتستكمل تنفيذ إستراتيجية إصدار الديون الجديدة والقيام بالعمليات لإدارة الالتزامات.

حيث يجب رصد وتقييم المخاطر المتضمنة في هيكل الدين الحكومي بعناية، ويجب تخفيف حدة تلك المخاطر إلى أقصى درجة ممكنة من خلال تعديل هيكل الدين، مع أخذ تكلفة هذا التعديل في الحسبان.

وينبغي للقائمين على إدارة الدين النظر في مواصفات المخاطر المالية وغيرها من المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية للحكومية، بغية المساعدة في إثراء قرارات الاقتراض وخفض المخاطر التي تتعرض لها الحكومة.

ويجب أيضا على القائمين على إدارة الدين تقييم وإدارة المخاطر المصاحبة للدين بالعملات الأجنبية، والدين القصير الأجل، والدين الذي يحمل سعر فائدة متغير، ومن الضروري وجود سياسات رشيدة لإدارة السيولة، وذلك لتمكين السلطات من الوفاء بالتزاماتها المالية.[1]

ووفقا لفيليب تايلور(Philip E Taylor) يمكن تحديد ثلاثة مبادئ عامة أساسية لإستراتيجية إدارة الدين العام وذلك على النحو التالي:[2]

- القدرة على تعبئة الموارد المالية من الجمهور دون إجبار.
- القدرة على استخلاص الأموال المتاحة للإقراض من السوق المالي واستخدامها في السداد في حالات العسر المالي.
- إضافة إلى خفض الحاجة للجوء للاقتراض من السوق المالي إلى درجاتها الدنيا.

[1] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P:15.
[2] Kiran Babu And Others.Debt Management. Dc School Of Management & Technology (DCSMAT). P:6.

4/- الشفافية والمساءلة: تتمثل في النقاط التالية:

- وضوح أدوار ومسؤوليات وأهداف الهيئات الحكومية المسؤولة عن إدارة الدين العام.
- عملية مفتوحة لصياغة سياسات إدارة الدين العام والإفصاح عنها.
- توفير المعلومات للجمهور عن سياسات إدارة الدين العام، إضافة إلى الإفصاح عن الوضعية المالية، ونشر معلومات حول الأصول المالية الحكومية، ومستوى وتكوين الدين العام، وأهم الالتزامات المالية بخلاف الدين العام، ومصادر الموارد الطبيعية.[1]
- المساءلة وضمانات السلامة المالية لحسابات الهيئات المسؤولة عن إدارة الدين العام،[2] وذلك من خلال تقديم تحليلات استدامة الدين العام، حيث ينبغي أن تقدم جميع الدول بعض المؤشرات لمدى استدامة دينها العام، والتي تختلف من دولة لأخرى حسب قوة الهيكل المالي لكل دولة، وديناميكية إيراداتها العامة، وهيكل دينها العام.[3]

5/- التنسيق مع السياسات المالية والنقدية

يجب أن تتناسق أهداف إدارة الدين والسياسة المالية العامة والسياسات النقدية لدى القائمين على إدارة الدين ومستشاري سياسة المالية العامة و مسؤولي البنوك المركزية، نظرا للاعتماد المتبادل بين ما يستخدمونه من أدوات مختلفة للسياسة، وينبغي للقائمين على إدارة الدين إبلاغ السلطات المختصة بشؤون المالية العامة من وجهة نظرهم بشأن التكاليف والمخاطر المصاحبين لاحتياجات الحكومة التمويلية ومستويات دينها،[4] ففي إطار سياسة كلية موسعة، من المهم أن تتم إدارة الدين بالتنسيق مع السياسات المالية والنقدية، من خلال وضع إستراتيجية مالية متوسطة

[1] INTERNATIONAL MONETARY FUND. Manual on Fiscal Transparency,2007.P :86 .
[2] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P:13.
[3] فتحي خن، إدارة العوائد البترولية بما يحقق استدامة المالية العامة في الجزائر، المؤتمر الأول حول السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، جامعة سطيف 01، 07-08 أفريل2015 .ص6.
[4] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P:13.

وطويلة المدى تهدف لتحقيق الاستدامة المالية،[1] والعنصر التالي يفصل أكثر في الإطار التنسيقي بين إدارة الدين العام والسياستين المالية و النقدية.

II: المسؤول عن إستراتيجية إدارة الدين العام والإطار التنسيقي بين إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية: بما أن إدارة الدين العام تكتسي أهمية كبيرة في الإطار الاقتصادي الكلي، فيجب تحديد المسؤول عن إستراتيجية إدارة الدين العام وكذا الإطار التنسيقي الكلي الذي يجمع عملية إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية.

1/- تحديد الجهة المسؤولة عن إستراتيجية إدارة الدين العام: تختلف الجهة المسؤولة عن إدارة الدين العام عادة باختلاف نشاط هذه الجهة في السوق الأولي أو السوق الثانوي، وكذلك قد تختلف حسب الإطار التنظيمي لإدارة الدين العام في كل دولة:

1-1/- حسب نشاطها في السوق الأولي أو السوق الثانوي: أوضح Mc Connachie*(1996)، أنه في السوق الأولي عادة ما يتم اتخاذ القرارات المتعلقة بإدارة الدين العام من قبل وزارة المالية حيث تعد إدارة الدين جزءاً من عمل السياسة المالية، ولكن، عادة ما تستعين وزارة المالية بخبرة البنك المركزي في هذا المجال نظراً لدوره كوكيل ومستشار مالي للحكومة، وخبرته في السوق الأولي الذي هو سوق الإصدار، كما قد يتم إسناد مسؤولية إدارة الدين العام إلى وحدة منفصلة تختص بإدارة الدين العام، وفيما يخص السوق الثانوية فعادة ما تُلقى المسؤولية على عاتق البنك المركزي، نظراً للعلاقة الوثيقة بين عمليات البنك المركزي في سوق النقد (Money Market Operations) والتي تتم في سياق إدارته للسياسة النقدية، وبين إدارة الدين العام.[2]

[1] Banking and Debt Management Department (BDM). Op .cit.. P:23.

* للمزيد أنظر إلى:

Robin Mc Connachie, "Primary dealers in government securities markets", Centre for Central Banking Studies, Handbooks in Central Banking, No.6, Bank of England, London, May 1996, P. 24.

[2] منى كمال، الإطار النظري للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية، نوفمبر 2010، ص52. متوفر على الرابط:
https://mpra.ub.uni-muenchen.de/26856/1/MPRA_paper_26856.pdf

1-2/- حسب الإطار التنظيمي لإدارة الدين العام في كل دولة:

أوضح[1] Gray(1996)* أنه قد يتولى البنك المركزي مهمة تنفيذ السياسة النقدية، بينما تتولى الخزينة العامة أو وزارة المالية مسؤولية إدارة الدين العام، وفي بعض الدول الأخرى، قد يعهد بالمسؤولية النهائية للخزينة العامة في الإدارة النقدية وإدارة الدين العام-على حد سواء - ولكن بالرجوع إلى مشورة البنك المركزي، أو قد تتم إدارة الدين العام من خلال وحدة تابعة للبنك المركزي.[2]

ويمكن إيجاد إطار تنظيمي لإدارة الدين العام أكثر تجزئة، وعلى وجه الخصوص في بعض الدول النامية، تكون جهة واحدة مسؤولة عن الاقتراض الخارجي الميسر، وجهة ثانية للاقتراض الخارجي على أسس تجارية، وثالثة للاقتراض المحلي من المستثمرين ذوي الكيانات المؤسسية، ورابعة للاقتراض من القطاع المحلي، وما إلى ذلك، ويعمل هذا النموذج التنظيمي بشكل جيد ومعقول عندما يكون هدف إدارة الدين الرئيسي هو زيادة الأموال المستحقة مع أولوية التقليل بالنسبة لمخاطر محفظة الدين الإجمالية (risks in the overall debt portfolio)[3] .

كذلك في بعض الدول، يتولى البنك المركزي إدارة الدين العام للدولة والإشراف على بيع السندات الحكومية وأذونات الخزانة عند إصدارها وتسديد فوائد وكوبونات مثل هذه الأوراق الحكومية، ويمتد عمل البنك المركزي للحكومة إلى النشاط الخارجي ولا يقتصر على المجال الداخلي فقط، حيث يقوم بالاحتفاظ بأرصدة الحكومة من العملات الأجنبية والذهب لدفع التزاماتها لدى الدول والبنوك الأجنبية ويقوم بتحصيل حقوقها لديها.

في بعض الدول الأخرى، ظهر اتجاه مغاير دعا نحو الفصل بين إدارة الدين العام والسياسة النقدية، وما يصاحبه من الحد من دور البنك المركزي في إدارة الدين العام*، حيث أوضح Fischer(1995) أن إدارة الدين العام من قبل الخزينة العامة أو هيئة أخرى منفصلة يسهم في تجنب التعارض بين رغبة الحكومة في خفض أعباء خدمة الدين وبين أهداف السياسة

---

[1] منى كمال، مرجع سابق، ص ص: 51-52.

* للمزيد أنظر إلى:

Gray, Simon, "The Management of Government Debt", Centre for Central Banking Studies, Handbooks in Central Banking,No.5, Bank of England, 1996. P:12.

[2] Elizabeth currie, jean-jacques dethier and eriko togo, "institutional arrangements for public debt management", theworld bank, policy research working paper, wps 3021, april 2003, P: 5.

[3] banking and debt management department (bdm). Debt management performance assessment tool. Op .cit. P :12.

* هذا الاتجاه يعرف بـ: (the trend toward a "divorce" between debt management and monetary policy.)

النقدية ومع ذلك، إيجاد طريقة محددة للتمييز بين السياسة النقدية من إدارة الديون يعد أمر صعب[1] خاصة في لدول ذات الأسواق المالية الأقل تطوراً، لأن عمليات إدارة الدين قد يكون لها تأثير أكبر على مستوى أسعار الفائدة وعلى أداء سوق رأس المال المحلية، ومن ثَم يتعين الاهتمام بتتابع الإصلاحات المؤسسية لتحقيق هذا الفصل.

وفي حالات الأخرى، عندما يمثل الاقتراض بالعملة الأجنبية جزءاً كبيراً في برنامج إدارة الدين العام، قد يتم تكوين مكتب منفصل يختص بإدارة الدين العام أو يكون تابعاً لوزارة المالية، وقد أصبح هناك اتجاهاً بين عديد من الدول نحو تفويض مسؤولية إدارة الدين لمكتب منفصل لإدارة الدين العام وذلك في محاولة منها لزيادة كفاءة إدارة الدين.[2]

2/- المسؤول عن إدارة الدين العام : من خلال ما تقدم يمكن القول أنه ينبغي أن تكون جهة الرئيسية المسؤولة عن إدارة الدين هي "مكتب مستقل إدارة الدين (SDMO)*" وهو جهة حكومية تملك الصلاحية الكاملة لتنفيذ إستراتيجية إدارة الدين من خلال الاقتراض، الاستثمارات المالية، والعمليات الأخرى المتعلقة بالدين، لأجل المساهمة في الاستقرار المالي الكلي من خلال:[3]

- إنشاء معايير محددة للاستدامة المالية للدين.
- صياغة أهداف وإستراتيجية إدارة الدين.
- تحديد احتياجات الاقتراض والحدود والشروط المطلوبة ومصادر الاقتراض.
- صياغة المبادئ التوجيهية لعمليات تنظيم الدين المختلفة.
- تأطير السياسة العامة للالتزامات الحكومية والمستحقات المحتملة.
- وضع ترتيبات وضوابط الاقتراض، الإنفاق، وخدمة الدين.
- تحديد حجم الدين العام ونوعه، ومدة استحقاقه.
- وضع سقف للاقتراض وفقا لأهداف الميزانية والمالية العامة.

• إضافة إلى:

- إدارة المخاطر المالية المتعلقة بالدين التي تواجهها الحكومة .

---

[1] hans j blommestein and philip turner. interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal.dominance and financial instability; workshop on policy interactions between fiscal policy, monetary policy and government debt management after the financial crisis. Papers no 65. Basel, 2 december 2011 bis.P :218.

[2] Elizabeth Currie, Jean-Jacques Dethier and Eriko Togo, "Institutional Arrangements for Public Debt Management", TheWorld Bank, Policy Research Working Paper, WPS 3021, April 2003, P :5.

*SDMO : Separate Debt Management Office

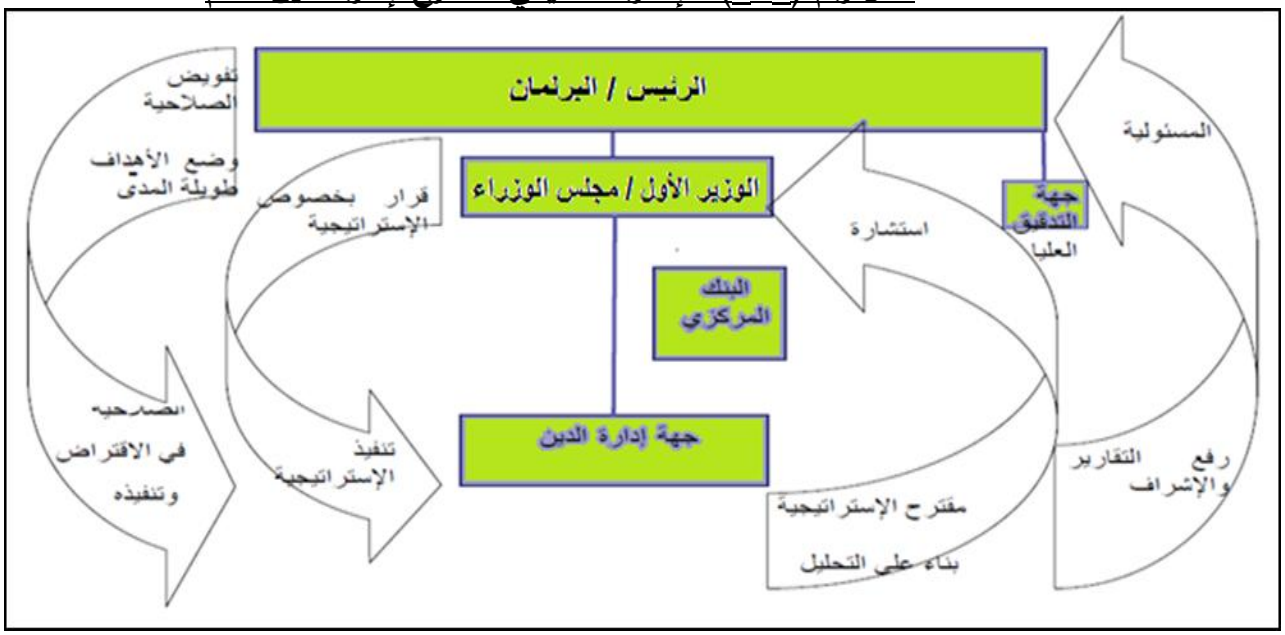
[3] UNCTAD. Effective Debt Management, DMFAS.in Link : (تاريخ الاطلاع: 2017/01/14)

http://vi.unctad.org/debt/debt/m2/SectionI.2.c.htm

– مساعدة تطوير الأسواق المالية.[1]

كذلك، يمكن أن تتم بعض أنشطة إدارة الدين بواسطة جهات أخرى كوكلاء لجهة إدارة الدين الرئيسية، على سبيل المثال، قيام البنك المركزي بإجراءات في السوق الأولي ،[2]مثل إصدار أذونات الخزينة، والشكل التالي يوضح الإطار التنظيمي لإدارة الدين العام.

شكل رقم (1–5): الإطار التنظيمي المقترح لإدارة الدين العام



المصدر:

Banking and Debt Management Department (BDM). DEBT MANAGEMENT PERFORMANCE ASSESSMENT TOOL. Revised December 2009. P :11.

من خلال الشكل: ومن أجل أن يدار الدين العام بطريقة مثلى يجب:

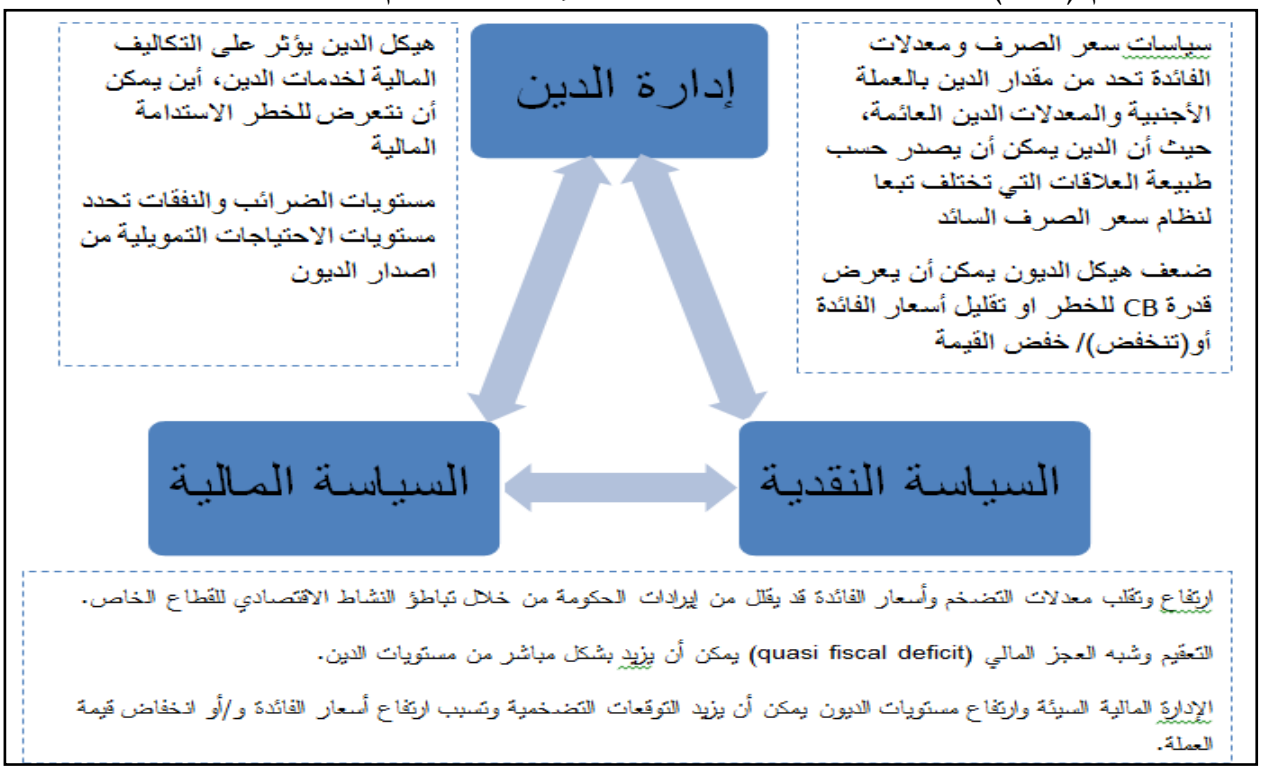
- أن يشترك القائمون على إدارة الدين العام مع القائمون بسياسة المالية العامة والسياسة النقدية في اهتمامهم بأن تظل مديونية القطاع العام عند مستوى يمكن تحمله على نحو مستدام، من خلال إدراك السلطات المالية لأثر الاحتياجات الحكومة التمويلية ومستويات مديونيتها على تكاليف الاقتراض، والتأكد من وجود إستراتيجية موثوق بها لتخفيض مستويات الدين المفرطة.[3]

[1] Phillip Anderson. Government Debt Management and Financial Stability. Banking and Debt Management Group The World Bank Treasury. P: 10.
[2] Banking and Debt Management Department (BDM). DEBT MANAGEMENT PERFORMANCE ASSESSMENT TOOL. Op .cit.. P :11.
[3] صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام، 2001/03/21، ص2.

- يجب أن تضمن البنية الإدارية أن هناك خط واضح بين المستوى السياسي(البرلمان /الرئيس، مجلس الوزراء، أو وزير المالية) الذي يضع أهداف إدارة الدين الطويلة المدى وإستراتيجيته والجهة أو الجهات المسئولة عن تنفيذ الإستراتيجية [1] .
- إن مميزات هذا الأسلوب أنه يترك القرارات الرئيسية فيما يخص حجم المديونية الإجمالية والمخاطر المقبولة في محفظة الدين فيما يخص آثارها على الميزانية، والضرائب، وبرامج النفقات الحكومية أو غيرها مثل المؤشرات المالية لصانعي السياسات الاقتصادية الكلية بينما تسمح للتقنيين بالسعي إلى نتيجة بأفضل من ناحية التكلفة والمخاطرة .

3/-التأثير المتبادل بين إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية : فيما يلي إبراز التأثير المتبادل بين السياستين المالية والنقدية وإستراتيجية إدارة الدين العام، من خلال شرح الشكل التالي:

الشكل رقم (1-6): العلاقات التبادلية والتفاضلية بين إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية



المصدر:

Eriko Togo. Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies : an analytical framework. The world bank. September 2007. Washington.P:9.

[1] Banking and Debt Management Department (BDM). DEBT MANAGEMENT PERFORMANCE ASSESSMENT TOOL. Op .cit. P :12.

1.3/- تأثير إدارة الدين العام على السياستين النقدية والمالية : حاول كل من Sargent and Wallace (1981)* في دراستهما إبراز تأثير تزايد أثر المديونية الحكومية على فعالية السياسة النقدية، حيث قد تؤدي إجراءات السياسة النقدية الهادفة إلى تخفيض التضخم من خلال الحد من النمو النقدي، إلى رفع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث يتم التحول من التمويل النقدي إلى التمويل من خلال سندات الدين الحكومية، الأمر الذي يؤدي إلى رفع مدفوعات الفائدة، وبالتالي يؤدي إلى تزايد عجز الميزانية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في المستقبل، وبالتالي يحدث ارتفاع أكبر في النمو النقدي ومعدل التضخم في الأجل الطويل.

ويمكن إيجاز تأثير إدارة الدين العام على السياستين النقدية والمالية في النقاط التالية:[1]

- تؤثر إستراتيجية إدارة الدين العام على أداء السياسة النقدية، فإذا تميز الدين العام بمعدلات نمو غير قابلة للاستدامة (Unsustainable) ، فإن أسعار الفائدة سترتفع مما يؤثر سلبا على مصداقية السياسة النقدية، ففي حالة الدول التي تسمح بحرية تحرك رؤوس الأموال، فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي بدوره إلى تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج، وما ينشأ عنه من ضرورة اتخاذ إجراءات لتعقيم أثر تلك التدفقات (Sterilization Operations) من قبل البنك المركزي وهو الأمر الذي يؤدي إلى تعقيد السياسة النقدية.
- تؤثر إدارة الدين العام على الطلب على النقود من خلال عدة طرق حيث تؤدي زيادة الاحتفاظ بالأوراق المالية الحكومية إلى تحقق أثر الثروة (Wealth Effect) في ظل عدم تحقق المكافئ الريكاردي،* وبالتالي زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، كذلك تُعد الأوراق المالية الحكومية التي يسهل تسييلها بديلاً للأرصدة النقدية مما يخفض من الطلب على تلك الأرصدة، وإذا ما اتسم الدين الحكومي بعدم

* أنظر الى:
Tomas Sargent and Neil Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, Vol. 5, Fall 1981.

[1] منى كمال، مرجع سابق، ص ص:8-9.

* تشير فرضية المكافئ الريكاردي (Ricardian Equivalence) إلى أن تأثير الزيادة في الإنفاق الحكومي على الطلب الكلي لا يتغير سواء تم تمويل تلك الزيادة من خلال الاقتراض أو فرض ضريبة ثابتة القيمة (Lump-Sum Taxes)

القابلية للاستدامة، فقد يؤدي ذلك إلى التوقعات بحدوث تضخم وانخفاض الطلب على النقود.

- يؤثر ارتفاع الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الناتج عن تفاقم العجز الموازني – يؤثر – بالسلب على مصداقية وفعالية السياسة المالية إذ ينطوي على مخاطر تتمثل في اكتساب هذا العجز الصفة النقدية أو تنقيد (Monetization) في المستقبل، وهو ما يعد بمثابة مؤشرٍ على ضعف أداء السياسة المالية إذا ما تفاقمت مشكلة الدين، ويتمثل الحل الملائم في ضرورة إجراء إصلاح مالي من خلال تنويع مصادر تمويل ذلك العجز، حيث يمكن تمويله من خلال الأسواق المالية عوضاً عن الاقتراض المباشر من البنك المركزي والذي ينجم عنه آثار تضخمية.
- يكون لارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي تأثيراً سلبياً على النشاط الاقتصادي، حيث يدفع الحكومة إلى رفع الضرائب لتمويله، كما يؤدي إلى تزايد الضغوط لرفع معدلات الفائدة الحقيقية ومزاحمة الحكومة (Crowding–Out) للاستثمار الخاص، وعندما تصل الحكومة إلى وضع يتعذر معه تمويل العجز المالي، يتوجب عليها في تلك الحالة ترشيد الإنفاق أو زيادة الإيرادات، في حين كان على السياسة المالية أن تمارس دوراً فاعلاً في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وبالتالي يتحول دور السياسة المالية إلى مسايرة التقلبات الاقتصادية الدورية (Procyclical)، وليس لمواجهتها (Countercyclical).

3–2/– تأثُّر إدارة الدين العام بالسياستين المالية والنقدية : طرح King* (1995) فرضيته المعنونة بـ (Some Unpleasant Fiscal Arithmetic)، والذي أشار من خلالها إلى تأثير السياسة النقدية على القيمة الحقيقية للدين المستحق على الحكومة، من خلال تأثيرها على المستوى العام للأسعار، حيث يرى أن التحول في أنظمة السياسة النقدية نحو تخفيض معدل التضخم قد يؤدي إلى آثار مالية غير مرجوة، كارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية على الدين العام، وهو ما يستدعي توفير مصادر أخرى لتمويل أعباء خدمة الدين المرتفعة، وقد اقترح إصدار سندات الدين مرتبطة بمؤشر الرقم القياسي للأسعار (Index–Linked Bonds) للتغلب على تلك المشكلة والتي تُمكن الحكومة من الاقتراض بأسعار الفائدة حقيقية .

* للمزيد أنظر:
Mervyn, King, " Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline", in " Budget Deficit and Debt : Issues and Options ", Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995, PP. 171-177.

4/- الإطار التنسيقي بين إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية:[1] يجب أن ترتكز إدارة الدين على سياسات سليمة على صعيد الاقتصاد الكلي بشكل عام، وفي القطاع المالي بشكل خاص لضمان استدامة مستويات الدين العام ومعدل نموه ، حيث ينبغي على القائمين على إدارة الدين العام والسلطات المالية والنقدية والجهات الرقابية للقطاع المالي تبادل الآراء والأفكار بشأن أهداف إدارة الدين العام، والسياسات النقدية والمالية المتصلة بالموازنة العمومية، وذلك نظرا لعلاقات الارتباط والاعتماد المتبادل بين ما يستخدمونه من أدوات مختلفة للسياسات.

ولأجل التنسيق مع سياسات الاقتصاد الكلي يتعين على مديري الديون، ومستشاري السياسات المالية، ومحافظو البنوك المركزية فهم أهداف سياسات بعضهم البعض بالنظر إلى الترابط بين الأدوات المختلفة من أجل الوصول الى درجة التنسيق المطلوبة.[2]

ويعرف Marszalek*(2003) التنسيق على أنه "الآلية التي يتم من خلالها التفاوض بين سلطتين تتمتع كلٌ منهما باستقلالها عن الأخرى، وذلك بغية تحقيق أفضل النتائج المرجوة من كليهما، وخلق الإطار الملائم لتفعيل أداء كلتا السلطتين[3]."

إذن من حيث المبدأ، يجب الفصل بين إدارة الدين والسياسة النقدية من حيث الأهداف وأوجه المساءلة، ويجب أيضا أن تتبادل سلطات إدارة الدين والسلطات المالية والنقدية المعلومات المتعلقة بالاحتياجات الحالية والمستقبلية للحكومة من السيولة والتدفقات النقدية.

ومع أن المسؤولية عن ضمان مستوى حذر للدين وعن إجراء تحليل استدامة الدين العام تقع على كاهل سلطات المالية العامة، يجب على القائمين على إدارة الدين أن يرصدوا ما يستجد من مشكلات تتعلق باستدامة الدين العام، وذلك على أساس تحليل مخاطر محفظة الدين وردود أفعال السوق التي لوحظت عند إجراء عمليات إدارة الدين، وأن يحيطوا الحكومة علما بها في الوقت المناسب.

---

[1] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P:13.
[2] Phillip Anderson. Op.cit. P: 9.

* للمزيد أنظر:
Economics, Volume 3, Pawel Marszalek, "Coordination of Monetary and Fiscal Policy", The Poznan University of Number 2, 2003, P. 48.

[3] منى كمال، مرجع سابق، ص:11.

III: عملية إعادة تنظيم الدين و بعض المبادرات الدولية لتخفيف أعباء الديون .

1/- مفهوم عملية إعادة تنظيم الدين (Debt Reorganization): تُعَرفَّ عملية إعادة تنظيم الدين بأنها اتفاق بين الدائن والمدين (وأطراف أخرى في بعض الأحيان) يتم بموجبه تغيير الشروط المحددة لخدمة دين قائم بهدف تخفيض قيمة الدين، [1] وغالبا ما تدخل الحكومات في عملية إعادة تنظيم الدين باعتبارها طرف مدين أو طرف دائن أو ضامن. (debtor, creditor, or guarantor.).

وتنطوي عملية إعادة تنظيم الدين عادة على تخفيف أعباء المدين من الشروط الأصلية لالتزامات الدين.

حيث تكون في شكل رد فعل لنقص السيولة عندما لا يملك المدين الموارد النقدية لأداء مدفوعات خدمة الدين المستحقة، أو بغرض تحقيق الاستدامة المالية، عندما يكون المدين غير قادر على الوفاء بالتزامات ديونه في الأجل المتوسط.

ولا يندرج عدم وفاء المدين بالتزامات ديونه (مثل التوقف عن السداد) ضمن عمليات إعادة تنظيم الدين لأنه لا ينطوي على اتفاق بين الدائن والمدين، وبالمثل، يمكن للدائن تخفيض قيمة استحقاقات الدين على المدين في حساباته الخاصة من خلال عمليات شطب الدين (debt write-offs) وهي الإجراءات التي تنشأ من طرف واحد، على سبيل المثال، عندما يعتبر الدائن أن المبلغ معين مستحق غير قابل للاسترداد، ربما بسبب إفلاس المدين، فيتوقف بالتالي عن قيد هذا المبلغ المستحق في ميزانيته العمومية .ومرة أخرى، لا يُعتبر هذا الإجراء إعادة تنظيم للدين[2].

2/- الأنواع الرئيسية لإعادة تنظيم الدين:

تنقسم عملية إعادة تنظيم الدين إلى أربعة أنواع رئيسية هي:[3]

2-1/- الإعفاء من الدين (Debt forgiveness,): يعرف الإعفاء من الدين (أو إلغاء الدين) بأنه الإلغاء الطوعي للدين كليا أو جزئيا بموجب اتفاق تعاقدي بين دائن ومدين، وينشأ عن الإعفاء من الدين اتفاق متبادل بين الأطراف المعنية يهدف إلى تحويل منفعة.

ويمكن أن يشمل الإعفاء من الدين إسقاط كل المبلغ الأصلي القائم أو جزء منه، بما في ذلك متأخرات الفائدة المستحقة (مدفوعات الفائدة التي استحقت في

[1] Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt. The Debt Office Functions. The United Nations Institute for Training and Research (UNITAR).Module2 of e-Learning Course. P:91.
[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit,P:51-52.
[3] idem,P:52-53.

الماضي)أو أي تكاليف أخرى مستحقة، ولا يصنف إلغاء مدفوعات الفائدة المستقبلية التي لم يحن موعد أدائها ولم تستحق بعد كإعفاء من الدين.

2-2/- إعادة جدولة الدين أو إعادة تمويله: تنطوي عمليات إعادة جدولة الدين وإعادة تمويله على تغيير في عقد دين قائم وتعويضه بعقد دين جديد تكون مدفوعات خدمة الدين بموجبه ممددة بوجه عام.

وتنطوي إعادة جدولة الدين على إعادة الاتفاق على أداة من نفس النوع، وبنفس قيمة أصل الدين ونفس الدائن كما في الدين القديم، أما عملية إعادة التمويل فتتم من خلال إنشاء أداة دين مختلفة وبقيمة مختلفة بوجه عام، وربما تم الاتفاق بشأنها مع دائن مختلف.

مثال: قد يختار أحد الدائنين تطبيق الشروط العامة المتفق عليها في إطار نادي باريس إما من خلال خيار إعادة جدولة الدين (أي تغيير شروط الاستحقاقات القائمة على المدين) أو من خلال إعادة التمويل (منح قرض جديد إلى المدين يُستخدم في سداد الدين القائم.)

2-2-1/-إعادة جدولة الدين(Debt rescheduling): تُعَرفَّ عملية إعادة جدولة الدين* بأنها اتفاق ثنائي بين المدين والدائن يشكل تأجيلا منهجيا لمدفوعات خدمة الدين وتطبيق آجال استحقاق جديدة ولفترات أطول بوجه عام، وعادة ما تشمل الشروط الجديدة عنصرا أو أكثر من العناصر التالية : تمديد فترات السداد، وخفض سعر الفائدة المتعاقد عليه، وإضافة أو تمديد فترات السماح لسداد الفائدة والمبلغ الأصلي، وتثبيت سعر الصرف عند مستويات مواتية للديون بعملات أجنبية، وإعادة جدولة سداد المتأخرات، إن وُجِدت[1].

ويمكن إجراء ذلك من خلال استبدال أداة من أدوات الدين الحالية بأداة أخرى جديدة، كما هو الحال في إعادة تمويل الديون.[2]

* يخفف الدائنون الأعضاء في نادي باريس أعباء الديون عن البلدان المدينة في صورة إعادة جدولة الدين، وهي تعني تخفيف عبء خدمة الدين بتأجيل أو، في حالة إعادة الجدولة بشروط ميسرة، بتخفيض التزامات خدمة الدين أثناء فترة زمنية محددة(معالجة التدفقات)أو في تاريخ محدد(معالجة الرصيد.

[1] International monetary fund .public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit,P:58.
[2] enrique cosio-pascal. Audit of public debt.the debt office functions.op.cit,P:91.

2-2-2/-إعادة تمويل الدين (refinancing): إعادة تمويل الدين تنطوي على استبدال أدوات الدين القائمة أو السندات، بما في ذلك أي متأخرات، بسندات أو أدوات دين جديدة،[1] ويمكن أن تنطوي على مبادلة نفس النوع من أداة الدين(مبادلة قرض بقرض) أو أنواع مختلفة من أدوات الدين (مبادلة قروض بسندات).

مثال: قد تقوم وحدة من القطاع العام بتحويل محفظة من ديون ائتمان الصادرات إلى قرض واحد، أو مبادلة السندات القائمة بسندات جديدة من خلال عروض مقدمة من الطرف الدائن لها(ولا يحدث تغيير في شروط الدين).

2-3/- تحويل الدين والسداد المبكر للدين :

2-3-1/-تحويل الدين(Debt conversion) أو مبادلته: هي آلية تستخدم لتخفيض القيمة الحقيقية للديون العامة من مبادلته بأسهم،[2] أو بالتزام غير منشئ لدين (nondebt claim) مثل حصص الملكية، أو بأرصدة مقابلة يمكن استخدامها في تمويل مشروع أو سياسة معينة،ويشمل هذا التعريف أيضا مبادلة الديون من أجل التنمية حيث يتم توفير قيمة اقتصادية من قبل المدين إلى الدائن لاستخدامها في مشاريع التنمية في الاقتصاد المدين.

مثال: مبادلة التزامات الدين الخارجي بالصادرات أو مبادلة التزامات الدين بأصول يقدمها المدين للدائن لغرض محدد مثل حماية الحياة البرية والصحة والتعليم والحفاظ على البيئة (مبادلة الدين ببرامج التنمية المستدامة.)

وينبغي التمييز بين التحويل المباشر وغير المباشر للدين، فالمبادلة المباشرة تؤدي إلى اقتناء التزام غير مُنشئ للدين على المدين بطريقة مباشرة (مثل مبادلة الدين بحصص ملكية) وتنطوي المبادلة غير المباشرة على التزام آخر على الاقتصاد المعني، مثل الحصول على وديعة تُستخدم لاحقا لشراء حصص ملكية.[3]

2-3-2/-السداد المبكر للدين (Debt prepayment): تتألف عملية السداد المبكر للدين من إعادة شراء الدين، أو السداد المبكر له، بشروط مُتفق عليها بين المدين والدائن، ويُطفأ الدين مقابل سداد مبلغ نقدي متفق عليه بين المدين والدائن.[4]

---

[1] enrique cosio-pascal. Audit of public debt.the debt office functions.op.cit, P:92.

[2] ميشيل تودارو، التنمية الاقتصادية، ترجمة حسن حسني وحامد محمود، دار المريخ للنشر، 2009، الرياض، ص: 827.

[3] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit,P:58.

[4] Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt. The Debt Office Functions.op.cit,P:93.

ويمكن أن يكون السداد المبكر للدين مدفوعا برغبة المدين في خفض تكاليف حافظة ديونه من خلال الاستفادة من الأداء الاقتصادي الملائم أو أوضاع السوق المواتية في إعادة شراء الدين.

2-4/- تحمل الدين ومدفوعات سداد الدين نيابة عن وحدات أخرى

2-4-1/- تحمل الدين (Debt assumption): تحمل الدين هو اتفاق ثلاثي الأطراف بين دائن ومدين سابق ومدين جديد(وحدة حكومية عادة) يتحمل المدين الجديد بموجبه مسؤولية الالتزامات القائمة على المدين السابق والمستحقة للدائن ويكون مسؤولا عن سداد الدين .[1]

مثال: من أمثلة تحمل الدين طلب تنفيذ الضمان، فإذا توقف المدين الأصلي عن سداد التزامات ديونه، يجوز للدائن طلب تنفيذ شروط العقد التي تجيز طلب تقديم الضامن للضمان، ويجب على الوحدة الضامنة إما سداد الدين أو تحمل مسؤولية الدين باعتبارها المدين الأساسي(أي إطفاء التزامات المدين الأصلي)

ويمكن أن تكون إحدى وحدات القطاع العام هي المدين المتوقف عن السداد أو الضامن، كذلك يمكن أن تعرض إحدى الحكومات تقديم أموال بموجب اتفاق لسداد التزامات الدين القائمة على وحدة حكومية أخرى والمستحقة لطرف ثالث*.

2-4-2/- سداد الدين نيابة عن أطراف أخرى: قد تقوم إحدى وحدات القطاع العام بسداد قرض معين أو أداء مدفوعات محددة (بدلا من تحمل الدين) نيابة عن وحدة مؤسسية أخرى (المدين الأصلي) دون طلب تنفيذ الضمان أو تحمل مسؤولية الدين.[2]

ويظل الدين في هذه الحالة مقيدا فقط في الميزانية العمومية للوحدة المؤسسية الأخرى وهي المدين القانوني الوحيد، ولا تُعتبر هذه العملية إعادة تنظيم للدين طالما ظل الدين القائم موجودا وظلت الشروط دون تغيير، وقد يواجه المدين هذا الموقف حينما يمر بمصاعب مالية مؤقتة وليس عند مواجهته لمشكلات ملاءة دائمة.

3/- العمليات الأخرى المتعلقة بالدين العام: وهي العمليات المتعلقة الأخرى المتعلقة بالدين ولا تعتبر تنظيما له، وهي:[3]

3-1/- شطب الدين وتخفيض قيمته: يشير شطب الدين أو تخفيض قيمته إلى إجراء من طرف واحد يقوم بموجبه الدائن بتخفيض المبالغ المستحقة له .

---

[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:60 .

* مثال: عرض إحدى وحدات الحكومة العامة تقديم أموال لسداد دين مستحق لاحد البنوك على أحد الهيئات حكومية المحلية.

[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:61 .

[3] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, PP:67-68 .

وعادة ما يُتخذ هذا الإجراء عندما يخلُص الدائن إلى أن التزام الدين لا قيمة له أو إلى انخفاض قيمته نظرا لأنه ليس من المنتظر أن يتم سداد جزء من الدين أو كله وذلك بسبب إعسار المدين(insolvent) في حالات كثيرة.

مثال: قد تكون شركة عامة أقرضت وحدة حكومية عامة وأصبحت فيما بعد في حالة إعسار، ونتيجة لذلك، قد تخسر استحقاقها وحدة الحكومة العامة بعض أو كل قيمتها، ومن ثم تُخَفَّض قيمة استحقاقها أو تُشطبه من الميزانية العمومية للوحدة الحكومية(الدائن) وعلى العكس من ذلك، لا تسجل نظم الإحصاءات الاقتصادية الكلية قيام المدين بشطب الدين من طرف واحد أو رفض سداده.

3-2/- تسهيلات القروض الجديدة (New money facilities): في ظل بعض اتفاقات إعادة تنظيم الدين التي تساعد المدين في التغلب على صعوبات تمويلية مؤقتة، يتم الاتفاق مع الدائن على تسهيلات تمويلية جديدة لسداد التزامات الدين التي يحل أجل استحقاقها.

3-3/- فسخ الدين (Debt defeasance): في حالة فسخ الدين تقوم الوحدة المدينة بحذف خصوم من ميزانيتها العمومية وذلك بأن تقرنها بأصول مالية يكفي كل من دخلها وقيمتها لضمان سداد جميع مدفوعات خدمة الدين .

وقد يُنَفَّذ الفسخ بوضع الأصول والخصوم في حساب منفصل داخل الوحدة المؤسسية المعنية أو بنقل الأصول والخصوم إلى وحدة أخرى للفسخ الدين القائم على المدين.

4/- بعض المبادرات الدولية لتخفيف أعباء الديون:

لقد ثبت في القراءات التاريخية لعلاقات الدولية بين المدينين والدائنين خلال العقود الثلاث الماضية بداية من سنوات الثمانينات، أن هذه العلاقات اتجهت في اتجاه سلبي لا يرضي الطرفين حتى تطورت في شكل أزمة ديون،[1] وتعلن المكسيك في أوت 1982 بأنها لا تستطيع تنفيذ التزاماتها المالية الخارجية، ليتبعها بعد ذلك ثلاثون دولة من دول أمريكا اللاتينية وإفريقيا،[2] ولهذا ظهرت كثيرا من المبادرات الدولية لتخفيف أعباء الديون هذه البلدان، ومن الأمثلة على هذه المبادرات المعنية بتخفيف أعباء الديون ما يلي:

[1] محمد بوحديدة، النظام المالي الإسلامي. التحديات، التجارب والآفاق، دار كليك للنشر، 2011، الجزائر، ص:135.

[2] أنظر الملاحق رقم:11 و12.

- المبادرة المعنية بالبلدان الفقيرة المثقلة بالديون؛
- المبادرة متعددة الأطراف لتخفيف أعباء الديون؛
- اتفاقات نادي باريس لإعادة جدولة الديون؛
- تأجيل سداد خدمة الدين الذي يمنحه الدائنون.

4-1/- مبادرة البلدان الفقيرة المثقلة بالديون (HIPC*)

في عام 1996، تم إطلاق أول مبادرة تشمل الدائنين المتعددي الأطراف لتخفيف أعباء الديون الخارجية عن عاتق البلدان الفقيرة المثقلة بالديون،[1] وذلك من طرف صندوق النقد الدولي والبنك الدولي سعيا منهم للحصول على تعاون المجتمع المالي الدولي لمنح مساعدات تخفيف مديونية البلدان التي تتوافر فيها المواصفات للاستفادة من مبادرة (HIPC)، فهي مساعدات مشروطة وتُقَدَّم من خلال عملية من خطوتين، يُشار إليها عموما بأنهما» نقطة اتخاذ القرار و نقطة الإنجاز ، وللوصول إلى» نقطة اتخاذ القرار « ، يجب على البلدان المدينة استيفاء أربعة شروط، أين يجب أن يكون البلد المعني:[2]

- مؤهلا للاقتراض من المؤسسة الدولية للتنمية (IDA*) والتي تقدم قروضا بدون فوائد ومنحا للبلدان الأفقر في العالم، ومؤهل لتسهيل الائتمان الممدد في صندوق النقد الدولي الذي يقدم قروضا للبلدان منخفضة الدخل بأسعار فائدة مدعمة؛
- يواجه أعباء ديون غير مستدامة والتي لا يمكن معالجتها من خلال الآليات التقليدية لتخفيف أعباء الديون؛
- لديه سجل أداء إيجابي في الإصلاح وانتهاج سياسات تتوافق وبرامج صندوق النقد الدولي والبنك الدولي؛
- إعداد تقرير إستراتيجية الحد من الفقر على مستوى الدولة.

ومتى استوفى البلد المعني هذه المعايير أو حقق تقدما كافيا نحو استيفائها، يقرر المجلسان التنفيذيان لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي رسميا مدى أهليته للاستفادة من مساعدات تخفيف أعباء الديون، ويتعهد المجتمع الدولي بتخفيف ديونه إلى مستوى مستدام يمكن تحمل أعبائه.

تعززت مبادرة (HIPC) في عام 1999 نتيجة لمراجعة شاملة أجراها كل من المؤسسة الدولية للتنمية (IDA) التابعة لمجموعة البنك الدولي وصندوق النقد الدولي،

* HIPC:The Heavily Indebted Poor Countries Initiative
[1] Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt. The Debt Office Functions .op.cit,P:96.
[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:66-65 .
* IDA: International Development Agency

وتضمنت مشاورات عامة، وخفضت المستويات الحدية لأعباء الدين، الأمر الذي مكّن مجموعة أوسع من البلدان من التأهل للاستفادة من مساعدات تخفيف أعباء الديون بمقادير أكبر.

4-2/- المبادرة متعددة الأطراف لتخفيف أعباء الديون (MDRI*)

في عام 2005، جاءت المبادرة متعددة الأطراف لتخفيف أعباء الديون (**MDRI**) لتكمل مبادرة (**HIPC**) من أجل المساعدة على تعجيل وتيرة التقدم نحو تحقيق أهداف الأمم المتحدة الإنمائية للألفية الثالثة (**MDGs***)، لا سيما الهدف الثامن الغاية دال(د)، المتضمنة المعالجة الشاملة لمشاكل ديون البلدان النامية، والمساعدة على تنميتها وتطويرها من خلال تدابير وطنية ودولية من شأنها جعل ديونها (البلدان النامية) مستدامة على المدى الطويل.[1]

وتسمح المبادرة متعددة الأطراف بتخفيف الديون المستوفية للشروط بنسبة100% من ثلاث مؤسسات متعددة الأطراف (صندوق النقد الدول، والمؤسسة الدولية للتنمية التابعة للبنك الدولي، وصندوق التنمية الإفريقي).

هذه المبادرة موجهة للبلدان التي بلغت نقطة الإنجاز، أو ستبلغها في نهاية المطاف في ظل مبادرة (**HIPC**) وذلك ما يجعلها مؤهلة للاستفادة من مبادرة (**MDRI**).[2]

4-3/- الفرق بين المبادرة (MDRI) ومبادرة (HIPC)

- لا تقتصر مبادرة (**MDRI**) على تخفيف أعباء الديون بالكامل للتجاوز ذلك بتوفير موارد إضافية تساعد البلدان المدينة على إحراز الأهداف الإنمائية للألفية، على عكس من مبادرة (**HIPC**).
- لا تقترح المبادرة (**MDRI**) أي تخفيف متوازٍ للديون من جانب الدائنين الثنائيين الرسميين أو الدائنين من القطاع الخاص، أو من المؤسسات متعددة الأطراف بخلاف صندوق النقد الدولي والمؤسسة الدولية للتنمية وصندوق التنمية الإفريقي.(**AfDF**)*.

4-4/- اتفاقيات نادي باريس لإعادة جدولة الديون: نادي باريس هو مجموعة غير رسمية من الدول الدائنة، يتخذ الخزينة الفرنسية أمانة دائمة، تتكون من 19 عضو دائم، * ودائنين آخرين *

---

* MDRI :Multilateral Debt Relief Initiative
* MDGs :Millennium Development Goals
[1] Official list of MDG (Millennium Development Goals) indicators, Effective 15 January 2008.in link: http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/MDGsOfficialList2008 .pdf
[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:66 .
* AfDF: African Development Fund
* أستراليا، النمسا، بلجيكا، كندا، دنمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، ارلندا، ايطاليا، اليابان، هولندا، النرويج، روسيا، اسبانيا، السويد، سويسرا، المملكة البريطانية المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية،

شاركوا في عدة اجتماعات، [1]هدفها "معالجة الدين" (المتعاقد عليه أو المضمون) القائم على الحكومة و/أو القطاع العام في البلد المدين والمستحق للبلدان الدائنة أو مؤسساتها المناسبة:

تتألف هذه الديون من ائتمان الصادرات والقروض الثنائية المضمونة رسميا، ويمكن لنادي باريس أن ينفذ نوعين من "المعالجة treatment": [2]

- معالجة التدفقات العادية لكل من: اهتلاك الدين بالدرجة الأولى، ومدفوعات الفائدة التي يحل موعد استحقاقها في فترة معينة بالدرجة الثانية؛
- معالجة الأرصدة لأصل الدين القائم بأكمله في تاريخ محدد، في حالة البلدان التي لديها سجل أداء إيجابي في » نادي باريس « إذا كان ذلك سيضمن انتفاء الحاجة إلى إعادة الجدولة في المستقبل.

وتُقَيَّد عمليات معاجلة التدفقات والأرصدة المذكورة وفقا لطبيعتها ويمكن أن تتضمن واحدة من تدابير إعادة تنظيم الدين التي سبق الإشارة إليها آنفا.

4-5/- تأجيل الدائنين لمدفوعات خدمة الدين:

المقصود بتأجيل مدفوعات خدمة الدين هو سماح الدائن رسميا ومنفردا للمدين بتأجيل مدفوعات خدمة الدين التي يحل موعد استحقاقها أثناء فترة معينة .

وغالبا ما يُسمح بتأجيل مدفوعات خدمة الدين في حالة وقوع كوارث طبيعية (مثل السماح للبلدان التي تأثرت بالإعصار الذي ضرب بلدان شرق آسيا-تسونامي- في عام 2005 بتأجيل مدفوعات خدمة الدين)

في المقابل، يوجه عدة انتقادات لعمل مبادرات تخفيف عبء الديون بسب مشروطيتها لتوفر استدامة الدين العام (Debt sustainability)، واستغلاهم لمشكلة الدين العام كنقطة دخول بالنسبة للدائنين في صنع القرار السياسي للاقتصاد المدين.[3]

* حكومة أبو ظبي، أرجنتين، برازيل، الكيان المحتل، كوريا الجنوبية، كويت، المكسيك، المغرب، نيو زيلاندا، برتغال، جنوب افريقيا، ترينيداد وتوباغو، تركيا.

[1] Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt. The Debt Office Functions .op.cit,P:94.
[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:65 .
[3] Katarina Sehm Patomäki, Debt Sustainability Revisited , Helsinki Collegium for Advanced Studies. 122–142,2013,Helsinki,P:134.

المبحث الثالث: الأساليب السليمة لإدارة الدين العام

من أجل الوصول إلى عملية إدارة دين عام كفأة وفعالة، يجب إتباع العديد من أساليب السلامة المتعلقة بإدارة الأصول والالتزامات المالية، وبناء هيكل سليم لمحفظة الدين العام، وخفض تكاليف التحوط، وتعظيم القدرة على امتصاص الصدمات الخارجية، وتفادي مختلف المخاطر المتعلقة بإدارة الدين العام.

I: أهمية الممارسات السليمة لإدارة الدين العام.

أبرزت مختلف أزمات التخلف عن سداد الديون التي تعاقبت على عدة دول مختلفة * أهمية الممارسات السليمة لإدارة الدين العام والحاجة إلى وجود سوق محلية لرأس المال تتسم بالكفاءة وتتمتع بالسيولة، ومع أن عملية إدارة الدين العام قد لا تكون السبب الرئيسي أو الوحيد لمثل تلك الأزمات، فإن هيكل استحقاق الدين العام، وأسعار الفائدة المطبقة عليه، وتركيبة العملات في محفظة الدين العام، وكذلك الارتباطات الكبيرة المتعلقة بالالتزامات الطارئة الصريحة والضمنية وعلى الأخص فيما يتعلق بالقطاع المالي كثيرا ما أسهمت في زيادة حدة الأزمات، حيث قد تؤدي الممارسات الخطيرة لإدارة الدين العام إلى زيادة إمكانية تعرُّض الاقتصاد لصدمات اقتصادية ومالية دورية.

ومن الممكن أحيانا معالجة تلك المخاطر بسهولة باتخاذ تدابير مباشرة نسبيا، مثل إطالة أجل استحقاق الديون ودفع أي تكاليف مصاحبة لأعباء خدمة الدين، أو تعديل حجم احتياطي النقد الأجنبي وأجل استحقاقه وتركيبته، وكذا مراجعة المعايير والترتيبات التنظيمية المتعلقة بالالتزامات الطارئة لضمان تناسقها مع المبادئ الشفافة والسلامة لإدارة المالية العامة والميزانية. [1]

II: بناء هيكل سليم لمحفظة الدين العام:

أظهرت الأزمات المالية في سنوات 1990 و 2000 بشكل واضح جدا أن تكوين محفظة الدين العام هو عامل مهم في درجة القدرة على التكيف مع الصدمات الخارجية ، على سبيل المثال، في بعض البلدان مثل الأرجنتين والبرازيل واندونيسيا وروسيا، انكشاف العملة يعد أحد العوامل الرئيسية لارتفاع مستويات الدين العام فيها. [2]

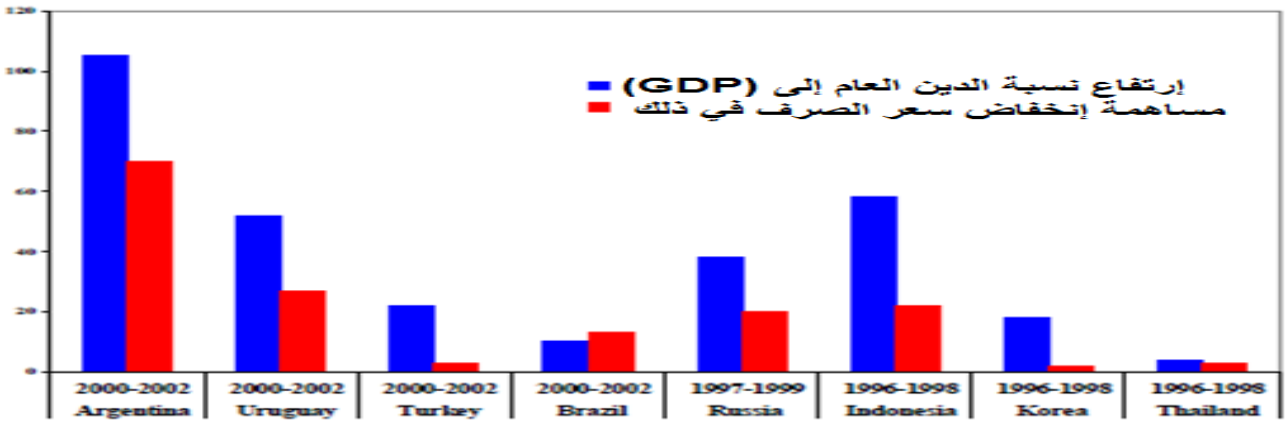
* أنظر الملحق رقم: 11-12، الحالات التاريخية للتخلف عن السداد على الديون العامة.

[1] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P:12.

[2] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)--Guidance Note for Country Authorities, 2009, P:1.

الرسم البياني (1-8) أدناه يوضح تأثير انخفاض سعر الصرف على نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي:

الشكل البياني رقم (1-7): تأثير انخفاض سعر الصرف على نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)-Guidance Note for Country Authorities, 2009. P:2.

من خلال الشكل نلاحظ:

- المساهمة الكبيرة لانخفاض سعر صرف العملة المحلية على ارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي خاصة إذا كانت جزء كبير من محفظة الدين العام مقدرة بالعملات الأجنبية أين يكون الأثر أكبر مثلما وقع في الأرجنتين أين كان لانخفاض سعر صرف العملة المحلية سنوات 2000-2002 الأثر الأكبر في زيادة نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي كما هو مبين في الشكل أعلاه.

فالهيكلة الضعيفة للديون من حيث العملة أو آجال الاستحقاق أو هيكلية أسعار الفائدة، من العوامل المهمة التي تودي بأزمات مالية تؤثر على الاستدامة المالية. **مثال ذلك:**

-ينطوي الإفراط في الاعتماد على الديون المقومة بالعملة الأجنبية على مخاطر مُعيَّنة، فقد يتسبَّب في ضغوط على سعر الصرف و/أو ضغوط نقدية إذا عزف المستثمرون عن إعادة جدولة ديون الحكومة.[1]

- تركيز الحكومات المفرط على إمكانية التوفير في التكاليف من خلال الديون القصيرة الأجل أو الديون بأسعار فائدة مُتغيرة، يعرِّض موازنة الحكومة على نحوٍ خطير لأوضاع مُتغيِّرة ويهدد الجدارة الائتمانية للبلد المعني، ويؤثر سلبا على الاستقرار المالي، ومصداقية السياسة المالية والنقدية له، ويؤثر كذلك على أداء الأسواق المالية وتكاليف الاقتراض بالنسبة للقطاع الخاص.[2]

[1] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P:12.
[2] BIS.Restoring fiscal sustainability.BIS 82nd Annual Report.P :50..in link:
http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2012e5.pdf

فضلا عن ذلك، فإن محفظة الديون التي تتسم بالقوة في مواجهة الصدمات تضع الحكومة في وضع أفضل لإدارة الأزمات المالية، فإدارة الدين العام الجيدة لا تقتصر فقط حول تلبية احتياجات تمويل الميزانية مع مراعاة خصائص الخطر والتكلفة، بل يمكنها أن تساعد على تجنب الوقوع في الأزمة، في حين أن إدارة الديون السيئة من شأنها أن تسير بالبلد نحو خطر التخلف عن السداد.

وبطبيعة الحال، إدارة الديون ليست بديلا عن السياسات والإصلاحات الأخرى، فمن أجل أن تكون إدارة الدين فعالة يتطلب ذلك الاستقرار السياسي، والسياسات المالية السليمة والإصلاحات الهيكلية للاستثمار لتأمين استدامة الديون من خلال الاستعداد لإمكانية لشراء الديون.[1]

III: الممارسات السليمة في إدارة الأصول والالتزامات المالية:

إطار لإدارة الأصول والالتزامات المالية العامة ضمن الأساليب السليمة لإدارة الدين العام يفترض مسبقاً وجود أهداف محددة جيداً للاقتصاد الكلي وإدارة الأصول والالتزامات المالية، ووجود تقييم دقيق للإيرادات العامة المستقبلية والالتزامات المالية التي تدخل ضمن الحساب الختامي للميزانية العمومية، فضلاً عن وجوب وجود تنسيق قوي بين الجهات العامة المعنية بإدارة الأصول والالتزامات وهيئة إدارة الدين العام.[2] مثال ذلك: شراء البنك المركزي أو بيعه لسندات الدين العام، يجعل الأسعار تضطر إلى التغيير من أجل حث القطاع الخاص لاستيعاب كمية أكبر أو أصغر من الأصول الدين المتداولة، فكلما قلت القابلية لاستبدال الأصول، زادت الحاجة الى التغيير في الأسعار النسبية لهذه الأصول التي تؤثر بدورها على الإنفاق الكلي المطلوب.[3]

من الضروري أن يشتمل نطاق إدارة الدين العام على إطار لإدارة الأصول والالتزامات العامة، فالهدف من إطار إدارة الأصول والالتزامات المالية يتمثل في دراسة مختلف أنواع الأصول والالتزامات التي تديرها الحكومة واستكشاف ما إذا كانت الخصائص المالية المرتبطة بتلك الأصول يمكن أن توفر رؤى لإدارة تكلفة ومخاطر الالتزامات الحكومية.

هذا التحليل يشمل فحص الخصائص المالية للتدفقات النقدية للأصول، واختيار الالتزامات المالية ذات الخصائص المتطابقة معها من أجل المساعدة في تخفيف تأثير الصدمات على تكلفة خدمة الدين.

[1] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit. P:1.
[2] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P:34.
[3] Fabrizio Zampolli. Sovereign debt management as an instrument of monetary policy: an overview; workshop on policy interactions between fiscal policy, monetary policy and government debt management after the financial crisis. Papers No 65. Basel, 2 December 2011 BIS.P:100.

كما أن تحليل التدفقات النقدية يساعد على قياس مخاطر محفظة الالتزامات المالية الحكومية ودراسة الخيارات بين التكلفة والمخاطر فيما يتعلق بتحديد محفظة الديون الملائمة لتغطية هذه الالتزامات.

1/- فوائد استخدام إطار لإدارة الأصول والالتزامات المالية في إطار إدارة الدين العام:

يمكن لاستخدام إطار لإدارة الأصول والالتزامات في إدارة الدين العام أن يكون نهجا مفيدا لأسباب عديدة نوجزها فيما يلي: [1]

- يمكِّن إطار إدارة الأصول والالتزامات المالية من تحليل التكلفة والمخاطر لمحفظة الديون الحكومية على أساس صافي الإيرادات الحكومية التي ستُستخدم في خدمة الدين.
- يمكِّن إطار إدارة الأصول والالتزامات المالية من تقييم المخاطر الرئيسية التي تحيط بمحفظة الدين العام ويساعد الحكومة في تصميم إستراتيجية شاملة للمساعدة في الحد من المخاطر العامة التي تواجهها.
- كذلك يوفر إطار إدارة الأصول والالتزامات إطارا مفيدا للنظر في ترتيبات نظام الإدارة من أجل إدارة الحساب الختامي للحكومة.

IV - الممارسات السليمة في إدارة المخاطر المالية:

لا غنى عن إطار إدارة المخاطر المالية في إدارة الدين العام بالنظر إلى أن محفظة الدين العام هي في العادة أكبر محفظة مالية في البلد المعني، وقد تتضمن هياكل مالية معقدة ومحفوفة بالمخاطر، التي يمكن أن تؤدي لمخاطر جسيمة على الموازنة الحكومية والاستقرار المالي بشكل عام في هذا البلد، وتساعد هيكلة الدين السليمة الحكومات على الحد من إمكانية تعرضها لمخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف وإعادة تمويل الدين وغيرها من المخاطر المالية[2].

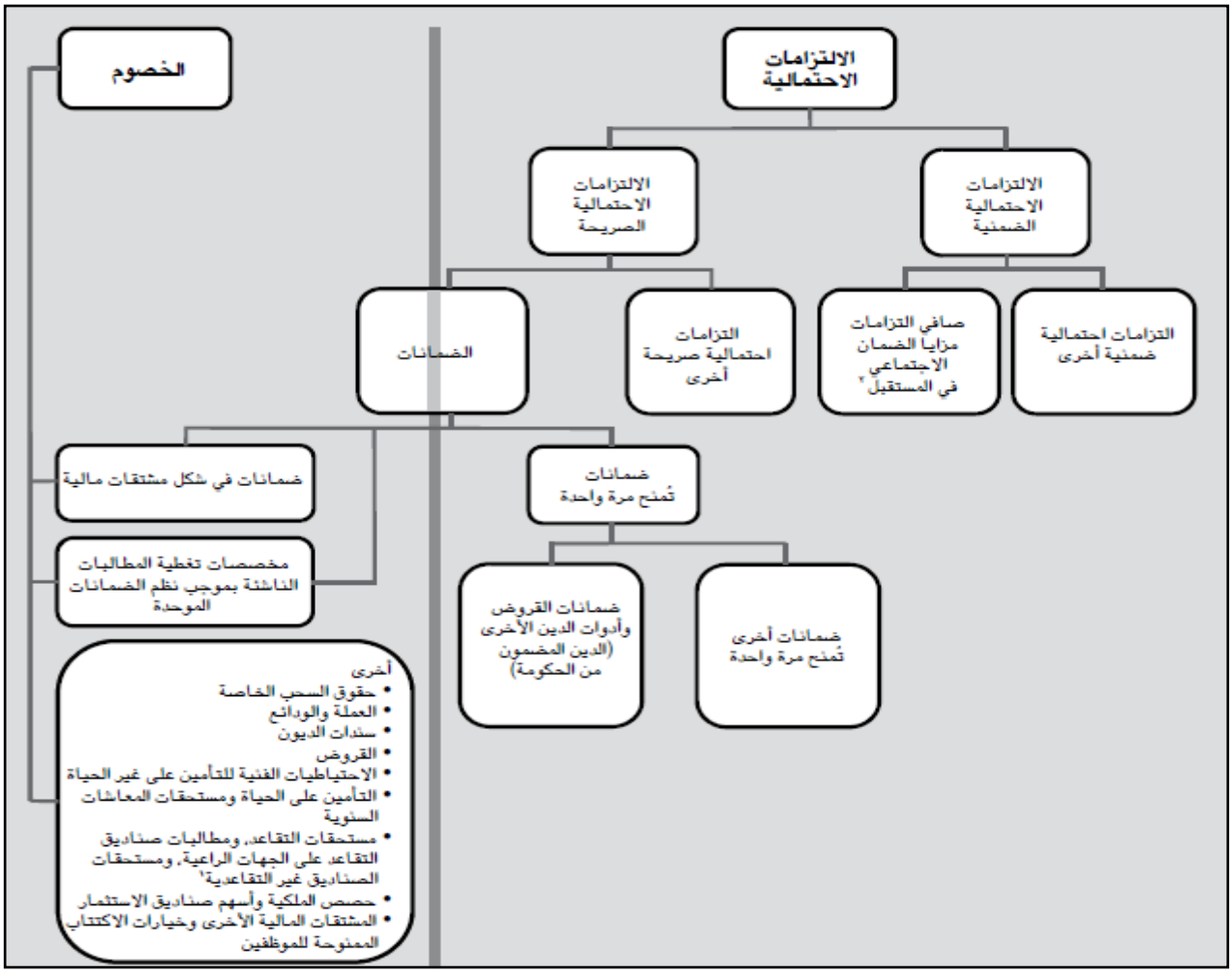
1/- مصادر المخاطر المالية (Sources of Risks) :

مصادر المخاطرة تشمل الصدمات غير المتوقعة للمتغيرات الاقتصادية الكلية (النمو الاقتصادي، أو أسعار السلع الأولية، أو أسعار الفائدة، أو أسعار الصرف أو ...) إلى جانب الاستحقاقات المالية المتعلقة بأنواع الالتزامات الاحتمالية (أي الالتزامات الناجمة عن حدث غير مؤكد)، والتي قد تكون التزامات احتمالية صريحة (أي منصوص عليها في قانون أو عقد، كضمانات الديون مثلا) أو ضمنية (أي الالتزامات الأدبية أو المتوقعة على الحكومة، والتي تستند

[1] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P:34.
[2] idem. P:12.

إلى التوقعات أو الضغوط العامة، مثل عمليات إنقاذ البنوك أو كيانات القطاع العام)،[1] كما هو موضح في الشكل أدناه:

الشكل رقم (1-8): يوضح عناصر الالتزامات الاحتمالية الضمنية والصريحة و الخصوم المالية العامة



المصدر : صندوق النقد الدولي: إحصاءات دين القطاع العام : مرشد لمعديها ومستخدميها، الطبعة الثانية المعدلة 2013، ص:38.

إذن، يجب أن يأخذ القائمون على إدارة الدين في اعتبارهم أثر الالتزامات الطارئة على الوضع المالي للحكومة، بما في ذلك الوضع العام للسيولة لديها،[2] والمخاطر والخسائر المالية الناتجة عنها، مثال ذلك: تتضمن الالتزامات الاحتمالية الضمنية التكاليف المالية العامة المحتملة الناجمة عن الأزمات المصرفية والكوارث الطبيعية، والتي تغطي خسائرها المؤسسات العمومية أو الهيئات الحكومية ، لا سيما في حالة

[1] Benedict Clements, Xavier Debrun, Brian Olden, and Amanda Sayegh, Shocks to the Purse .Governments must understand and manage risks to public spending and debt. Finance & development. December 2016. Volume 53. International monetary fund.P:48.
[2] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P:16.

الشراكة بين القطاعين العام والخاص، أو الالتزامات المستقبلية طويلة الأجل مقابل مزايا الضمان الاجتماعي.[1]

وتعتمد درجة المخاطرة أساسا على عوامل الخطر المولدة لها، مثل التغير في اتجاهات * أسعار الفائدة، وأسعار الصرف (مخاطر السوق)، ومخاطر إعادة التمويل [2]، فضلا عن المخاطر التشغيلية المتعلقة بإدارة الدين العام.

2/- أنواع المخاطر المتعلقة بإدارة الدين العام: توجد أنواع مختلفة للمخاطر ومن الممكن تقسيمها إلى الفئات التالية:

2-1/- مخاطر السوق(Market Risk): تتصل المخاطر الرئيسية التي تواجه محفظة إدارة الدين العام بمخاطر السوق*، والتي تشير إلى المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار السوق، مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف أو أسعار المواد الأولية التي قد تؤثر على قدرة الحكومة على خدمة ديونها [3]،(مثل النفط بالنسبة للدول النفطية) ويمكن تعريف مخاطر السوق باعتبارها : إمكانية رد الفعل السلبي لقيمة الحالية الصافية للمحفظة الدين العام بفعل تقلب متغيرات الاقتصاد الكلي التي تحدد سعر الأدوات التي تؤلف المحفظة،[4] إذن تتمثل مخاطر السوق في خطر زيادة تكلفة الدين من جراء:

2-1-1/- مخاطر أسعار الفائدة (Interest Rate Risk): والتي تتجسد في حساسية تكاليف التمويل التي تتميز بالحساسية لارتفاع أسعار الفائدة عند نسب متفاوتة نتيجة إعادة ضبطها / أو تثبيت أسعار الفائدة للديون عند القيام بإعادة التمويل.

فمخاطر أسعار الفائدة تشير إلى خطر زيادة تكلفة الدين التي تنشأ عن التغيُّر في أسعار الفائدة، ففي حالتي الدين بالعملة المحلية والأجنبية، تؤثِّر تغيرات أسعار الفائدة على تكاليف خدمة الدين على الإصدارات الجديدة عند إعادة تمويل الدين بسعر فائدة ثابت، وعلى الديون الحالية والجديدة ذات سعر فائدة متغيِّر في تواريخ إعادة تحديد السعر.[5]

---

[1] International monetary fund .public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit. P:152.

*الاتجاهات: التركيز الرئيسي يكون حول خطر النزول والتغيرات السلبية والعكسية.

[2] Imf And World Bank . Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit. P : 10.

*مخاطر السوق هي دالة في تقلب العوامل الكامنة (عناصر الخطر = تقلب سعر الصرف والفائدة)

[3] Enrique cosio-pascal. Audit of public debt.the debt office functions.op.cit,P:67.

[4] international organization of supreme audit institutions. Debt indicators. Op .cit.P :23.

[5] Jeffrey d. Lewis (world bank) and josé viñals (imf). Op .cit., P: 18

إذن مخاطر أسعار الفائدة هي مخاطر مصاحبة لكل إصدار جديد، [1] كذلك تجدر الإشارة إلى أن الدين قصير الأجل أو ذا سعر فائدة متغير عادة ما يتضمن على درجة أكبر من المخاطر من الدين الطويل الأجل أو ذا سعر فائدة ثابت، وتتمثل مؤشرات قياس درجة مخاطرة أسعار الفائدة في : مدة الأجل ومتوسط الوقت حتى إعادة تحديد السعر، ونسبة الدين ذا السعر المتغير إلى إجمالي الدين.

2-1-2/- مخاطر أسعار الصرف (Exchange Rate Risk): تشير مخاطر أسعار الصرف إلى خطر زيادة تكلفة الدين التي تنشأ عن التغيُّر في أسعار الصرف، فالدين بالعملات الأجنبية أو المربوط بها يضفي صفة التقلُّب على تكاليف خدمة الدين إذا تم قياسها بالعملة المحلية وذلك من جراء التغيرات في أسعار الصرف، وتتمثل مؤشرات قياس درجة مخاطرة أسعار الصرف في: نسبة الدين بالعملة الأجنبية إلى إجمالي الدين العام*، ونسبة الدين الخارجي القصير الأجل إلى الاحتياطيات المالية الدولية. [2]

إذن، يجب أن يسعى مديري الدين العام على نحو فعال ليستفيدوا من التغيرات المتوقعة في أسعار الفائدة وأسعار الصرف، ويجب أن يدركوا المخاطر التي تنطوي عليها إدارة الدين العام.

2-2/- مخاطر إعادة تمويل الدين (Refinancing Risk): مخاطر إعادة التمويل وإن كانت محددة باحتمال عدم التمكن من إعادة تمويل الديون عند أجل الاستحقاق، أو الاضطرار إلى إعادة تمويل الدين بأسعار فائدة أعلى (بما في ذلك التغير في هوامش الائتمان)، فإنه يمكن اعتبارها نوعا من أنواع مخاطر السوق، ولكن مخاطر إعادة التمويل كثيرا ما تعامل بصورة مستقلة لأن عدم القدرة على إعادة تمويل الدين أو الزيادة الكبيرة غير العادية في تكلفة الدين العام، أو كليهما قد يتسببان في أزمة ديون أو يؤديان إلى تفاقم تلك الأزمة،[3] وتتمثل مؤشرات قياس درجة مخاطرة إعادة تمويل الدين في: ملاحظة ملف الاسترداد للأوراق المالية للديون غير المسددة، ملاحظة حصة الديون المستحقة خلال فترة معينة، نسبة الديون المستحقة على عائدات الضرائب، متوسط مدة الاستحقاق، وتشمل مخاطر إعادة تمويل الدين ما يلي:

2-2-1/- مخاطر التمديد (Rollover Risk): مخاطر التمديد هي مخاطر الديون المستحقة التي سيتم إرجاء سدادها بتكلفة مرتفعة بشكل غير عادي، أو (في الحالات القصوى) التي لا يمكن تمديدها/ تجديد الاكتتاب (rolled over) فيها على الإطلاق.[4]

---

[1] hm-treasury.debt and reserves management report 2014-15. March 2014.in link:
Debt and Reserves Management Report 2014-15

* يمكن تقسيمها حسب تحديد العملة (خطر سعر صرف الدولار وخطر سعر صرف اليورو ... الخ)

[2] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit., P: 18

[3] J Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit., P: 18.

[4] Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt.The Debt Office Functions.op.cit,P:67.

2-2-2/- مخاطر السيولة (Liquidity Risk): تشير مخاطر السيولة (في سياق إدارة الدين) إلى الوضع الذي يتناقص فيه بسرعة حجم الأصول السائلة بسبب الالتزام بتدفقات نقدية غير متوقعة و/أو الصعوبات المحتملة في تأمين السيولة من خلال الاقتراض في فترة زمنية قصيرة،[1] بعبارة أخرى، مخاطر السيولة تتمثل في خطر عدم قدرة الحكومة على اقتراض حجم التمويل المطلوب من السوق المالي عند نقطة معينة من الزمن.[2]

2-2-3/- مخاطر الائتمان (Credit Risk): مخاطر الائتمان هي عبارة عن الخسارة المحتملة الخاصة بعدم تنفيذ طرف من أطراف عملية مالية أحد شروط أو أحكام هذه العملية،[3] مثال ذلك: عدم أداء المقترضين لمستحقات قروضهم أو الأصول المالية الأخرى، أو عدم أداء الطرف الآخر لالتزاماته في العقود المالية.[4]

2-2-4/- خطر التخلف عن السداد (The risk of default): بالنظر إلى أزمات الديون العامة الناجمة عن تراجع النمو الاقتصادي أو حدوث تغيير مفاجئ في درجة ثقة المستثمرين يجعلنا نصنف خطر التخلف عن السداد بأنه أهم نوع من أنواع مخاطر إدارة الدين العام.[5]

2-3/- المخاطر التشغيلية (Operational Risk): وتتمثل في المخاطر الرئيسية التالية:

2-3-1/- مخاطر التنفيذ: تتجسد مخاطر التنفيذ في خطر عدم قدرة الحكومة على بيع المبلغ المعروض من الديون عند نقطة معينة من الزمن، سواء بشكل كامل أو بسعر منخفض عن سعر السوق.[6]

2-3-2/- مخاطر التسوية (Settlement Risk): تشير مخاطر التسوية إلى الخسارة المحتملة عندما يتخلف الطرف الآخر عن تسليم ورقة مالية كما هو متفق عليه في العقد، بعد أن يكون البلد (الطرف الآخر) قد دفع المبلغ بالفعل وفقا للاتفاق.[7]

2-3-3/- المخاطر التي تنشأ عن استخدام المشتقات: عندما تُستخدَم المشتقات في إدارة مخاطر حافظة الدين، يجب على القائمين على إدارة الدين أن يكونوا على دراية بالتكاليف المالية وسيناريوهات الاسترداد التي قد تنشأ عن ذلك، وأيضا بالعواقب المحتملة لعقود المشتقات(مثلا في حالة خفض التصنيف الائتماني للطرف الآخر في السوق.) حيث يجب أن يضطلع القائمون على إدارة الدين والسيولة بتقييم مخاطر الائتمان

[1] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit.P:19-18.
[2] hm-treasury. Op .cit. in link : Debt and Reserves Management Report 2014-15
[3] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op .cit. P :26.
[4] Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt.The Debt Office Functions.op.cit,P:67.
[5] Alessandro Missale.Op .cit.P :165.
[6] hm-treasury. . Op .cit. in link : Debt and Reserves Management Report 2014-15
[7] Jeffrey d. Lewis (world bank) and josé viñals (imf). Op .cit, P:19.

وإدارتها، وينبغي التحكم في مخاطر التسوية من خلال التوثيق الواضح لإجراءات التسوية والمسؤوليات، ووضع حدود، إذا اقتضت الضرورة، لحجم المدفوعات التي تتدفق من خلال أي بنك للتسوية.[1]

2-3-4/- مخاطر السمعة (Reputation Risk) تتعلق مخاطرة السمعة بالخسارة التي قد تنجم عن عدم إمكانية عدم التمويل من جراء سوء سمعة المُصدر لعدم دفع الأقساط المنصوص عليها في العقد أو نتيجة لسوء الوضع المالي.[2]

فإذا انتشرت في السوق المالية معلومة أن الحكومة لديها قابلية للتأثر للصدمات، فإن الفاعلين الاقتصاديين الخواص سيروا من المناسب تغيير محفظة استثماراتهم، أو أن يطالبوا بزيادة علاوة الخطر عن طريق رفع تكلفة تمويل الحكومة .

➢ وتشمل المخاطر التشغيلية أيضا مجموعة من المخاطر الأخرى منها:[3]

- أخطاء المعاملات في مختلف مراحل تنفيذ المعاملات وقيدها؛
- جوانب النقص أو التقصير في ضوابط الرقابة الداخلية، أو في النظم والخدمات؛
- المخاطر القانونية؛ أو نقض السرية؛
- الكوارث الطبيعية التي تؤثر على قدرة القائم على إدارة الدين على متابعة الأنشطة الاقتصادية اللازمة لتحقيق أهداف إدارة الدين.

2-4/- قابلية (أو حساسية) التعرض للمخاطر (Risk Vulnerability): توجد مخاطر مالية أخرى تعرض الموارد المالية العامة لمخاطر تتجاوز تلك التي يمكن رصدها في إطار تحليل حافظة الدين العام المذكور آنفا، هذه المخاطر تنتج عن فروق محتملة بين نتائج المالية العامة الفعلية والمتوقعة (مثل: التغير في موازين المالية العامة، التغير في حصة الدين المحلي على المدى القصير، والتغير في مستويات الدين)، ويمكن أن تحدث هذه الانحرافات مثلا، لأن الميزانيات العامة تقوم على افتراضات قد لا تتحقق في نهاية الأمر، أو لأن هناك عمليات أُجريت في البداية خارج نطاق الميزانية العامة[4].

كخلاصة لما سبق يمكن القول ان فهم أعمق لمخاطر المالية العامة وكيفية إدارتها يعد مطلبا جوهريا لأجل تجنب حدوث زيادات كبيرة وغير متوقعة في الدين العام قد تضع الوضعية المالية للدولة على مسار غير مستدامة ماليا[5].

---

[1] idem. P:16.
[2] international organization of supreme audit institutions. Debt indicators. Op .cit. P :27.
[3] jeffrey d. Lewis (world bank) and josé viñals (imf). Op .cit, P:19.
[4] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit. P.:152
[5] Benedict Clements, Xavier Debrun, Brian Olden, and Amanda Sayegh. Op .cit.P:48.

3/- وكالات التصنيف(Rating Agencies): وكالات التصنيف هي هيئات تقوم بتلخيص كثير من المعلومات المتوفرة عن دولة ما وتحدد المعايير والمستويات لمختلف المؤشرات التي تم تحليلها، فوكالات التصنيف هي مؤسسات خاصة تقوم بتقييم الدولة – من مختلف الزوايا السياسية والاقتصادية والاجتماعية– و تصنيفها من أجل أن تستعمل كأداة لاتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار، وتتيح معلومات لأجل تخفيض خطر الاستثمار في الأصول المالية لشتى المُقرضين، سواء كانوا دولاً أو ولايات وشركات تملكها الدولة أو مؤسسات خاصة.[1]

بعبارة أخرى فإن هذه الوكالات تقوم بتصنيف قدرة مصدر الدين السيادي، ورغبته في سداد الدين الذي أصدره، عن طريق الأقساط الدورية الخاصة بأصل القرض والفوائد المترتبة عنه، مما يوجّه المستثمرين نحو اتخاذ القرارات المناسبة في مجال الاستثمار.

وتشدد الوكالات في تصنيفها على الأوضاع المحتملة في السياسات المالية والنقدية، والمستويات والنزاعات الناتجة عن الموازين المالية العمومية للحكومة، وحجم دين القطاع العام والتضخم، ويتم تحليل هذه المؤشرات المالية والنقدية في ضوء استقرار سير السياسة وهيكل الاقتصاد والإيرادات، وتستند معايير التصنيف المستعملة إلى ناحيتين أساسيتين.

أولاً: أن الدولة قد لا تسدد التزاماتها من جراء الاحتياج المستمر إلى توفير العملة ويتسبب في ذلك عادة عوامل ذات طابع سياسي واقتصادي.

ثانياً : أن الدولة قد لا تسدد التزاماتها بشأن الديون الخارجية من جراء مشكلة السيولة القصيرة الأجل.

إضافة إلى ما سبق ذكره هناك تحليل العوامل المالية الخارجية التي تستطيع عرقلة وصول الحكومة إلى العملات الأجنبية المطلوبة لتوفير الخدمة المناسبة لالتزاماتها بالعملة الأجنبية.

وختاماً تعكس وكالات التصنيف الإدراك الشامل للوضع المالي في الدولة، حيث تمثل المعلومات المنشورة من مؤسسات التصنيفات، إشارات للمستثمرين بخصوص ضمان سداد وثائق الدين الصادرة عن كل دولة، مما يؤثر على سلوك الطلب في أسواق الأوراق المالية للدول.

[1] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op .cit. P :30-31.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال الفصل الأول نستنتج انه لا يمكن ترك عملية اللجوء إلى الدين العام لتغطية الاحتياجات التمويلية الحكومية بدون ضوابط، حيث يجب مراقبة مستوى الدين العام وأعبائه، بحيث يتأكد صانع السياسات الاقتصادية من أن مستوى الدين في الحدود التي تعظم الاستفادة منه ومن آثاره الايجابية، حيث يرى العديد من الاقتصاديين أن وضع حدا آمنا للدين العام أمر حتميا، يجنب مختلف دول العالم الوقوع في أزمات مالية متعاقبة بسبب الدين العام.

في هذا الصدد، اختلفت المفاهيم الخاصة بذلك الحد، فالبعض يطلق عليه سقف الدين العام، والآخر يطلق عليه الحجم الأمثل للدين العام، والبعض الآخر يطلق عليه الحد الآمن، وإن كان غالبية الاقتصاديين يرى أن تستند إستراتيجية إدارة الدين العام إلى ما يعرف **بالاستدامة المالية**.

تمهيد:

من بين القضايا التي أصبحت أكثر إثارة للجدل حول مشكلة الديون هي مسألة الاستدامة المالية، أو استدامة الدين العام للدولة والتحديات المستقبلية التي يمكن أن تواجهها المالية العامة للدول المدينة نتيجة تصاعد مستويات الدين العام، ذلك أن إفراط الحكومات في الإنفاق العام في ظل محدودية الإيرادات المالية سيسب نمو في مستويات الدين العام في الوقت الحالي، ما سيمثل عبئا على المالية العامة للدولة في المستقبل، ومن ثم ستتحمل الأجيال القادمة الجانب الأكبر من أعبائه، ما يؤثر سلبا في مستويات رفاهيتهم الاقتصادية نتيجة تحمل أعباء لم يستفيدوا منها ولم يشاركوا في اتخاذ القرارات الخاصة بها أساسا، وذلك حينما تذهب منفعة هذه الأموال المستدانة بالكامل إلى الجيل الحالي.

يتناول هذا الفصل في المبحث الأول الإطار النظري لمفهوم الاستدامة المالية وأبعاده المتعددة: الملاءة، استقرار النمو والضرائب و الإنصاف بين الأجيال، بينما يتطرق في المبحث الثاني إلى أطر تحليل الاستدامة المالية وأهدافها ومرتكزاتها، أما المبحث الأخير فيبين كيفية بناء تحليل الاستدامة المالية من خلال التطرق لكيفية احتساب مؤشرات تدرس سلوك الدين العام وتقيِّم استدامته، و تقيس خطر تدهوره من جراء الظروف الحالية، وكذا قدرة الحكومة المالية على مواجهة أحداث طارئة في المستقبل، إضافة إلى المؤشرات المالية التي تظهر المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها الاستدامة المالية.

المبحث الأول: الاستدامة المالية، المفهوم والأبعاد.

الاستدامة هو مفهوم أُقترن في أغلب الأبحاث بموضوع التنمية المستدامة أين تم تناولها بشكل واسع بداية من عام 1978م، وذلك مع صدور تقرير لجنة (Brundtland)*والمتضمن تعريف التنمية المستدامة– التنمية التي تلبي احتياجات الأجيال الحالية دون المساس بقدرة الأجيال المقبلة على تلبية احتياجاتهم– أين تم التركيز على أبعاد التنمية الثلاث: البعد الاقتصادي والبعد الاجتماعي والبعد البيئي.

أما في الجانب المالي فظهور مفهوم الاستدامة المالية كان في منتصف الثمانينات من القرن الماضي، أين رافق ذلك اختلالات شديدة في الأوضاع المالية في العديد من دول العالم، أما حاليا ففي ظل الاضطرابات التي أصابت الأنظمة المالية الدولية بعد الأزمة المالية العالمية 2008، وأزمات الديون السيادية المختلفة، اكتسب مفهوم الاستدامة المالية أكثر أهمية وبروزا كأحد أهم القضايا الاقتصادية الرئيسية خاصة بالنظر للتحديات التي تواجهها مختلف الدول نتيجة تصاعد مختلف مستويات العجز المنشئ للدين الناتج عن الإفراط في الإنفاق العمومي، الأمر الذي قد يمس بمستوى رفاهية الأجيال القادمة ويحملهم أعباء مالية ناتجة عن قرارات ولم يشاركوا في اتخاذها ولم يستفيدوا منها.

I: المفهوم العام للاستدامة المالية: بادئ ذي بدء، لا يوجد مفهوم متفق عليه للاستدامة المالية بالنسبة لجميع الدول، لكن يمكن أن نوجز مجموعة التعاريف التالية:

التعريف 1/– الاستدامة المالية: هي قدرة السلطات المالية على توفير المال العام بصورة دائمة ومستمرة، وعلى نحو واف تستطيع من خلاله الحكومة المضي قدماً في الإنفاق على الخدمات العامة والإيفاء بالتزاماتها المالية، [1] فالتوازن بين الإيرادات

*Gro Harlem Brundtland.Rapport Brundtland: Notre avenir à tous- Avant-propos .P :14. disponible sur le lien suivant:
http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/sites/odyssee-developpement-durable/files/5/rapport_brundtland.pdf

[1] مجلس دبي الاقتصادي، إدارة الدين العام والاستدامة المالية، جريدة البيان، 2013/08/25، متوفر على الرابط التالي:
http://www.albayan.ae/economy/last-deal/2013-08-25-1.1947132

والنفقات على مختلف الالتزامات المالية العمومية على الخدمات * المقدمة للمجتمع، يعد أمراً ضروريا، لاسيما حينما تكون مخاطر التعرض إلى الصدمات (سواء الداخلية أو الخارجية) عالية والتي قد تفضي إلى اللجوء أكثر للاقتراض وزيادة مستويات من الدين العام غير قابلة للاستدامة.

التعريف 2/- الاستدامة المالية: هي الحالة المالية التي تكون فيها الدولة قادرة على الاستمرار في سياسات الإنفاق العام، وسياسات الإيرادات الحالية على المدى الطويل دون خفض ملاءتها المالية أو التعرض لمخاطر الإفلاس، أو عدم الوفاء بالتزاماتها المالية المستقبلية.[1]

إذن فالاستدامة المالية لا تتوقف عند قدرة الدولة على الوفاء بالالتزامات المالية فقط، وإنما تتجسد أيضا من خلال القدرة على الحفاظ على حالة الاستقرار الكفء للاقتصاد، بعيدا عن الأزمات، والتقلبات والاضطرابات المالية، والاقتصادية المختلفة.

التعريف 3/- الاستدامة المالية: الاستدامة المالية هي انعكاس للآثار المستقبلية للسياسات المالية الحالية على الاقتصاد، [2]فالاستدامة المالية هي سمة أساسية لسياسات الاقتصاد الكلي السليمة.[3]

فللاستدامة المالية إذن هي مقياس لتقييم الآثار الاجتماعية والسياسية والمالية للسياسات المالية الحالية والمستقبلية ، ووفق هذا المفهوم للاستدامة المالية فإن الحكومات مسؤولة عن كل الآثار السلبية المستقبلية للسياسات المالية المنتهجة حاليا من طرفها.

* نقصد بالخدمات الحكومية : الإدارة العامة، والدفاع، والتهيئة العمرانية والخدمات الصحية والتربوية والتعليم العالي، والنشاطات الثقافية وخدمات التكافل الاجتماعي والتغطية المالية الموجهة للطبقات الهشة من المجتمع وغيرها من الالتزامات المالية الحكومية للمجتمع.

[1]سعود بن هاشم جليدان، الاستدامة المالية للمملكة، 2013/11/03، ص1، متوفر على الرابط :(تاريخ الإطلاع:2015/01/12. 13:11)

http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2013/11/03/.html

[2]The Department of Local Government; Financial Management (Sustainability) Guideline 2013; Version 1; June, 2013, Queensland Government; P:6.

3 Charles Wyplosz. Debt Sustainability Assessment: The IMF Approach and Alternatives. Graduate Institute of International Studies. HEI Working Paper No: 03/2007. GENEVA. P:03.

التعريف 4/- حسب دليل شفافية المالية العامة: "تعتبر أي مجموعة من السياسات المالية مستدامة إذا كانت الجهة المقترضة قادرة على خدمة دينها دون إدخال أي تعديل كبير غير متوقع في التوازن بين الدخل والإنفاق" [1] فتحقيق الاستدامة المالية هو أحد الأهداف الرئيسية التي يتم الاسترشاد بها، لرسم السياسة المالية العامة للدولة وإعداد ميزانيتها العامة، رغم اتصافها بمبدأ السنوية في إعدادها، إلا أنه من الواجب عند وضع الميزانية العامة مراعاة الأهداف العامة للسياسة المالية العامة واستدامتها على المدى الطويل.[2]

إذن، فلعتبار السياسة المالية العامة مستدامة يتوقف على حجم تدفق الإيرادات العامة المستقبلية للدولة، وحجم إنفاقها العام،حيث يتميز كلاهما بدرجة عالية من عدم اليقين خاصة في الدول التي تعتمد في إعداد ميزانيتها العامة على العوائد المالية المتأتية من استغلال الموارد الطبيعية (كالجزائر)،كون إيرادات الموارد الطبيعية كالنفط والغاز تتصف بالتذبذب والتقلب في أسعارها، وعدم اليقين بسبب مميزات سوقها العالمي، إضافة إلى أن الأصل المشتقة منها ناضب أوغير متجدد . (وهو ما يوضحه التعريف اللاحق للاستدامة المالية)

التعريف 5/-الاستدامة المالية في الدول المصدرة للنفط : يمكن أن نعرفها على أنها: "قدرة الحكومة على ضمان نفس القدر من الخدمات العامة، أو توفير نفس مستوى الإنفاق العام الحالي، في فترة ما بعد نضوب النفط، دون اللجوء إلى التمويل بالعجز للإنفاق العام "[3].

فمشكلة تحقيق الاستدامة المالية تكون خاصة بشدة في البلدان الغنية بالموارد الطاقوية، لأن تدفق العائدات الضخم الناتج عن تصدير الموارد الطاقوية، يمكن أن يؤدي إلى المزيد من الاعتماد على مصدر عالي التقلب للدخل، مما قد يخلق مشكلتين:[4]

- الإشكال الأول: تقلب مستويات الدخل.

[1] International monetary fund. Manual on fiscal transparency, op.cit.p :127.

[2] فتحي خن، إدارة العوائد البترولية بما يحقق استدامة المالية العامة في الجزائر، مرجع سابق، ص:3.

[3] Sturm.M&Gurtner.F& Gonzalez .J, Fiscal policy challenges in oil-exporting countries a review of key issues (Occasional paper series 104).Frankfurt/Main: ECB.2009. P: 18.

[4] Aslanli, K., Fiscal sustainability and the State Oil Fund in Azerbaijan, Journal of Eurasian Studies.2015. P:2.

- الإشكال الثاني: اضطرابات في سعر الصرف جراء تدفق عائدات الموارد الطبيعية.

لذلك ، قد يؤدي ارتفاع نسبة الإنفاق العام بالاعتماد على عائدات تصدير الموارد الطاقوية، إلى تحويل التقلبات الحاصلة في العوائد النفطية، الناجمة عن تذبذب أسعارها في السوق العالمية، إلى تقلبات شديدة في الإنفاق العام ممكن أن تؤدي إلى انعكاسات خطيرة على الاقتصاد الوطني.

فإذا كانت عوائد الموارد الطاقوية ذا طبيعة شديدة التقلب، سيترجم ذلك من خلال درجة عالية للتقلب في مستويات الإنفاق، وما يتبع ذلك من تقلبات مرتبطة بمعدلات التبادل الحقيقي في الاقتصاد ، وهذا ما يجعل السياسة المالية للدول المصدرة للموارد الطاقوية عالية التقلب، ولا تتصف بالاستقرار.[1]

- من خلال التعاريف السابقة، يمكن أن نعرّف الاستدامة المالية بأنها " قدرة الحكومة على إدارة مواردها المالية، بالشكل الذي يمكنها من تلبية نفقاتها العامة، والوفاء بالتزاماتها سواء الآن أو في المستقبل، بحيث تضمن للأجيال القادمة من دافعي الضرائب أن لا يواجهوا أعباء مالية لا يمكن تحملها، ناتجة عن الخدمات العمومية المقدمة للأجيال الحالية، من جهة، إضافة إلى قدرتها على إدارة مواردها المالية بما يضمن الإنصاف بين الأجيال في توزيع المزايا المالية، من جهة أخرى".[2]

هذا المفهوم متوافق بشكل كبير مع ما نص عليه تقرير لجنة (Brundtland) في تعريف التنمية المستدامة[3] – التنمية التي تلبي احتياجات الأجيال الحالية دون المساس بقدرة الأجيال المقبلة على تلبية احتياجاتهم– ذلك أن إفراط الدول في الإنفاق العام الذي يسبب النمو في الدين العام في الوقت الحالي، سيمثل عبئا على المالية العامة للدولة في المستقبل، ومن ثم ستتحمل الأجيال القادمة الجانب الأكبر من أعبائه، ما يؤثر سلبا في مستويات رفاهيتهم نتيجة تحمل أعباء لم يشاركوا في اتخاذ القرارات

[1] Van Wijnbergen.S&Budina.N. Fiscal sustainability, volatility and oil wealth: a stochastic analysis of fiscal spending rules.Tinbergen Institute Discussion Paper.Netherlands. April 2011.P:27.

[2] فتحي خن، إدارة العوائد البترولية بما يحقق استدامة المالية العامة في الجزائر، مرجع سابق، ص:4.

[3] Gro Harlem Brundtland. Op.cit.P :14. disponible sur le lien suivant: http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/sites/odyssee-developpement-durable/files/5/rapport_brundtland.pdf

الخاصة بها، بل ربما لم يستفيدوا منها أساسا، وذلك حينما تذهب منفعة هذه الديون بالكامل إلى الجيل الحالي.

إذن من خلال ما سبق نستنتج أن الاستدامة المالية تتجسد في تحقيق الأهداف التالية:

- **زيادة الكفاءة في التمويل العام:** أي ضمان تلبية الاحتياجات التمويلية الاجمالية (GFN*) للحكومة *، وسداد التزاماتها، بأقل تكلفة ممكنة، على المدى المتوسط والبعيد، وبدرجة مخاطرة ملائمة، وفي الوقت المناسب؛
- **الاستمرارية في سياسات النفقات والإيرادات الحالية:** أي تعزيز قدرة الحكومة على الاستمرار في سياسات النفقات والإيرادات الحالية، على نحو يضمن عدم اضطرارها للتوقف عن خدمة ديونها، والتعرض لمخاطر التخلف عن السداد؛
- **تحقيق الرفاهية الاجتماعية:** عدم الاستدامة المالية يضعف قدرة الدول على تقديم نفس المستوى من خدمات عامة في المستقبل، مثال ذلك، الاستدامة المالية في منطقة OECD تمتاز بمنظور بعيد المدى يهدف للاستعداد للمستقبل من خلال توعية القطاعات الحكومات إلى ضرورة العمل العقلاني للحفاظ على الرفاه الاقتصادي للأجيال القادمة[1].
- **تجسيد مبدأ الإنصاف بين الأجيال في الأعباء والعوائد المالية:** أي عدم تحميل الأجيال المستقبلية أعباء مالية، ناتجة عن قرارات آنية، لم يشاركوا في اتخاذها، و يمكن أنهم يستفيدوا منها.

---

*GFN:Gross Financing Needs

* الاحتياجات التمويل الإجمالية هي مقدار التمويل اللازم لتغطية العجز بالإضافة إلى إطفاء الديون، والتي تمثل الدفعات الأساسية المقبلة والمستحقة على الديون متوسطة وطويلة الأجل خلال السنة بالإضافة إلى الديون قصيرة الأجل المقبلة والمستحقة (استحقاق 1 سنة أوأقل)

احتياجات التمويل الإجمالية = العجز الأولي + خدمة الدين(GFN = Primary Deficit + Debt Service)

خدمة الدين= الفائدة الدين + أقساط سداد خدمة الدين(DS = Interest + Amortization Debt Service)

[1]Allen Schick. Sustainable Budget Policy: Concepts and Approaches. OECD JOURNAL ON BUDGETING. Volume 5 – No. 1.OECD 2005. P:109.

إذن، فيجب عند السعي لتحقيق الاستدامة المالية، مراعاة ضمان الإنصاف بين الأجيال، لأن، "إذا تم استبدال عائدات النفط بعائدات ضريبية، هذا من شأنه ضمان الاستدامة المالية، لكن ليس بالضرورة يحقق المساواة بين الأجيال.[1]

II: علاقة إدارة الدين العام بتحقيق الاستدامة المالية.

ترتكز إدارة الدين العام على مفهوم الاستدامة المالية، وعادة ما ينظر للدين العام من هذا المنظور، فاستدامة الدين العام و استدامة المالية العامة للدولة هما وجهين لعملة واحدة، لأن سياسات الإنفاق والاستدانة التي تطبقها الدولة لا بد أن تصاغ على النحو الذي يضمن عدم اضطرار الدولة إلى التوقف عن خدمة دينها أو إعلان تخلفها عن سداد ديونها، ويعني ذلك أن الدين العام المستدام هو الدين الذي تتمكن الدولة من خدمته على نحو مستمر ولا يؤدي إلى وقوع الدولة في مشكلة التعثر في سداد الديون.

حيث تتوقف استدامة الدين العام على القدرة على الحفاظ على حالة الاستقرار الكفء للاقتصاد بعيدا عن الأزمات المالية، مع مراعاة قاعدة : تعظيم منفعة الجيل الحالي دون الانتقاص من منفعة الأجيال في المستقبل،[2] فمفهوم الاستدامة المالية يرسم فكرة أنه : لا يمكن للدين العام ان ينمو باستمرار بما لا يتماشى مع تنامي الناتج المحلي الاجمالي، لأن هذا سيتطلب من الحكومات زيادة الضرائب باستمرار وخفض الإنفاق على السلع والخدمات،[3]وهذا ما ينافي مبدأ الإنصاف بين الأجيال في الأعباء والعوائد.

إذن مفهوم استدامة الدين العام يتجاوز فكرة غياب عدم القدرة على سداد الديون العامة، حيث تكمن استدامة الديون في القدرة على خدمة الدين دون الحاجة الى تعديلات كبيرة في الإيرادات و / أو النفقات العمومية فضلا عن عدم وجود تراكم متزايد في أعباء الدين العام .[4]**مثال :** في أغلب الحالات، عندما تعلن الحكومة عن عدم قدرتها على الوفاء بدفع التزامات دينها العام في الوقت المحدد، يجعلها ذلك تضطر لوضع

[1]OECD.Governance at a glance 2009. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.2009.P:86.

[2]عمرو محمد محمود سليمان، إدارة الدين العام : الانتقال من مفهوم الاستدامة المالية ومفهوم الاستدامة الاقتصادية، مصر،بدون سنة نشر، ص ص، 291-292.

[3]Yilmaz Akyüz. Debt Sustainability in Emerging Markets:A Critical Appraisal. Department of Economic and Social Affairs. November 2007.New York, N.Y. 10017, USA.P :1.

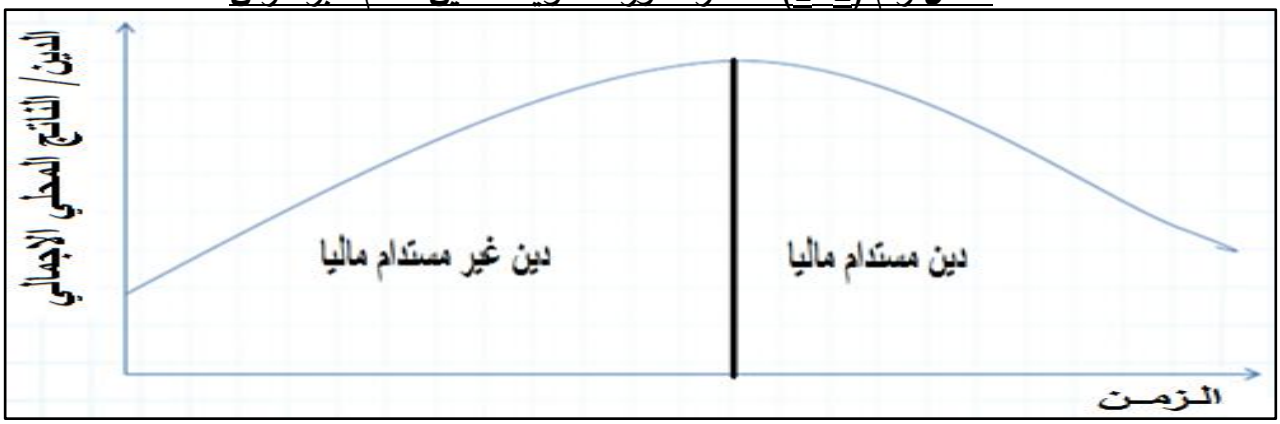
[4] Sebastian Becker, Public debt in 2020.A sustainability analysis for DM and EM economies, Deutsche Bank Research, March 24, 2010, Germany,P:1.

خطة لأجل تخفيض الإنفاق (تعديل في سياسة الإنفاق) بهدف خفض مستويات الدين العام.[1]

ف أن تكون مستداما ماليا، يعني أن مستويات الدين لا يمكنها أن تنمو بشكل أسرع من نمو الدخل و/أو أسرع من القدرة على تسديده، فالواقعية في التحليل تتجسد من خلال معرفة نسب الدين التي تتجسد فيها القدرة على الدفع، من أجل تفادي أزمة الديون، لذلك:

- **يعتبر الدين العام غير مستدام:** إذا كانت نسب الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي مرتفعة، أو في طريقها للارتفاع، لأنها مرتبطة بارتفاع مخاطر التخلف عن السداد، و احتمال إجراء تعديلات كبيرة على السياسة المالية بهدف الحفاظ على مستويات الدين العام.
- **يعتبر الدين العام مستداما:** إذا كانت نسب الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي هي إما مستقرة أو في انخفاض على المدى الطويل، لأن شرط الملاءة يتحقق تلقائيا، فالاستدامة تمر عبر مسار زمني من نسب الدين العام إلى (GDP) متجه باطراد إلى حالة من الانخفاض التدريجي في المستقبل،[2] كما هو مبين في الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-1): مسار تطور مستويات الدين العام عبر الزمن



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ما سبق.

كما هو موضح في الشكل أعلاه:

فإن ارتفاع مستويات الديون يفضي إلى وضع غير مستدام ماليا، يؤدي إلى انعكاسات سلبية نوجزها فيما يلي:

[1] Katarina Sehm Patomäki, op.cit.P:125.
[2] Charles Wyplosz. op.cit.P:06.

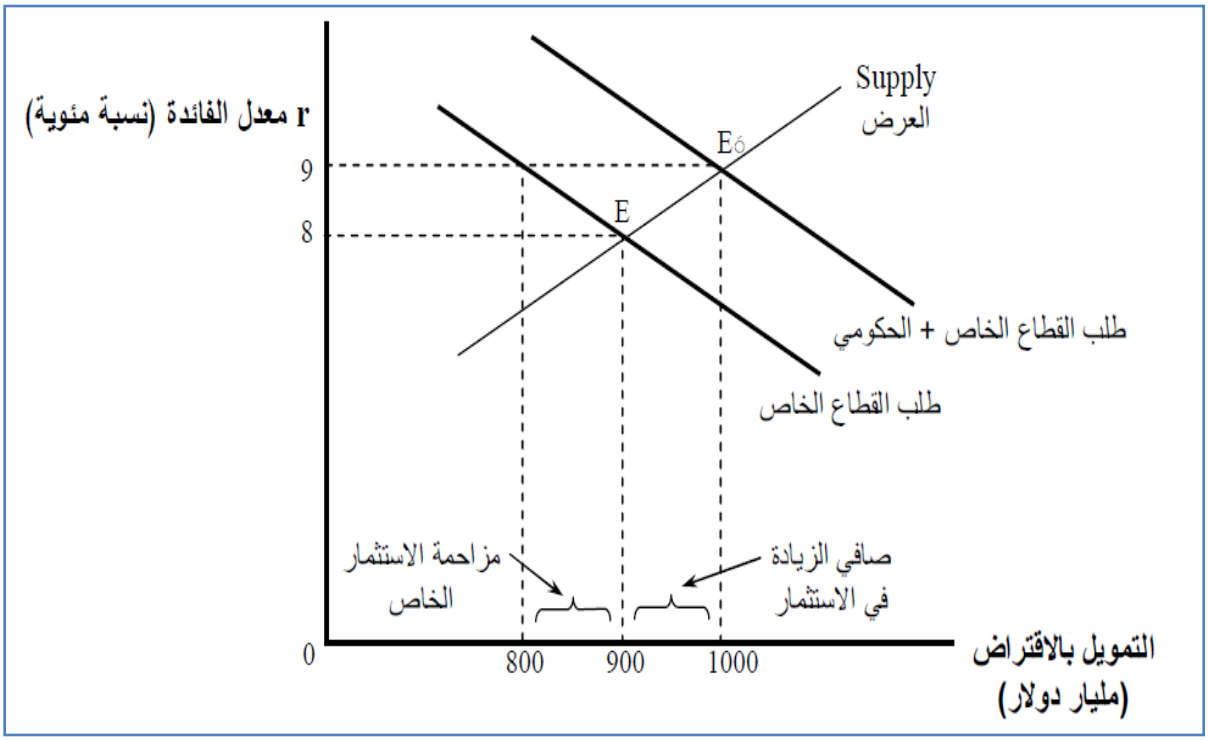
1. **زيادة احتمال إتباع التدابير والإجراءات التقشفية.**[1]

2. **فقدان المرونة في تنفيذ السياسة المالية:** حيث تتجسد الاستدامة المالية في قدرة بلد ما على تكييف سياسته المالية مع المتغيرات الكلية:

- إمكانية إعادة هيكلة الديون.
- تكثيف قيود حكومية على الإنفاق الاجتماعي.
- انخفاض قدرة البلاد على الصمود أمام الصدمات سواء كانت داخلية أو خارجية.
- ضعف درجة التصنيف الائتماني والاستثماري مما يزيد من تكاليف الاقتراض.

3. **مزاحمة الاستثمار الخاص (CROWDING-OUT) في سوق الإئتمان:** حيث أن اضطرار الحكومة إلى الاقتراض بصورة كبير من أسواق الإئتمان الداخلية نتيجة العجز في الميزانية العمومية سيؤدي إلى تحويل الأموال من يد القطاع الخاص إلى يد الحكومة، وهو ما يؤدي إلى خفض استثمارات القطاع الخاص نظير زيادة الإنفاق الحكومي، وهو ما يعرف في الاقتصاد بأثر المزاحمة، كما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل رقم (2-2): أثر المزاحمة



المصدر: هاشم محمد العركوب، إشكالية السياسات المالية العربية بين تطور الإنفاق الحكومي واحتواء الدين، حالة دراسية لبعض البلدان العربية (مصر، الأردن، تونس، المغرب)، للمدة (1990-2004)، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد: 5 / العدد: 13، 2009، العراق، ص:53.

[1] Richard Cassie. Analysing the Sustainability of Public Sector Debt in Trinidad and Tobago 45th Annual Monetary Studies Conference , Kingston, Jamaica, October 2013 .P:7.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنه: عندما تقترض الحكومة لتمويل العجز فإن الطلب على الائتمان يرتفع والنتيجة هي ارتفاع في معدلات الفائدة في السوق الائتمان وفي هذه الحالة ينخفض الطلب على الاستثمار للقطاع الخاص، وبالنتيجة فإن الاستثمار الخاص يكون مزاحَما من طرف الاقتراض الحكومي لتمويل العجز في الميزانية.

إذن، أثر المزاحمة يتمثل في انخفاض حجم الاستثمار الخاص بسبب ارتفاع معدلات الفائدة نتيجة لاقتراض الحكومة ، حيث يزداد تأثير المزاحمة إذا استجابة معدلات الفائدة لزيادة الطلب الحكومي للتمويل من خلال القروض، مما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الخاص نتيجة لارتفاع معدلات الفائدة ، أما إذا كان الطلب على القروض لأجل الاستثمار لا يستجيب للتغير في معدلات الفائدة فإن أثر المزاحمة سيكون محدودا.

4. **تفاقم عبء الدين(Debt Overhang)**:تفاقم عبء الدين هي الحالة التي يتجاوز فيه الدين العام قدرة الدولة على سداده مما يؤدي إلى ارتفاع العبء الضريبي لخدمة الدين العام المتراكم وهو ما يشكل عاملا مثبطا للاستثمار والاستهلاك الحاليين، وعائقا للنشاط الاقتصادي في المستقبل، أين ينعكس ذلك على:

- انخفاض معدلات النمو.
- انخفاض الإيرادات الحكومية.
- عدم كفاية أموال لتغطية النفقات الأولية، مع احتمال كبير لنشوء أزمة عدم القدرة على السداد.
- وغياب الاستدامة المالية نتيجة " وصول الالتزامات التعاقدية للدولة الى نسبة مفرطة من الدخل المحلي الإجمالي"، وذلك حين "يصبح الفرق واضح بين القدرات المالية لدافعي الضرائب والاستحقاقات المالية لأصحاب السندات الحكومية".[1]

إذن الجزء المتعلق بالماضي وذا الأهمية في عملية اتخاذ القرارات في المستقبل هو مستوى الدين العام، فمستوى الدين العام هو المتغير الرئيسي الذي يؤثر الأجيال القادمة، وهو العنصر الأساسي في تقييم الاستدامة المالية، حيث تلخِص حالة أو وضعية الدين العام عواقب الماضي على مستقبل المالية العامة في الدولة، فالهدف من

[1] Neck, R. and Sturm, J.-E. (eds.): Sustainability of public debt.VII, BOOK REVIEW. Springer-Verlag .31 January 2009.P:01.

وراء السعي نحو تحقيق الاستدامة المالية هو "ترك للأجيال القادمة نفس الخيارات المتاحة أمام الأجيال الحالية" فأجيال المستقبل قد ترغب في اتخاذ قرارات مالية واقتصادية مختلفة عن الأجيال الحالية.[1]

كما ترصد الاستدامة المالية أيضا واقع وجود قيود اجتماعية وسياسية على تعديل النفقات والإيرادات والتي تحدد مدى استعداد بلد ما للوفاء بالتزامات ديونه.[2]

إذن تتجسد استدامة المالية أيضا في قدرة الدولة المدينة على المواصلة في خدمة ديونها دون الاضطرار لإجراء تصحيح، أو تعديل كبير قد يكون صعب التنفيذ يمس سياسات تعبئة الإيرادات مثل زيادة العبء الضريبي، أو يمس سياسة الإنفاق العمومي والوضعية الاجتماعية مثل سياسة التقشف.

III: أبعاد الاستدامة المالية:

احتفظ مصطلح الاستدامة المالية ببعده الأصلي كمقياس للملاءة المالية للحكومة، ولكنه اكتسب مع تطور مفهوم الاستدامة المالية عدة أبعاد تتعلق بالحكومات التي لا تجد صعوبة في الوفاء بالتزاماتها الحالية، أين يركز تحليل استدامة المالية في أبعادها الأخرى على الظروف المالية التي قد تؤخر النمو الاقتصادي (retard economic growth)، وأسباب عدم استقرار الأعباء الضريبية، والتوجه نحو نقل أعباء الدين العام للأجيال القادمة من دافعي الضرائب وتحميلها تكاليف ضخمة في المستقبل، [3] تتجسد في زيادة الضرائب، وخفض الإعانات التي تقدمها الحكومة، وارتفاع معدلات التضخم، وزيادة مخاطر وقوع الأزمة المالية.

إضافة إلى البعد المتعلق بتجسيد مبدأ الإنصاف بين الأجيال، حيث تتلخص أبعاد الاستدامة المالية في الأربع أبعاد رئيسية التالية:

1/- **الملاءة الحكومية (solvency government)**:تتجسد في قدرة الحكومة على تمويل الالتزامات والديون الحالية و المحتملة في المستقبل،[4]فعدم توفر الملاءة المالية يمكن أن يخلق مشكل مالي في أي بلد يفرط في الاعتماد على الديون، و أضمن طريقة للحفاظ على الملاءة الحكومية هو توليد إيرادات ضريبية إضافية كافية لتغطية الزيادة المتوقعة في الإنفاق العام الدافع للنمو.[5]

[1] torben m. Andersen. Fiscal sustainability and fiscal policy targets. Economics working papers . July 2012. P:18.
[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit. P:147.
[3] Allen Schick. Op.cit.PP:109-110.
[4] OECD. Governance at a glance 2009. Op.cit.P:27.
[5] Allen Schick. Op .cit .P:111-113.

2/- استقرار الضرائب(stable taxes): تتجسد استقرار الضرائب في قدرة الحكومة على تمويل الالتزامات المستقبلية دون زيادة العبء الضريبي، وذلك من خلال تحقيق توازن الميزانية على المدى المتوسط الذي يمنح درجة معقولة من الاستقرار في العبء الضريبي الكلي الذي يمثل أحد المتطلبات الرئيسية لتحقيق الاستدامة المالية،[1]لذلك من توازن قدرة التحصيل الضريبية للحكومة، الآن وفي المستقبل.[2]

فالدارس للعلاقات المتبادلة بين مستويات الضرائب وحجم الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، يأخذ بعين الاعتبار احتمال أن الرفع في معدلات الضرائب قد يكون له أثر عكسي على حجم الوعاء التحصيل الضريبي، * وثم خفض حجم الإيرادات العمومية، مما يؤدي إلى ارتفاع حجم الاستعانة بالدين العام، وإبطاء معدلات النمو الاقتصادي مما يزيد في نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، مما قد يفضي الى وضع غير مستدامة ماليا.

إضافة إلى ذلك، مخاطر الرفع من الأعباء الضريبية في المستقبل لاستيعاب ضغوط الإنفاق قد يفضي إلى وضع مالي غير مستدام، لأن المسار المتوقع للإنفاق سيجبر الحكومة إما على ضرائب أعلى أو الاستعانة بدين أكبر في المستقبل.[3]مثال ذلك: فيدول منظمة التعاون الاقتصادي *OECD،الحفاظ علىحجم العبء الضريبي عند أو بالقرب من المستويات الحالية أصبح الهدف المهيمن للسياسة المالية.

3/- الإنصاف بين الأجيال(intergenerational fairness):يكمن مفهوم الإنصاف بين الأجيال في قدرة الحكومة على توفير المزايا المالية الصافية للأجيال القادمة بشكل لايقل عن المزايا المالية الصافية المقدمة للأجيال الحالية.

حيث توصف السياسة المالية بالمستدامة عندما تكون الأعباء الضريبية ومزايا الإنفاق منصفة ما بين الأجيال.

فتحقيق الاستدامة المالية يعزز العدالة في توزيع الموارد بين أجيال من جهة ويضمن للأجيال القادمة من دافعي الضرائب أن لا يواجهوا فاتورة لا يمكن السيطرة عليها (unmanageable) ناتجة عن الخدمات الحكومية المقدمة للجيل الحالي.[4]

وفق هذا المنظور، فإنه ليس من الإنصاف أن تتحمل الفوائد المالية للدين العام (الأعباء) فئة عمرية واحدة. [1]مثال ذلك : تقرير المالية العامة للمدى الطويل في بريطانيا

---

[1]Allen Schick. Op .cit. P:112.
[2] Charles Wyplosz. Op .cit .P:4
* الاقتصادي لافر(Laffer)، الإفراط في الضريبة يقتل الضريبة.(trop d'impôt tue l'impôt).
[3] Allen Schick.Op .cit. P:112.
*OECD:Organisation for Economic Co-operation and Development
[4] Local Government Assossiation LGA,'Financial Sustainability' Information Paper No 1 – Financial Sustainability-Revised January 2012.P: 2.

بريطانيا يعلن أن الهدف الأساسي للسياسة المالية هو: "ضمان أن الإنفاق والضرائب يؤثران بشكل منصف على الأجيال المتعاقبة"[2]

لكن في الواقع العملي، صناع السياسات المالية والميزانيات العامة يجدون صعوبة كبيرة في تجسيد العدالة بين المستفيدين ودافعي الضرائب في الجيل الحالي، هذا ما يجعل من الصعب التفكير في قضايا الإنصاف بين الأجيال (الإنصاف بين أولئك الذين ولدوا حديثا، وأولئك الذين هم في عمر الشيخوخة).

4/- استقرار النمو الاقتصادي (stable economic growth):يقصد باستقرار النمو الاقتصادي،قدرة الحكومة على استدامة النمو الاقتصادي على مدى فترة ممتدة،[3]فأفضل طريقة للحكومة لأجل تلبية الالتزامات المستقبلية، هو وجود اقتصاد قوي يُمِد الحكومة بإيرادات إضافية من عوائد النمو الاقتصادي.[4]

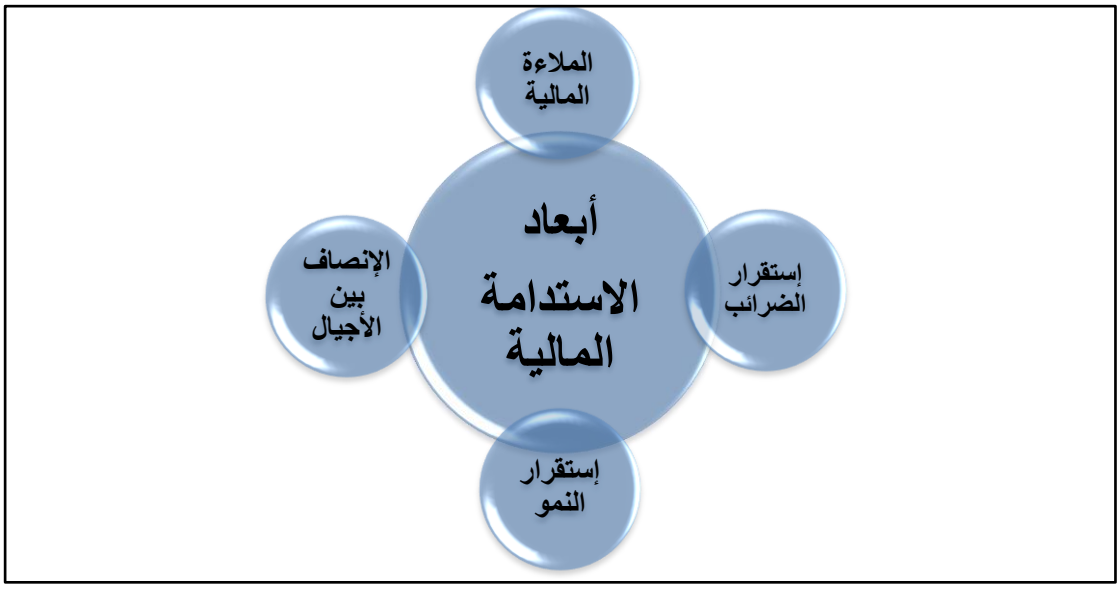
فالاستدامة المالية إذن تتلخص في الحالة التي يكون هناك دين عام مقبول يهدف إلى تغطية عجز مالي مطلوب من اجل تمويل نمو مستهدف ومرغوب، مثال ذلك: تحقيق النمو المستدام (Sustained growth) هو أحد البنود الرئيسية لمعاهدة الاستقرار والنمو للاتحاد الأوروبي (SGP*)التي تلزم دول منطقة اليورو أن تكون اختلالات الميزانية أقل من 3٪ من الناتج المحلي الإجمالي والدين الإجمالي أقل من 60٪، هذه الحدود وضعت كون أن نمو لن يكون مستداما إذا تجاوز العجز والدين العام هذه المعايير، لذلك فالمفهوم الموسع للاستدامة المالية يشمل فكرة أن الحكومات يجب أن تدير شؤونها المالية بحِكمة لضمان النمو في المستقبل.

تماشيا مع هذا المبدأ، الهدف المالي على المدى الطويل للحكومة البريطانية هو ضمان "استدامة المالية العامة بواسطة المساهمة في إيجاد بيئة مستقرة تعزز النمو الاقتصادي[5] "،وفيما يلي شكل تخطيط يمثل الأبعاد الأربع للاستدامة المالية:

---

[1] Allen Schick. Op .cit. P:113.
[2]H.M. Treasury, Long-term Public Finance Report: An Analysis of Fiscal Sustainability, H.M. Treasury, December 2004, London, P:4.
[3]OECD. Governance at a glance 2009.Op.cit.P:27.
[4] Allen Schick. Op .cit. P:111.
*SGP :Stability and Growth Pact
[5]H.M. Treasury, Op .cit. P:4.

الشكل رقم (2-3): أبعاد الاستدامة المالية

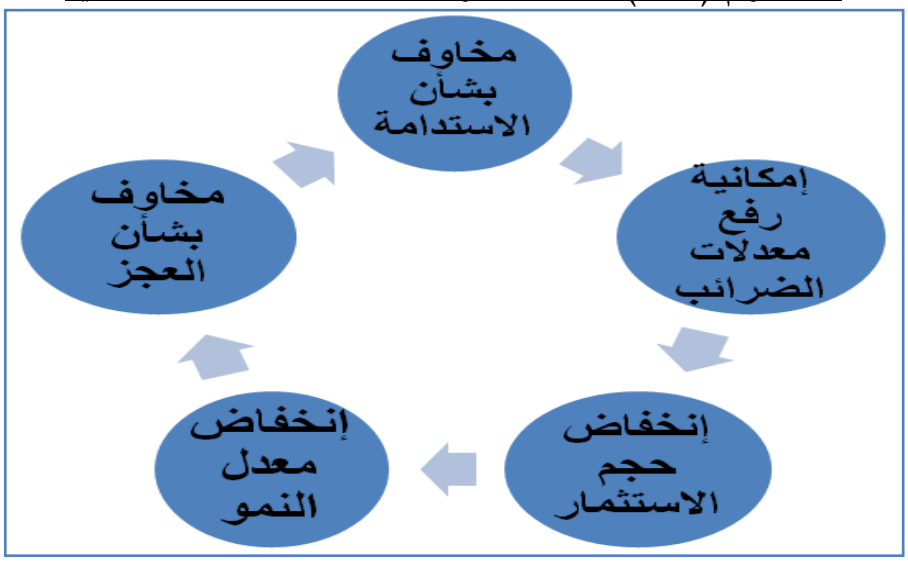


المصدر: من إعداد الباحث بناءا على ما سبق.

بالرغم من أن هذه الأبعاد الأربع للاستدامة المالية تظهر منفصلة لأجل التحليل، إلا أنه في الواقع تتداخل فيما بينها، ولكن من المفيد استخلاص آثارها عن طريق دراسة كل بعد على حِدا.[1]

مثال: يوضح هذا التمثيل التخطيطي أدناه حلقة مفرغة تبين مدى تداخل وتفاعل الأبعاد الأربعة للاستدامة المالية فيما بينها.

الشكل رقم (2-4): الحلقة المفرغة لتفاعل أبعاد الاستدامة المالية



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ما سبق.

[1] Allen Schick. Op .cit. P:110.

فإذا بدأنا الحلقة من المخاوف بشأن استدامة الدين العام، التي تتعلق بالتساؤل حول كيفية تمويل الحكومة لنفقاتها ما هي المصادر التي ستلجأ لها الحكومية لتغطية احتياجاتها التمويلية، والذي يبعث في المستثمرين التردد في الاستثمار في ظل هذه الظروف، بسبب إمكانية رفع معدلات الضرائب على الدخل مما ينجر عنه خفض حوافز الاستثمار، هذا بدوره سيؤدي إلى خفض النمو الاقتصادي (فرض ضريبة مؤثرة على الاستثمار يؤدي بالضرورة إلى عواقب سلبية على النمو الاقتصادي [1]) مما يولد مخاوف أخرى بشأن العجز، لماذا؟

لأنه إذا كان هناك انخفاض في النمو الاقتصادي، يعني أنه هناك حاجة للمزيد من الانفاق العمومي السنوي، مما يؤدي إلى ارتفاع العجز الذي يؤدي بدوره إلى زيادة في علاوة الخطر، وارتفاع أسعار الفائدة مما يعزز من المخاوف بشأن الاستدامة، وبذلك تكتمل الحلقة بنتيجة أساسية هي مزيد من الاعتماد على الدين العام وارتفاعه إلى مستويات تجبر الحكومة على محاولة إعادة هيكل محفظة ديونها، مثال ذلك:بعد الأزمة المالية 2008، خطر الانكماش أصبح واقعا حقيقيا في بعض دول منطقة اليورو، حيث أدى الانكماش إلى زيادة القيمة الحقيقية للديون العامة، وهذا بدوره جعل أعباء تسديد الدين أكثر تكلفة، مما أجبر المقترضين على خفض الإنفاق العمومي، والذي أدى بدوره إلى خفض النشاط الاقتصادي (الانكماش الاقتصادي) أي الوقوع في حلقة مفرغة أخرى.[2]

[1]Luca Bandiera and others.“HOW TO” OF FISCAL SUSTAINABILITY IN OIL-RICH COUNTRIES: THE CASE OF AZERBAIJAN.P:30.

[2]أوليفي بلانشر، حيث يكمن الخطر، مجلة التمويل والتنمية، العدد:51، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2014، ص:30.

المبحث الثاني: تحليل وتقييم استدامة الدين العام.

عملية تحليل وتقييم استدامة الدين العام تعتبر أهم عنصر في عملية تقييم مدى تحقق الاستدامة المالية في دولة ما من عدمها.

I: الهدف من تحليل استدامة الدين العام: يهدف تحليل استدامة الدين العام إلى:[1]

- تقييم قدرة الدولة ما على تمويل سياساته الاقتصادية وخدمة الدين الناشئ عن ذلك، دون الحاجة إلى إجراء تصحيحات كبيرة في مكونات السياسات المالية (الإيرادات والنفقات العامة)، التي يمكن أن تكون ذات أثر سلبي على الاستقرار الاقتصادي الكلي للدولة؛
- تقييم الوضع الحالي للدين، بما في ذلك مركز أرصدة الدين القائمة، وهيكل آجال استحقاق الدين العام، وتكوين أسعار الفائدة الثابتة أو المتغيرة، وتكوين العملات، وتكوين حاملي سندات الدين العام؛
- تحديد مواطن الضعف في هيكل الدين العام أو في مجمل السياسات الاقتصادية المتبعة بحيث يمكن إدخال تعديلات وتصويبات على السياسات قبل أن تنشأ صعوبات في عملية سداد الدين العام؛
- دراسة أثر المسارات البديلة لسياسة استقرار الدين العام بالنسبة للحالات التي تنشأ،أو توشك أن تنشأ فيها عراقيل وصعوبات مالية.

II: مرتكزات إطار استدامة الدين العام:

إطار استدامة الدين العام هو في الأساس أداة لمساعدة صناع السياسات على إحداث توازن بين تحقيق أهداف التنمية والحفاظ على استدامة الدين العام، وهو يوجه عملية تصميم السياسات التي تساعد على منع ظهور،أو عودة ظهور مشكلة المديونية في البلدان منخفضة الدخل،[2] وهو يقوم على ثلاث مرتكزات أساسية[3]:

- تحليل استشرافي موحد لدين القطاع العام والدين الخارجي، يحدد مدى القابلية للتعرض لمخاطر الصدمات في ظل السيناريو الأساسي،والسيناريوهات البديلة، وسيناريوهات معيارية موحدة لاختبارات القدرة على تحمل أعباء الدين)؛
- تقييم استدامة الدين العام على أساس العتبات الاسترشادية لأعباء الدين العام الخاصة بكل بلد والتي تعتمد على تصنيف نوعية السياسات والمؤسسات في كل البلد؛، وكذا التصنيف خطر أصول الدين الخارجي في حالة المديونية؛

[1] International monetary fund .public sector debt statistics : guide for compilers and users, op .cit. PP:147-148.
[2] idem. P:149.
[3] François painchaud and tihomir stučka.stress testing in the debt sustainability framework (dsf) for low-income countries. Economic policy and debt department (prmed).world bank.may, 2011.P:5.

➢ توصيات بشأن وضع استراتيجية لإدارة الدين العام للحد من احتمال خطر الدخول في أزمة مديونية.

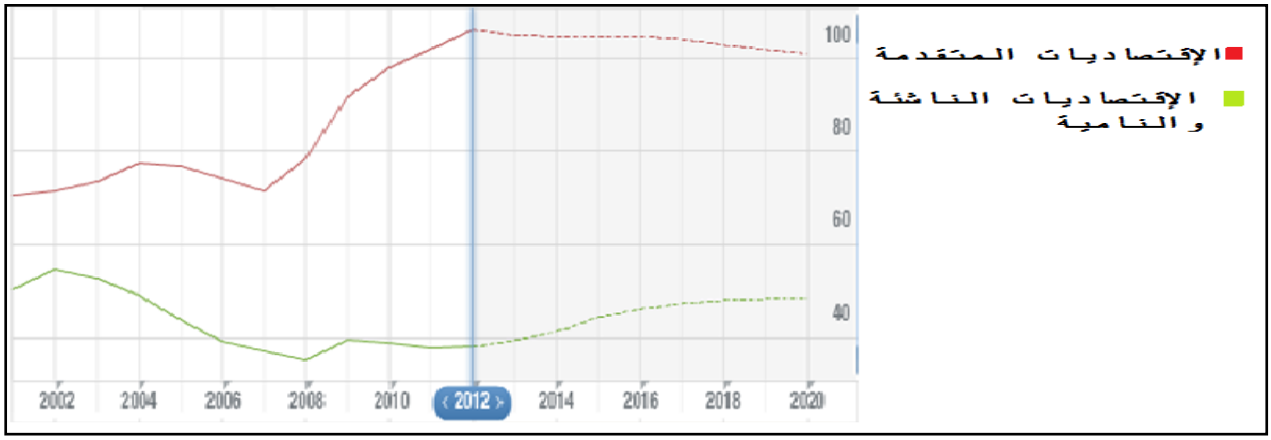
ولضمان أن يكون تحليل استدامة الدين العام أكثر ملاءمة للبلدان المتقدمة والناشئة من جهة، ويلائم البلدان منخفضة الدخل من جهة أخر التي تختلف عن سابقتها في أن احتياجاتها التنموية الكبيرة بالنسبة إلى مواردها، وتعتمد إلى حد كبير على المساعدات الخارجية، وهي أكثر عرضة للصدمات الخارجية والداخلية كما أن العوائد على الاستثمارات العامة لديها أقل تأكيدا بالمقارنة مع العائد على الاستثمار في البلدان المتقدمة والناشئة، كما تتصف البلدان منخفضة الدخل بأن قواعد الإنتاج والتصدير لديها محدودة وتتركز غالبا في عدد محدود من السلع الأولية التي تتحدد أسعارها في الأسواق العالمية، وغالبا ما تكون سياساتها ومؤسساتها أضعف، بما في ذلك في مجالي تنفيذ المشروعات وإدارة الدين.

ولأجل أخذ هذه الخصائص في الاعتبار على نحو كاف في تحليلات استدامة الدين العام، تم تقسيم أساليب تحليل استدامة الدين العام إلى إطارين رئيسيين:

1/- إطار تحليل استدامة الدين العام(MACDSA*) للدول المتقدمة والناشئة:

قبل التطرق لهذا الإطار نستعرض لمحة تاريخية لتطور حجم الدين العام في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة (2000-2012)، والدول التي تنتمي لهذا الإطار:

الشكل رقم (2-5): منحنى يبين تطور حجم الدين العام في الاقتصادات المتقدمة والناشئة (2000-2012).



المصدر: صندوق النقد الدولي: متوفر على الرابط التالي:

http://www.imf.org/external/datamapper/index.php?db=FPP

أما قائمة الدول المتضمنة في تحليل (MAC DSA) فتحتوي على جميع الاقتصاديات المتقدمة ومعظم الأسواق الناشئة[1](تضمن كل من الجزائر العربية السعودية والنرويج، الدول محل الدراسة في الجانب

*MAC DSA:The Public Debt Sustainability AnalysisFrameworkforMarket Access Countries

[1] أنظر الملحق رقم (1): قائمة الدول المتضمنة في إطار تحليل استدامة الدين العام للدول المتقدمة والأسواق الناشئة (MAC DSA).

التطبيقي) والتي هي غير مؤهلة للحصول على قروض ميسرة من الصندوق الائتماني للنمو والحد من الفقر (PRGT*).

ويركز هذا الإطار التحليلي على إجمالي الدين وليس صافي الدين، وذلك لتيسير إمكانية المقارنة بين المعلومات عبر البلدان*، حيث لا تتوافر البيانات المتعلقة بمراكز الأصول عادة بصورة متسقة و/أو في الوقت المناسب، ويتم تقييم استدامة تحمل كل من دين القطاع العام والدين الخارجي عن طريق المقارنة بين مسارات مؤشرات الدين في سيناريو أساسي وفي سلسلة من اختبارات الحساسية (قابلية التأثر)، ويستند السيناريو الأساسي إلى مجموعة من التوقعات الاقتصادية الكلية التي تعكس السياسات المتبعة من جانب الحكومة، ويتطلب الإطار تحديدا واضحا للافتراضات والمعلمات الرئيسية التي يقوم عليها السيناريو الأساسي واختبارات القدرة على تحمل الضغوط، وتسمح مسارات مؤشرات الدين في السيناريو الأساسي واختبارات القدرة على تحمل الضغوط بتحديد مدى تعرض البلد المعني لمخاطر الصدمات.[1]

2/- إطار تحليل استدامة الدين العام في البلدان منخفضة الدخل (DSFLICs*)

على مدى السنوات الأربعين الماضية، أفرزت الديون العامة غير مستدامة في البلدان المنخفضة الدخل أعباء الكبيرة انجر عن تسديدها تأثيرات سلبية تتعلق بالفقر وتدني مستوى المعيشة وعدم المساواة في توزيع الدخل، وتسببت في أزمات ديون في سنوات الثمانينات والتسعينات وحتى سنوات بداية الألفية الثانية، مما انجر عنها خسارة اثنين أو أكثر من "عقود التنمية " في دول أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى،[2] حيث تنفق هذه الدول على تسديد خدمة ديونها أربعة أضعاف ما تنفقه على الصحة والتعليم، هذا التراجع في الخدمات والمنافع الحكومية أدى في النهاية إلى تشنجات واضطرابات سياسية واجتماعية هددت استقرار هذه الدول.

أمام هذه الوضعية، قام البنك الدولي بالاشتراك مع صندوق النقد الدولي في 2005 بوضع إطار تحليل استدامة الدين العام في البلدان منخفضة الدخل (DSF LIC)، ثم تم تحديثه من قبل خبراء صندوق النقد الدولي في عدة محطات كما هو موضح في الشكل أدناه:

---

*PRGT:The Poverty Reduction and Growth Trust

*أنظر الملحق رقم (14): الإطار العام لدراسة المقارنة بين الجزائر والدول محل الدراسة.

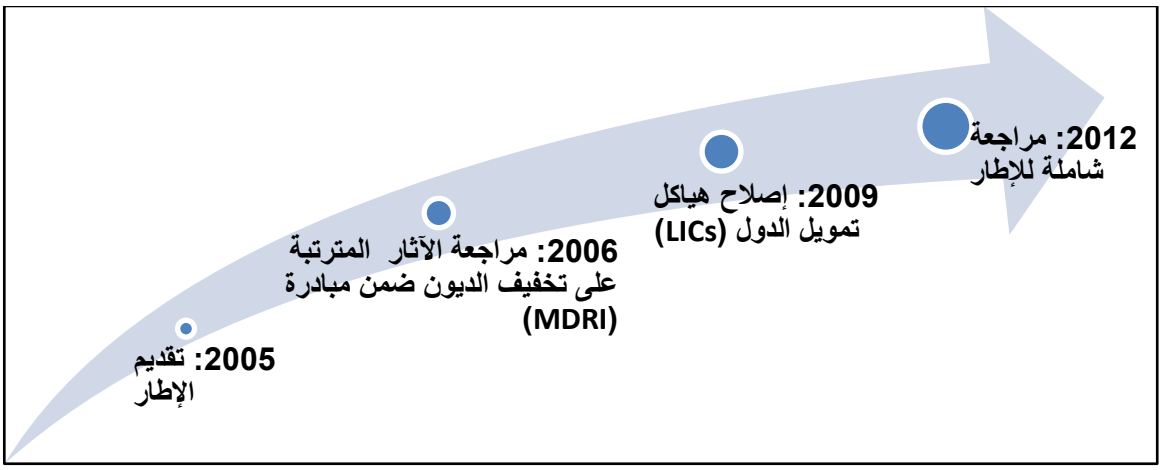
[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit. PP:147-148.

*DSF LICs:The Public Debt Sustainability Framework for low-income Countries

[2] Jubilee debt campaign. Election 2015: how to avert a new debt crisis. 28 november 2014. In link:

http://jubileedebt.org.uk/reports-briefings/briefing/election-2015-avert-new-debt-crisis

شكل رقم (2-6): محطات تحديث إطار تحليل استدامة الدين العام في البلدان منخفضة الدخل (DSF LIC)



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ما سبق.

ويقوم هذا الإطار بتعديل الإطار العام لتحليل استدامة الدين العام الوارد آنفا **(إطار تحليل استدامة الدين العام(MACDSA*) للدول المتقدمة والناشئة)** ليعكس ظروف البلدان منخفضة الدخل، فهو يستخدم على سبيل المثال:أفقا زمنيا للتوقعات مدته 20 عاما بدلا من مدة الخمس (5) سنوات المعمول بها في تحليلات استدامة الدين العام في البلدان الأخرى، مما يعكس أجل الاستحقاق الأطول للدين في البلدان منخفضة الدخل.

ويتم أيضا التعبير عن مؤشرات الدين في البلدان منخفضة الدخل بالقيمة الحالية لأن ديونها غالبا ما تكون بشروط ميسرة، ويمتد إطار تحليل استدامة الدين العام في البلدان منخفضة الدخل ليشمل تقديرا صريحا لخطر أصول الدين الخارجي إلى حالة المديونية الحرجة، أين يمثل دين القطاع العام أحد المكونات الكبيرة للدين الخارجي في غالب الحالات.[1]

قد أصبح إطار استدامة الدين العام في البلدان منخفضة الدخل منذ صياغته سنة 2005 ،أداة ذا كفاءة لتحليل استدامة الدين العام يستخدمها لعديد من الجهات المانحة، والمقرضين،والمقترضين بشكل فعال لتحديد حجم ونوع التمويل الذي يتسق مع استدامة دين القطاع العام أو الدين الخارجي في الأجل الطويل والمضي قدما نحو تحقيق أهداف التنمية، ويساعد الإطار أيضا المقرضين الآخرين على التنسيق بين سياسات الإقراض القابلة للاستمرار وتنفيذها.

*MAC DSA:The Public Debt Sustainability Analysis Framework for Market Access Countries
[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit. P:148.149.

III/- التصنيفات المتعلقة بأطر استدامة الدين العام: يوجد العديد من التصنيفات المتعلقة بأطر تحليل وتقييم استدامة الدين العام نلخصها في:

1/- تصنيف أداء السياسات المالية:

يصنف أداء السياسات المالية إلى ثلاث مجموعات: قوية، متوسطة (أو معتدلة)، وضعيفة،[1] كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول رقم (2-1): الحدود الدلالية لعبء الدين العام حسب إطار استدامة الدين العام

جودة السياسات والمؤسسات	القيم الحالية للدين كنسبة من (NPV of debt-to)			خدمة الدين كنسبة (Debt service-to)	
	الصادرات (exports)	اجمالي الناتج المحلي (GDP)	الإيرادات (revenue)	الصادرات (exports)	الإيرادات (revenue)
ضعيفة	100	30	200	15	25
معتدلة	150	40	250	20	30
قوية	200	50	300	25	35

المصدر: International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, 2011.Washington,. P: 149.

تستخدم الحدود الإرشادية لأعباء الدين العام المبينة في الجدول أعلاه لتصنيف أداء السياسات المالية لمختلف البلدان، هذه الحدود التي تشير إلى مستويات الديون المتراكمة الناتجة عن سياسات مالية معينة، والتي تأثر على جودتها وجودة مؤسساتها، والتي تقاس باستخدام مؤشر تقييم السياسات والمؤسسات القُطرية (CPIA*) الذي يعده البنك الدولي سنويا.

2/- تصنيف مخاطر الدين العام:

يتم تقييم مخاطر الدين العام بواسطة مقارنة مؤشرات أعباء الدين العام والحدود الإسترشادية لأعباء الدين العام حسب أداء السياسات المالية المبين في الجدول السابق، أين يمكن تمييز أربعة تصنيفات لمخاطر المديونية الخارجية:[2]

2-1/- **مخاطر منخفضة (Low risk)**: عندما تكون جميع مؤشرات أعباء الدين تحت مستويات الحدود الاسترشادية بشكل كبير.

[1] François Painchaud and Tihomir Stučka.op.cit.P:8.

*CPIA: Country Policy and Institutional Assessment

[2] François Painchaud and Tihomir Stučka.op.cit.P:9 .

2-2/- **مخاطر متوسطة (Moderate risk)**:عندما تكون مؤشرات أعباء الديون تحت مستويات الحدود الإسترشادية في السيناريو الأساسي، لكن اختبارات القدرة على تحمل الضغوط تشير إلى تجاوز الحدود في حالة حدوث صدمات خارجية أو تغيرات مفاجئة في السياسات الاقتصادية الكلية.

2-3/-**مخاطر عالية (High risk)**: عندما تكون أحد مؤشرات أعباء الديون على الأقل يتجاوز الحدود الاسترشادية في السيناريو الأساسي.

2-4/- **حالة المديونية** : عندما يكون البلد المعني يعاني بالفعل من صعوبات في السداد.

في هذا الصدد،البلدان التي تتعرض لقدر أقل من مخاطر الديون(وفقا لتحليل استدامة الدين العام) لديها مرونة أكبر في وضع استراتيجيات إدارة الدين العام، بما في ذلك ما يتعلق بعملية الاقتراض بشروط ميسرة[1].

IV/- النتائج المحتملة للتحليل التقييمي لاستدامة الدين العام:

هناك أربعة لنتائج محتملة للتحليل التقييمي لاستدامة الدين العام لبلد ما تتمثل في : الملاءة، والسيولة، والاستدامة وقابلية التأثر، وتحدد هذه الحالات وفق المتراجحة المبينة أدناه:[2]

$$\sum_{t}$$

حيث (G_t): الإنفاق الحكومي، (R_t): الإيرادات الحكومية، (r):معدل الفائدة، (DOD_t):القيمة الإسمية لرصيد الدين في نهاية السنة (t).

1/- الملاءة (Solvency): تتمتع حكومة ما بالملاءة إذا كانت القيمة الحالية (PV*) لنفقاتها الأولية الجارية والمستقبلية (بعد استبعاد مدفوعات الفائدة)، بالإضافة إلى قيمة مخزون الدين الأولي لا تتجاوز القيمة الحالية للإيرادات الحكومية الجارية والمستقبلية، [3] فمصطلح الملاءة يعبر على مفهوم متوسط أو طويل المدى، حيث تتطلب الملاءة المالية من الدولة أن لا يكون صافي القيمة

[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users. Op.cit. P:150.
[2] Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt.The Debt Office Functions. Op.cit. P:61.
*PV: Present Value
[3] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users. Op.cit. P:147.

الحالية لجميع التزاماتها المستحقة مستقبلا، أعلى من مواردها المالية، [1] أي لتحقق شرط الملاءة المالية يقتضى أن يكون حجم الدين الحالي بالإضافة إلى القيمة الحالية المخصومة للإنفاق لا تتعدى القيمة الحالية المخصومة للعائد، وبمعنى آخر، ألا تزيد القيمة الحالية للدين عن القيمة الحالية المخصومة لإجمالي العوائد مطروحا منها الإنفاق غير الشامل على الفوائد، ومنه يتلخص مفهوم الملاءة في قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية.

2/- السيولة (Liquidity): تتمتع حكومة ما بالسيولة إذا كانت قادرة على تجديد التزامات ديونها المستحقة بطريقة منتظمة،[2]فمصطلح السيولة يعبر على مفهوم على المدى القصير ويشير تساوي طرفي هذا الشرط إلى إمكانية محافظة الحكومة على قدرتها في دخول الأسواق المالية، بغرض إعادة التمويل، وضمان قدرتها على خدمة جميع التزاماتها المقبلة في المدى القصير،[3] فعلى الرغم من أن تقييم استدامة الدين العام تأخذ الطابع المتوسط والطويل المدى، إلا أننا بحاجة إلى حساب مدى قدرة الدول على الحفاظ على إمكانية دخول الأسواق المالية في المدى القصير، لأغراض إعادة تمويل الديون، فالبلد الذي يواجه صعوبات في الوصول إلى الأسواق المالية في المدى القصير، يمكن أن يواجه مشاكل عدم الاستدامة المالية، كارتفاع عائدات إصدار السندات السيادية، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة خدمة الديون، فالسيولة إذن تتلخص في وجود موارد مالية لتلبية الالتزامات المالية الحكومية حال استحقاقها.

3/- قابلية التأثر (Vulnerability): تعتبر الحكومة في وضع حساس قابل للتأثر إذا كان شرط الملاءة غير محترم والدولة المدينة في خطر التعرض لأزمة مديونية، وخطر التخلف عن السداد.

4/- الاستدامة (Sustainability): يعتبر دين الدولة محققا للاستدامة إذا استوفى قيد الملاءة المبين في المتراجحة أعلاه من دون تعديل كبير على سياسة الإيرادات أو النفقات، أي عدم الرفع المفاجئ في الأعباء الضريبية لزيادات حجم الموارد المالية من جهة، عدم اللجوء الى إجراءات تقشفية لكبح حجم الإنفاق الحكومي من جهة أخرى.

وبالتالي، تعكس التحليلات التقييمية لاستدامة الدين العام ملاءة بلد ما، ومستوى السيولة لديه وقدرته على التكيف مع مختلف المتغيرات المالية.[4]

[1] Monthly Bulletin; Analysing Government Debt Sustainability In The Euro Area .Ecb; April 2012.P:59.
[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users. Op.cit. P:147.
[3] Monthly Bulletin .Op.cit. PP :59-60.
[4] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users. Op.cit. P:147.

المبحث الثالث: مؤشرات تقييم الاستدامة المالية.

لا يوجد اتفاق عام حول الإطار الكمي لتقييم الاستدامة المالية، لكن هذا لا يعني أنه لا توجد معايير كمية متاحة من أجل تقييم سلامة مستويات الديون العامة واستدامة المالية العامة، أين تُستخدم تشكيلة واسعة من المؤشرات والنسب لتقييم وضعية الديون لمختلف الدول [1]، فلاستدامة المالية هو مفهوم حديث النشأة وأساليب تقييم الاستدامة المالية هي جزء من هذا المفهوم.[2]

حيث توجد ثلاث فئات من المؤشرات تستخدم بهدف دراسة سلوك الدين العام، فهناك عدد من مؤشرات تقيس خطر تدهور وضع الدين من جراء الظروف الحالية (مؤشرات قابلية التأثر)، أما الفئة الثانية من المؤشرات فتقيم – في ظل ظروف متوقعة ومعينة – قدرة الحكومة على مواجهة أحداث طارئة في المستقبل (مؤشرات الاستدامة)، وختاماً، هناك مؤشرات مالية تظهر المخاطر المالية التي تتعرض لها الاستدامة المالية (المؤشرات المتعلقة بالمخاطر المالية للدين العام).

I: مؤشرات قابلية التأثر (Vulnerability Indicators):

نتيجة للأزمات النقدية التي أصابت بعض الاقتصاديات الناشئة في التسعينات، أصبح تحليل ودراسة قابلية القطاع المالي للتأثر وعلاقته مع إدارة الدين العام موضوعاً رئيسياً في جدول أعمال صانعي السياسة الاقتصادية، حيث بدأت المنظمات الدولية حملة الدعاية المتعلقة بمراقبة المتغيرات التي قد تعرِّض استدامة الدين العام للخطر، ومن بين هذه المؤشرات ما يلي:

1/– مؤشرات الدين (Debt indicators): ومن جملتها مواعيد استحقاق الديون، الجداول الزمنية للسداد،الحساسية اتجاه أسعار الفائدة وتكوين الدين بالعملة الأجنبية، وكذا العلاقات النسبية المتواجدة بين الدين الخارجي وحجم الصادرات والناتج المحلي الإجمالي، هذه النسب تعتبر مؤشرات مفيدة لتقييم تطور الدين والقدرة على السداد،[3] حيث يمكن تقييم القدرة على السداد مستحقات الدين العام عن طريق مقارنة حجم الدين العام مع إجمالي الناتج المحلي أو إيرادات التصدير أو إيرادات المالية العامة،[4] كما هو مبين أدناه:

- تشير نسبة خدمة الدين إلى حجم الصادرات إلى ما إذا كان من المتوقع للبلد المعني توليد نقد أجنبي كاف للوفاء بالتزامات ديونه الخارجية في المستقبل؛

[1] Garrick Hileman. The Seven Mechanisms for Achieving Sovereign Debt Sustainability.Working Papers No. 162/12.London School of Economics.March 2012.P :3.
[2] Katarina Sehm Patomäki, op.cit. P:129.
[3] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. INTOSAI General Secretariat. A-1033 VIENNA. P:8.
[4] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, Op.cit. P:148.

- تقيس نسبة خدمة الدين إلى الإيرادات قدرة الحكومة على تعبئة الموارد المحلية لسداد الدين.
- وتعتبر نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي أحد أهم المؤشرات التي تأخذ حجم الاقتصاد بعين الإعتبار؛
- إضافة إلى مؤشر كفاءة الاحتياطيات، الذي يهتم بالعلاقة المتواجدة بين الاحتياطيات والديون القصيرة الأجل لأجل تقييم قدرة الدولة على تفادي أزمات السيولة خاصة الدول ذات القدرة على دخول الأسواق المالية رغم أن هذه الأخيرة تعتبر متغير غير ثابت.

إذن، مقاييس القدرة على السداد تبين العبء الذي تمثله الالتزامات المستحقة على بلد ما في المستقبل، وتعكس بالتالي المخاطر التي تهدد الملاءة في الأجل الطويل، في حين أن المسار الزمني لنسب خدمة الدين يبين احتمال تعرض البلد لمشاكل السيولة والتوقيت المحتمل لوقوعها.

2/- المؤشرات المرتبطة بالناتج المحلي الإجمالي: توجد العديد من المؤشرات المرتبطة بالناتج المحلي الإجمالي والمتعلقة بتحليل وتقييم الاستدامة المالية، والتي يعد أبرزها ما يلي:

2-1/- نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي:

إنطلاقا من إقتراح بلانشر (blanchar:1990)[1] وبالنظر إلى الدراسات المتخصصة، يعتبر المؤشر الأكثر استعمالا هو تطور مؤشر نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي(debt-to-GDP ratio)، ويقيس هذا المؤشر مستوى الدين بالنسبة إلى النشاط الاقتصادي للدولة، وقدرتها على سداد دينها العام، بافتراض أن كافة موارد الناتج المحلي الإجمالي متاحة لتمويل أعباء الدين العام.

ويعتبر هذا المؤشر في الوقت الحاضر أهم المؤشرات الدالة على قوة واستقرار الاقتصاد فيما يتعلق بالدين العام[2]، والتي من خلالها يتم قياس مدى الاستدامة المالية من عدمها، أين تتسم الحالة المالية لدولة ما بعدم الاستدامة وفقا لمؤشر نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في حالتين اثنين هما:

- إذا أسفرت نسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي عن معدلات أعلى من معدلاتها التاريخية.

[1] للمزيد أنظر: Blanchard, oliverJ,"Suggestions for a new set of fiscal indicators", OECD Working, 1990, P :79.

[2] Smriti chand. Following ratios maybeestimated in studying the burden of public debt. In link :

http://www.yourarticlelibrary.com/debts/following-ratios-may-be-estimated-in-studying-the-burden-of-public-debt/26318/ (تاريخ الإطلاع:2017/01/02. 11:13)

- إذا كان الحفاظ على استقرار نسبة الدين للناتج المحلي الإجمالي يحتاج إلى تغيير كبير في السياسات المالية المتبعة حاليا.*

إذن، تعتبر السياسات المالية مستدامةً، إذا استطاعت تحقيق الاستقرار في نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي دون الحاجة إلى تعديلات جذرية في السياسات المالية الحالية،في نفس السياق، وبناء على تفسير هذا المؤشر نستعمل مؤشرات أخرى لقياس مدفوعات الفوائد أو حجم الدين بالنسبة إلى مستويات الدخل المختلفة، وتسمى النسب الرئيسية التي تستعمل في هذا المفهوم لتقييم الدين بـ : مؤشرات الدين الإجمالي،[1] والتي نذكر منها نسبة الفوائد على الناتج المحلي الاجمالي.

2-2/- الفوائد / الناتج المحلي الإجمالي (Interests / GDP): يدل هذا المؤشر على درجة ثقل عبء الفوائد على الاقتصاد، وكذلك تدل على الإمكانيات المتوفرة لدى الدول لأجل مواجهة النفقات غير المنتجة والمتمثلة في الفوائد،كما تبين هذه النسبة إلى أي مدى يتعين على الحكومة أن تفرض ضرائب على الدخل المحلي الاجمالي من أجل رفع الإيرادات بشكل كافي لدفع تكلفة الفائدة على الديون.

3/- المؤشرات ذات الصلة (Related indicators) : ينبغي بشكل عام النظر للمؤشرات ذات الصلة بالديون التي تتوافق مع استشراف السيناريوهات المتوسطة الأجل، مما يتيح إمكانية تحليل استدامة الدين العام عبر الزمن في ظل مجموعة متنوعة من الفرضيات البديلة.[2]

3-1/- رصيد ال دين / إيرادات الميزانية المحلية : يقيس هذا المؤشر مستوى المديونية بالنسبة إلى قدرة الدولة على السداد، ويظهر عدد السنوات اللازمة لتسديد الرصيد الإجمالي الدين، وقد يؤدي التناسب الثابت بين الدين والناتج المحلي الإجمالي إلى نتائج مختلفة، فتعكس هذه النسبة حجم الدين عند تحديد قدرة الدولة على تحصيل الدخل.[3]

*أرجع: للشكل رقم (2-1): مسار تطور مستويات الدين العام عبر الزمن، ص:78.

[1]international organization of supreme audit institutions. Debt indicators. Op.cit. PP :9-10.

[2]jeffrey d. Lewis (world bank) and josé viñals (imf). op.cit.P:37

[3]smriti chand. Op .cit. In link :http://www.yourarticlelibrary.com/debts/following-ratios-may-be-estimated-in-studying-the-burden-of-public-debt/26318/

3-2/- خدمة الدين / إيرادات الميزانية المحلية (Debt service / domestic budgetary revenue): يقيس هذا المؤشر قدرة الحكومة على تسديد خدمة الدين بواسطة المصادر المحلية،[1] أو إيرادات الميزانية المحلية.

3-3/- القيمة الحالية للدين / إيرادات الميزانية المحلية: يقيس هذا المؤشر التكلفة الحالية لخدمة الدين بالنسبة إلى قدرة الحكومة على السداد، فرغم أن معظم مؤشرات الدين العام تستند عموما إلى القيمة الاسمية للدين، إلا أن القيمة الحالية للدين تعتبر مقياسا أفضل لمدى تحمل أعباء مدفوعات الدين خاصة بالنسبة للبلدان التي لا يمكنها الحصول على تمويل بشروط ميسرة.[2]

3-4/- الفوائد / الدخل الميزانية المحلية (Interests / domestic budgetary revenue): يقيس هذا المؤشر تكلفة الفوائد في إطار تحصيل الدخل العام للدول.[3]

ويبين الجدول التالي المستويات الاسترشادية لمؤشرات الدين العام للدول النامية وهي صادرة عن منظمتين دوليتين مختلفتين:

الجدول رقم (2-2): المستويات الاسترشادية لمؤشرات الدين العام

مؤشرات الدين العام	صندوق النقد الدولي	المنظمة الدولية للتخفيف Debt relief international
خدمة الدين/الدخل	35% - 25%	63% - 28%
القيمة الحالية للدين/الدخل	300% - 200%	127% - 88%
الفائدة/الدخل	10% - 7%	6.8% - 4.6%
الدين/الناتج المحلي الإجمالي	30% - 25%	25% - 20%
الدين/الدخل	150% - 90%	167% - 92%

المصدر:

International organization of supreme audit institutions. Debt indicators. Intosai general secretariat. A-1033 vienna.P:11.

[1] international organization of supreme audit institutions. Debt indicators. Op.cit. P :09.
[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users. Op.cit. P:148.
[3] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op.cit. P :10.

لكن كل هذه المؤشرات ليست ثابتة، ولذلك من المهم ملاحظة تطورها عبر الزمن ، من خلال تحليل العلاقة بين معدلات نسبة الفائدة أو التكلفة الحقيقية للدين ومتغيرات الاقتصاد الكلي، حيث تمكننا هذه العلاقة من دراسة تطور المؤشرات المذكورة وتحليل ما هي العلاقات التي تنشأ بين هذه المتغيرات في الزمن،حيث تم إضافة مؤشرات مكملة للمؤشرات الأساسية تراعي متغيرات الاقتصاد الكلي بهدف دراسة قابلية التأثر من زوايا أخرى، وهي:

3-5/- نسبة الديون الخارجية/الناتج المحلي الاجمالي: (External Debt/ GDP):

وهو مؤشر يربط حجم الدين الخارجي بقاعدة الموارد المحلية للدولة المعنية (بحيث يعكس إمكانية تحويل الإنتاج إلى صادرات أو بدائل تحل محل الواردات بغية تعزيز القدرة على سداد الديون الخارجية.)[1]

3-6/- الدين الخارجي / حجم الصادرات: (Foreign debt / exports):

يُظهر هذا المؤشر درجة ثقل أعباء الدين على حجم الصادرات أو القدرة على توفير العملات الصعبة من عملية التصدير لأجل تغطية أعباء الدين الخارجي، حيث يجب أن يُستعمل هذا المؤشر برفقة خدمة الدين كنسبة مئوية من الصادرات، وهكذا تتم مقارنة النفقات غير المنتجة مع مستوى تحصيل العملات الأجنبية،[2] فنسبة الديون الخارجية إلى الصادرات هي مؤشر على قدرة البلد المعني على السداد الديون المقومة بالعملة الأجنبية[3].

3-7/- الاحتياطات المالية الدولية الصافية/الدين الخارجي:

يدل هذا المؤشر على عدد مرات زيادة الخصوم الخارجية بالمقارنة مع رصيد الاحتياطات المالية بالعملات الدولية، وفي المعتاد يُستعمل هذا المؤشر برفقة الدين الخارجي كنسبة مئوية من سرعة تراكم الاحتياطيات والذي يقيس عدد السنوات المطلوبة لتسديد الدين الخارجي الحالي بالنظر لسرعة تراكم الاحتياطات المالية.[4]

3-8/- متوسط أسعار الفائدة على الديون الخارجية:

هو مؤشر يتعلق بشروط الاقتراض، وتكلفته، ويستعمل هذا المؤشر برفقة نسب الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي وإلى حجم الصادرات حيث يُعد هذه النسبة مؤشرا رئيسياً لتقييم استدامة الديون[5].

---

[1] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF).Op.cit. P:37

[2] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op.cit. P :10-11.
[3] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op.cit. P:37.
[4] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op.cit. P :10-11.
[5] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF).Op .cit. P:37.

3-9/- اهتلاك الدين / مدفوعات الدين الخارجي (Amortization / external debt payments):

يقيس هذا المؤشر أقساط اهتلاك الدين كنسبة من مدفوعات الدين الخارجي، فهو عبارة عن مؤشر يمثل نسبة تدوير (revolving ratio)الدين أو إعادة تمويله بواسطة إصدارات دين جديدة.[1]

إذن، حساب كل هذه المؤشرات مفيد لتحديد تطور الدين وقدرة الحكومة على السداد، لكنها لا تفي وحدها بإعطاء فكرة شاملة عن مدى تحقيق الاستدامة المالية من عدمها، لأن الاستدامة المالية ذات أبعاد متعددة ومتداخلة، لذلك يجب الاستعانة بمؤشرات تدرس الاستدامة المالية من زوايا أخرى مختلفة.

II: مؤشرات الاستدامة (Sustainability Indicators):

المؤشرات السابق ذكرها أعلاه تمدنا بمعلومات أولية متعلقة بالاستدامة المالية، لأنها مؤشرات ما بعد الحدوث(**ex-post**)، أي تقدم لنا الوقائع التي تم التأكد منها، بالمقابل، كان من الضروري تصميم مؤشرات ما قبل الحدوث (**ex-ant**) أو مؤشرات الإنذار المبكر (**Early Warning Indicators**)[2] التي تقدم لنا المعلومات عن مدى التعديل المالي اللازم إجراؤه لتحقيق الاستدامة المالية، وتجنب حدوث أزمات مالية مختلفة.

في هذا الشأن بدأت تتضح أهمية إيجاد مؤشرات تتيح مراقبة وتحليل قدرة الدول على إبرام ديون جديدة قبل طرح إشكالية الاستدامة المالية، نظراً لأن القرارات المالية الحالية تفرض التزامات على المالية العامة طويلة الأجل، فبالتالي تهدف مؤشرات الاستدامة المالية إلى إظهار هذه النواحي بناء على المعلومات المتوفرة سنة بعد سنة.[3]

هذا، ويعتمد تطوير مؤشرات الاستدامة على النماذج المبنية على العلاقة المتواجدة بين التدفقات والاحتياطات المالية، والتناسب البيني المتواجد بين الموازنات المالية من جهة وبين الدين العام من جهة أخرى، ومدفوعات الفائدة من جهة ثالثة، كما في الكتابة الرياضية التالية:

$$D_{t+1} = D_t(1 + r_t) + BP_t$$

[1]International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op.cit. P :11.
[2] Charles Wyplosz. Op.cit. P:9.
[3]International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op.cit. P :13.

حيث أن: D_t هو الدين العام في فترة t، وr_t هو سعر الفائدة على الدين، و BP_t هو الرصيد الأولي.

ابتداء من هذه المعادلة ينشأ الشرط الرئيسي للاستدامة الذي يحدد علاقة الاتساق بين المتغيرات الرئيسية، أي بين نمو الدين ونمو الناتج المحلي الإجمالي والعجز الأولي وفقا لسعر الفائدة معين، وهو شرط القدرة على سداد الديون، أو شرط الملاءة المالية (**Fiscal solvency condition**)، ولكي يتحقق هذا الشرط يجب أن يكون في المستقبل فائض أولي في الموازنة العامة يكفي لسداد الدين العام، سواء كان أصل الدين، أو الفوائد المترتبة عليه، أي أن هذا الشرط يقتضي أن يكون حجم الدين الحالي، بالإضافة إلى القيمة الحالية المخصومة للإنفاق العام لا تتعدى القيمة الحالية المخصومة للإيرادات العامة.

بمعنى آخر ألا تزيد القيمة الحالية للدين عن القيمة الحالية المخصومة لإجمالي الإيرادات مطروحا منها الإنفاق غير الشامل على الفوائد، وهو ما جاء به أيضا كل من : (**G.Mendoza and P.Marcelo**[1])حيث أوضحا أن تحقيق الاستدامة المالية مرتبط بالقدرة على سداد الديون العامة، والمرتبط بنماذج الإيرادات والنفقات الحكومية في الحاضر والمستقبل، وبالتي فإن الاستدامة المالية مرتبطة بتحديد حجم الدين العام الذي لا يؤثر على القدرة المالية للحكومة على سداد هذا الدين.[2]

في الأدب الاقتصادي المتخصص تم اقتراح استعمال مؤشرات تستهدف الحفاظ على ثبات نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، وفق منهج الاستقرار الديناميكي(Dynamic Stability)لنسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي حول مستوى ثابت.

هذا الاستقرار في الديون ينظر له من منظور علاقة الدين العام بالمتغيرات الأخرى داخل الاقتصاد وليس من الناحية المالية فقط، ويرجع هذا التحليل إلى (**D.Domar**[3]) حيث رأى أن شرط تحقق الاستدامة المالية هو أن يكون معدل النمو الاقتصادي أكبر من معدل الفائدة على الدين العام لضمان السيطرة على حجم الدين العام في المستقبل، ففي حالة عدم تحقق ذلك ستلجأ الحكومة للاستدانة من أجل سداد مدفوعات الدين و بذلك يستمر حجم الدين في التضاعف.

---

[1] للمزيد أنظر: Enrico G.Mendoza and Oviedo P.Marcelo. Public debt. Fiscal solvency and macroeconomic uncertainty in latinAmerica :the cases of Brazil. Colombia. Costa Rica. Mexico. Working paper 10637.NBER Working paper series.

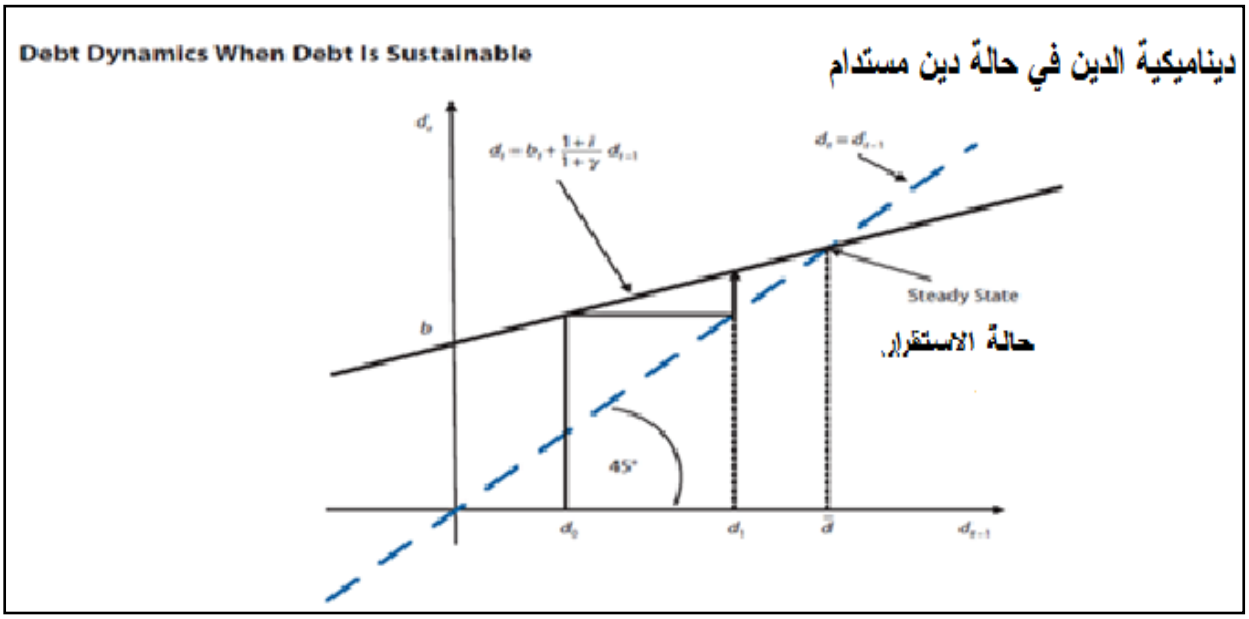
2عمرو محمد محمود سليمان، مرجع سابق، ص ص، 286-287.

[3] للمزيد أنظر: Evezy D.DOMAR. the burden of debt and the natinalincom. The American economic Review. VOL. 34.NO.4. 1944. PP :798-827.

بالمقابل، في حالة ارتفاع معدل النمو الاقتصادي بالمقارنة مع سعر الفائدة تكون نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في الحدود الآمنة، وتستطيع الحكومة التوسع في إصدار أدوات الدين العام وزيادة حجمه لتمويل الإنفاق العام دون الحاجة إلى رفع الضرائب.[1]

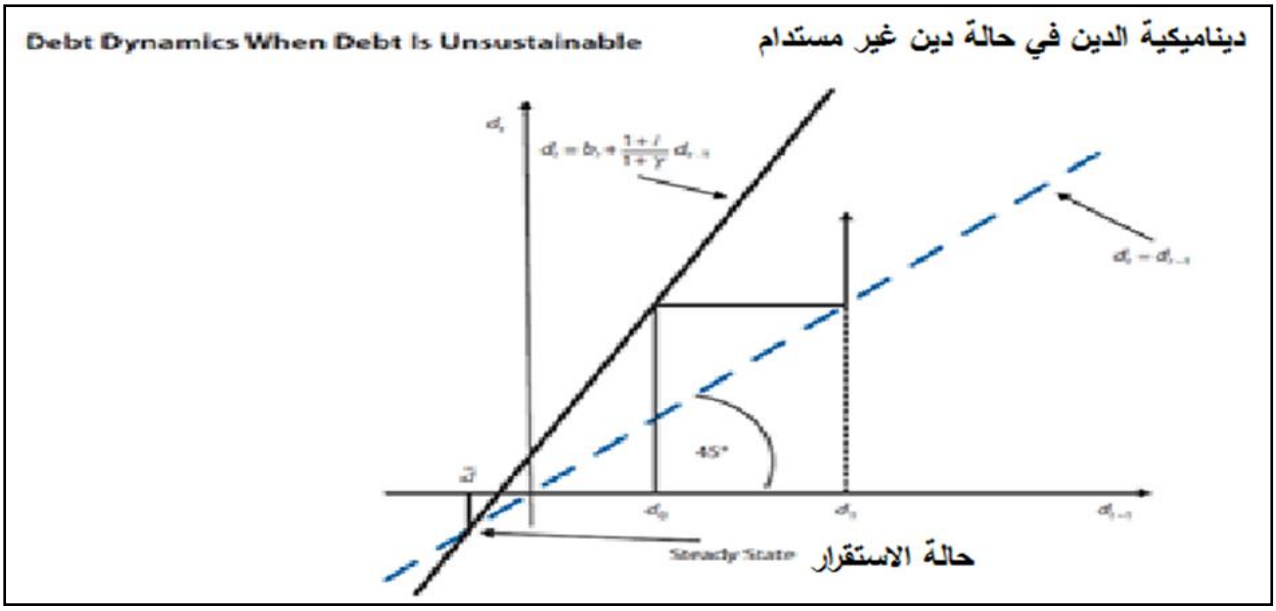
الشكلين رقم (2-8 و 2-9) المبينين أدناه يمثلان تطور نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، أين تمثل المعالم الأفقية والعمودية مستوى الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في كل من الفترة t_{-1} و t على التوالي، والخط المتقطع على طول 45 درجة يعبر عن العلاقة: $d_{t-1} = d_t$ أين نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي لا تتغير أو في حالة ثبات (steady state)، ويمثل الخط المتصل تطور نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (d_t) مع عبر الزمن، و d^* تمثل مستوى الديون المستدام وهي بالضبط النقطة التي تتقاطع معها معادلة ديناميكية الدين العام وخط 45 درجة، أين يكون مستوى الدين الى الناتج المحلي الاجمالي في حالة ثبات، لأن خط 45 درجة يمثل القيم التي تتساوى فيها قيم $d(t)$ و $d(_{t-1})$.[2]

الشكل رقم (2-7): ديناميكية الدين العام



[1] عمرو محمد محمود سليمان، مرجع سابق، ص ص، 291-292.

[2] Silvio Contessi. An Application of Conventional Sovereign Debt Sustainability Analysis to the Current Debt Crises. Federal Reserve Bank of St. Louis Review94(3), May/June 2012, P:203.



المصدر: Silvio Contessi. An Application of Conventional Sovereign Debt Sustainability Analysis to the Current Debt Crises. Federal Reserve Bank of St. Louis Review,94(3), May/June 2012, P:204.

من خلال الرسوم البيانية المبينة أعلاه، يمكننا أن نميز بين حالة الاستقرار الديناميكي لنسبة الدين العام إلى الناتج المحلى الإجمالي حول مستوى ثابت، والحالة العكسية (عدم الاستقرار الديناميكي)، وبذلك نميز بين حالات استدامة الدين العام وحالات عدم استدامة الدين العام، كالتالي:

- r أصغر من g: يعني أن مستوى الدين العام يتقارب نحو مستوى الديون المستدام (d*).
- r أكبر من g: يعني أن الدين العام يتباعد عن (d*) وأنه مسار غير مستدام.
- إضافة إلى ذلك، إذا كان انحدار معادلة ديناميكية الدين (نسبة الدين إلى ناتج المحلي الإجمالي في الماضي) أصغر من 1، فإن نسبة الدين الابتدائي d(0)، سوف تتقارب ومستوى d* مع مرور الزمن، فإذا كانت d(0) أعلى من d* فإن نسبة الدين تنخفض مع مرور الزمن (أي d(t) > d(t−1))، وذلك لأن الاقتصاد ينمو بشكل أسرع من تكلفة الاقتراض الحقيقية) .
- بالمقابل، إذا كان انحدار معادلة ديناميكية الدين أكبر من واحد 1، فإن نسبة الدين الابتدائي d(0) سيتباعد عن حالة الثبات عند مستوى d*. وذلك لأن الاقتصاد لا ينمو بالسرعة الكافية لتغطية التكلفة الحقيقية للاقتراض الإضافي.
- إذن، فتحقيق معدل نمو اقتصادي أكبر من معدل سعر فائدة الدين العام يسهل جهود الحكومة للحفاظ استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، في

المقابل، يمكن للنمو الاقتصادي الضعيف أن يضخم من نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، مما يجعل الحكومة تقع في خطر التخلف عن سداد ديونها.[1]

تجدر الإشارة، إلى أن ثبات مسار نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي وحده لن يكون كافيا لتحقيق الاستدامة المالية، ولكن الأمر مرتبط بأن تكون تلك النسبة مرتبطة بتحقق كفاءة النظام الاقتصادي واستقراره، وهو الأمر الذي ينقلنا إلى نوع آخر من المؤشرات القائمة على الاستقرار الديناميكي في إطار المتغيرات الاقتصادية الكلية (مثل: الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نموه، ونسبة الإنفاق العام إلى ذلك الناتج المحلي الاجمالي، إضافة إلى نسبة الفائض أو العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي والإحتياطات الدولية لكي نحدد مدى قدرة الدولة على تحمل نتائج العجز وآثاره الاقتصادية السلبية، كما يجب الأخذ بعين الاعتبار حجم ونسبة العجز في الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الاجمالي، هذا إلى جانب نسبة الدين العام الداخلي والخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي، وكذا حجم ونسبة الفجوة في الموارد، إضافة إلى النمو الديموغرافي) وذلك كالتالي:

1/- مؤشر الفجوة الضريبية: (Indicator of the taxation gap).

إقترح بلانشر (blancher:1990)[2] استعمال مؤشر للاستدامة المالية يبين مدى اتساق السياسة الضريبية المعمول بها وهدف الحفاظ على ثبات نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، من خلال قياس الفرق بين العبء الضريبي الحالي (existing fiscal burden) والعبء الضريبي "المستدام"، (“sustainable” fiscal burden) على النحو التالي:[3]

الطريقة الأولى:

$$T^* - T = \frac{\sum_{i=1}^{n} g}{n} + (r - q)b^* - T$$

حيث أن (T^*) هو العبء الضريبي في الفترة (n)من سنوات والذي يؤدي إلى استقرار نسبة الدين إلى الن اتج المحلي الإجمالي عند مستوى (b^*)،و(T) هو العبء

[1] Silvio Contessi. Op.cit, P:198.
[2] للمزيد أنظر: Blanchard, oliverJ,”Suggestions for a new set of fiscal indicators”, OECD Working, 1990, P :80 .
[3] International Organization of Supreme Audit Institutions.Debt Indicators. Op.cit.P :14.

الضريبي الفعلي، و(**g**) هو الانفاق ، و(**r**) هو سعر الفائدة، و(**q**) هو معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

أو عن طريق قياس الفرق بين الدخل المستدام (أو مستوى الإيرادات العمومية المستدامة) (T^*) والدخل الجاري (T_t) أو الإيرادات المالية العمومية الواردة في السنة (t) على النحو التالي:

الطريقة الثانية:

$$I_t = T^* - T_t = g_t + (r_t - q_t)b_t - T_t$$

فإذا كانت قيمة هذا المؤشر (I_t) موجبا فإن ذلك يدل على أن العبء الضريبي على الاقتصاد منخفض للغاية ولا يستطيع تثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهذا في ظل سياسات الإنفاق الحالية،وعليه تجب زيادة نسبة الضرائب لتصل الإيرادات العمومية عند مستوى (T^*) اللازم لتثبيت نسبة الدين العام الى الناتج المحلي الاجمالي (b_t) والتي تحدد وفقا للمعادلة التالية:[1]

$$T^* = g_t + (r_t - q_t)b_t$$

أما إذا كانت قيمة هذا المؤشر (I_t) يساوي الصفر فسيحافظ الدين العام على ثبات مستواه، أما إذا كان المؤشر سالبا فيدل ذلك أن الدخل الجاري أكبر من المستوى المطلوب أي أكبر من مستوى الدخل المستدام وسيتخذ الدين العام مسار تنازلي في السنوات المقبلة.

2/- مؤشر بويتر (Buiter's Indicator):

إقترح بويتر (Buiter*:1985)استعمال مؤشر يعتمد على مفهوم القيمة الصافية للثروة (net-wealth-value) والتي تعرف بأنها مجموع الأصول بما فيها الأصول المالية والعينية مطروحا منها إجمالي الدين العام، والكتابة الرياضية لمؤشر بويتر كما يلي:[2]

$$b^* - b_t = (r - q)w_t - b_t$$

[1] عمرو محمد محمود سليمان،مرجع سابق، ص:293.

*للمزيد أنظر: Buiter, willem H," A Guide to public sector debt and deficit ",Economic Policy,VOL1,1985,PP.13-79.

[2] International Organization of Supreme Audit Institutions.Debt Indicators. Op.cit.P :15.

حيث أن b^*: هو نسبة الدين الأولي المستدام إلى الناتج المحلي الإجمالي ، و b: هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، و w_t: هو قيمة الصافية للثروة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وr: هو سعر الفائدة، و q: هو معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

تدل القيمة الموجبة للمؤشر على أن الرصيد الأولي الفعلي عند مستوى منخفض للغاية ولا يستطيع تثبيت القيمة الصافية للثروة بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (net–wealth–value to GDP ratio)، فمؤشر بويتر يعتبر أن السياسة المالية مستدامة إذا أدت إلى الحفاظ على ثبات القيمة الصافية لثروة المجتمع.[1]

لكن تطبيق هذا المؤشر محدود من جراء مشاكل عدة من حيث المنهج والقياس، حيث يترتب على القياس الصحيح للقيمة الصافية للثروة بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، أن تضم عددا من عناصر يصعب إحصاؤها العملي، فالأصول يجب ألا تقتصر على الأصول المالية ورأس المال الحقيقي فقط، بل يجب أن تتضمن كذلك الأراضي والمعادن والقيمة الحالية للضرائب المستقبلية إضافة إلى غيرها التي يصعب إحصاؤها، أما الخصوم فيجب احتساب كامل مكونات الدين العام إضافة الى القيمة المعدلة حسب المخاطر لعدد من الخصوم الطارئة التي يصعب إحصاؤها.

3/– مؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير(Short termprimary gap indicator):

مؤشر الفجوة الأولية القصيرة الأجل، هو مؤشر يدل على مستوى الرصيد الأولي المطلوب لتثبيت الدين كنسبة الناتج المحلى الإجمالي (GDP)، وفي مايلي الكتابة الرياضية للمؤشر:[2]

$$BP^* - BP = (r_t - n_t)b - BP$$

حيث أن BP^* هو الرصيد الأولي المطلوب لتثبيت الدين، وBP هو الرص يد الأولي الحالي، وr هو سعر الفائدة الحقيقي، وnهو معدل النمو الديموغرافي وb هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي.

[1] عمرو محمدمحمودسليمان،مرجعسابق،ص:292.

[2] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op.cit.P :16.

إذا كان الرصيد الأولي المستدام (BP^*) أكبر من الرصيد الأولي الحالي، فإن مؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير سيكون موجبة، والمقصود بذلك أن السياسة المالية ليست مستدامة لأنها تتوجه إلى رفع مستوى الدين بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

في المقابل، إذا كانت الرصيد الأولي المستدام أصغر من الرصيد الأولي الحالي، فإن مؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير سيكون سالب، ويدل على أن السياسة المالية العام تتصف بالاستدامة، لأنها تتوجه إلى تخفيض مستوى الدين بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

4/- مؤشر الوضع المالي المستدام(Sustainable fiscal position indicator)

قدم **(Croce and juan-ramon:2003)** مؤشرا للاستدامة المالية يتيح إكمال التحليل المتعلق بالمؤشرات التقليدية للاستدامة المالية بواسطة منهج تاريخي يقيم دالة رد الفعل (reaction function) للسلطات المالية تجاه تقلب المتغيرات المحددة لاستدامة الدين العام في الزمن، ولهذا سُمي مؤشر الوضع المالي المستدام، مثال: لفهم تأثير تقلبات ظروف الاقتصاد الكلي طويلة الأجل على مستوى الرصيد الأولي المطلوب لتثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، تتم مقارنة دالة رد الفعل مع تطور الظروف المحددة لثبات نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي للأجل الطويل، أي التناسب بين سعر الفائدة للأجل الطويل ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للأجل الطويل .

فكلما زاد سعر الفائدة للأجل الطويل ليصبح أعلى من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، كلما زاد الفائض الأولي المطلوب لتثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الزمن، والعكس صحيح،[1] وفيما يلي الكتابة الرياضية للمؤشر:[2]

$$IFS_t = (\beta_t - \lambda_t) = \frac{1 + r_t}{1 + g_t} - \frac{BP_t - BP^*}{b_{t-1} - b^*}$$

حيث أن β هو التناسب بين سعر الفائدة الحقيقي (r) ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (g) و (λ) هي دالة رد الفعل للسياسة المالية وتتمثل في التناسب بين فجوة الرصيد الأولي الفعلي (BP) و الرصيد الأولي المستدام أو المستهدف (BP^*)،

[1] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op .cit. PP :19-17.
[2] Croce, E. and V.H. Juan-Ramon, Assessing fiscal Sustainability :A Cross-Country comparison, IMF Working, Washington,2003. P:07.

والفجوة بين نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي للفترة السابقة (b)، ونسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي المستدام أو المستهدف (b*).

في ظروف الثبات، إذا كانت قيمة المؤشر أكبر أو يساوي (1) يدل ذلك على أن الوضع المالي غير مستدام والسلطات المالية العامة لا تزال تمارس سياسة مالية لا تتوافق مع اقتراب نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى مستويات مستدامة .

من جهة أخرى إذا كانت قيمة المؤشر أقل من (1) يدل ذلك على أن الوضع المالي مستدام ومتوافق مع الظروف المطلوبة لضمان تحقيق الاستدامة المالية.

5/- مؤشر عدم ثبات قيمة العملات (Currency availability indicators):

هو مؤشر يهتم بتأثير انخفاض سعر الصرف على الاستدامة المالية، حيث اقترح كل من **(Calvoand IzquierdoTalvi:2003)**[1] مؤشر ينبني على كون سرعة التقلب في متغيرات تدفقات قيمة رؤوس الأموال أكبر منها في باقي متغيرات الاقتصاد الكلي، ولذلك فإن تكوين الدين بالمقارنة مع تكوين الإنتاج الصناعي (السلع القابلة للاتجار والسلع غير القابلة للاتجار مع العالم الخارجي) هو عنصر هام جدا لاستدامة المالية، ويقارن هذا المؤشر التناسب بين الدين الخارجي والدين الداخلي مع التناسب بين السلع القابلة للاتجار والسلع غير القابلة للاتجار مع العالم الخارجي في الاقتصاد ما:[2]

$$b = \frac{B+eB^*}{y+ey^*} \quad (A)$$

حيث أن b هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، وB هو الدين من ناحية السلع غير القابلة للاتجار، وe هو سعر الصرف الحقيقي، وB* هو الدين من ناحية السلع القابلة للاتجار، و y هو الناتج المحلي الإجمالي للسلع غير القابلة للاتجار، و y* هو الناتج المحلي الإجمالي للسلع القابلة للإتجار، **مثال** عن حالة تتعلق باستعمال هذا المؤشر:

(B)

[1] للمزيد أنظر: Calvo, G.A. A. Lzquierdo and E. Talvi, Sudden Stops, the real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability, NBER Working Paper.No:9828, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
[2] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op.cit. PP :19-20.

في هذه الحالة لا تؤثر متغيرات سعر الص رف على الاستدامة المالية ويتم الحفاظ على ثبات نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهذا ما يحدث إذا توافق تكوين الدين مع تكوين الإنتاج بشكل تام، من جهة أخرى إذا كانت القيمة أقرب من 0 ب دلا من اقترابها من 1 نلاحظ درجة عالية من حساسية الوضع المالي تجاه تقلبات سعر الصرف الحقيقي، إذن يتطلب تقدير المؤشر (A) تحديد المؤشر (B) وبذلك يكون مؤشر عدم ثبات قيمة العملات كالتالي:

$$\frac{B/eB^*}{y/ey^*} = I \quad (0 \leq I \leq 1)$$

6/- مؤشرات الاستدامة المالية وفق قيود طويلة الأجل :

لغرض دراسة السلوك المستقبلي لبعض المتغيرات، وتغطية الأحداث التي تقع في المستقبل (الالتزامات الاحتمالية الطارئة أو المدفوعات المستقبلية للفوائد) في تحليلات الاستدامة المالية، قدم (**Bagnai :2003 and others**)[1] مؤشر يفترض أنه في الأجلين المتوسط والطويل : الأجيال المتعاقبة لبلد ما سيصبحون المصدر الرئيسي للتمويل الحكومي من ناحية الدين العام (مكتتبين في السوق المالي) ومن ناحية الضرائب (دافعي ضرائب جدد)، وتستهدف هذه التقديرات إلى الحفاظ على استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (B/Y) في الزمن، حيث يتم التوصل إلى هذا الاستقرار الديناميكي بتوفر الشرطين التاليين:[2]

$$\frac{B}{y} < \tilde{b} = k\left[\frac{\varepsilon(1+n)\tau}{1-\tau}\right] - \{n - r(1-\tau)\}\Phi \qquad (A)$$

$$\Phi \equiv 1 - \eta(1-s) + \left[\frac{\varepsilon(1+n)}{r(1-\tau)} - \frac{s\delta(1-\varphi)}{\varphi}\right] < 0 \qquad (B)$$

حيث أن n هو معدل نمو الديمغرافي، وτ هو الضريبة على الدخل، و s هو نسبة الدخل الذي يتم ادخاره، وr هو سعر الفائدة الحقيقي، وδهي مرونة الادخار بالنسبة إلى سعر الفائدة، وε هي مرونة

[1] للمزيد أنظر: Bagnai, Alberto, Keynesian and neoclassical. fiscal sustainability indicators, with applications to emu member countries, University of Rome I Department of Public Economics.

[2] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op .cit. PP :20-21.

الاستثمارات بالنسبة إلى سعر الفائدة، η هي مرونة الاستهلاك بالنسبة إلى الدخل، و k هي نسبة رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي، و ϕ هي مرونة المنتوج بالنسبة إلى رأس المال العيني .

فإذا زادت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (B/Y) على مستوى ($\tilde{b}_1$) يكون النظام الاقتصادي غير مستدام من حيث سرعة تحرك نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الزمن، ويكتسب مستوى الدين العام قابلية للتأثر لأي صدمة خارجية، أين يصبح الدين العام متفجر المسار (explosive trajectory)، أو على مسار غير مستدام.

7/- المحاسبة الجيلية (Generational accounting):

من أجل تكريس الشفافية والمساءلة لتجسيد مفهوم الاستدامة المالية على أرض الواقع ومعرفة المزايا المالية الذي استفاد منها كل جيل من الأجيال المتعاقبة، تُستخدم المحاسبة الجيلية كأسلوب لتقييم الآثار التوزيعية للسياسات المالية العامة على مختلف الأجيال، ويتم هذا عن طريق تقدير القيمة الحالية الصافية للمدفوعات الضريبية (الضرائب المدفوعة ناقص المزايا المتلقات)، على امتداد حياة الأجيال المختلفة في ظل الضريبة الجارية وسياسات الإنفاق المعمول بها،[1] أين يمكن استخراج العبء الضريبي المفروض على الأجيال المستقبلية من خلال العلاقة الرياضية التالية:

$$PVG_t = NW_t + PVL_t + PVF_t ,$$

حيث في ظل السياسات الحالية (في السنة t)، (PVGt*) هي القيمة المخصومة الحالية للمشتريات الحكومية المتوقعة من السلع والخدمات والتي تساوي صافي الثروة المالية الحالية للحكومة(NWt*) إضافة القيمة الحالية للمدفوعات الضرائب الصافية للأجيال الحالية (PVLt*)، والجزء المتبقي يمثل القيمة الحالية الصافية لمدفوعات الضرائب التي على عاتق الأجيال المستقبلية (PVFt*).

ويمثل استخدام المحاسبة الجيلية طريقة مبتكرة لتقييم الآثار طويلة الأجل للسياسة المالية العامة، وذلك عن طريق توضيح العبء الضريبي الصافي الذي تتحمله مختلف أجيال المتعاقبة، عن طريق مقارنة العبء الضريبي الصافي الذي تواجهه الأجيال كل على حدا، وما تنطوي عليه السياسات الجارية من نقل

[1] فتحي خن، إدارة العوائد البترولية بما يحقق استدامة المالية العامة في الجزائر، مرجع سابق، ص: 15.

* **PVGt :** Present Value of the Government's projected purchases of goods and services.
* **NWt:** government's current Net financial Wealth
* **PVLt :** present value of net tax payments by living generations
* **PVFt :** present value net tax payments by future-born cohorts

للأعباء المالية للأجيال القادمة، ومن ثم استخدام ما استخلص من معلومات كأساس لإصدار أحكام بشأن مدى استدامة المالية العامة.[1]

III: المؤشرات المتعلقة بالمخاطر المالية للدين العام.

الدولة في إدارتها لماليتها العمومية كثيرا ما يعترضها تطورات مالية على نحو غير متوقع تشكل في مجموعها المخاطر المالية العامة التي تتسبب غالبا بارتفاع عجز الموازنة وزيادة الدين العام، مما قد يتسبب في انحرافات في النتائج المالية العامة عن التوقعات المتنبأ بها [2]، لذلك نلجأ لحساب عدد من مؤشرات المخاطر المالية المتعلقة بالدين العام والمالية العامة للدولة والتي تختلف باختلاف أنواع المخاطر المحتملة الوقوع،والتي يمكن تقسيمها إلى الفئات التالية:

1/- المؤشرات المتعلقة بمخاطر السوق:

من بين المؤشرات الأكثر انتشاراً لقياس مخاطر السوق ما يأتي:

1-1/- أسعار الفائدة ومنحنى العائد (Interest Rates and Yield Curve): تقدّم الأسواق المالية أدوات فعالة لتحويل رؤوس الأموال فيما بين العوامل الاقتصادية، حيث يستلم المُقرض فائدة من الاستعمال المؤقت لرأس ماله، ولذلك يتوقف التحديد الفعال لأسعار الفائدة للآجال المختلفة على فاعلية سوق العملة، ويسمح إنشاء سوق أكثر ضبطا (more consolidated market) بتوفير ظروف أحسن لتمويل الإحتياجات التمويلية الحكومية لأي أجل سواق كان القصير، المتوسط، أو الطويل. [3]

ولذلك من الضروري معرفة أسعار الفائدة لكل نوع من أنواع العملة وإيجاد طريقة لمقارنتها على نفس الأساس، عند حدوث ذلك يمكن الحصول على هيكل بيني لأسعار الفائدة، حيث يستطيع إظهار أسعار الفائدة ذات الآجال والمدد المختلفة بشكل منتظم، ويُعرف هذا المؤشر باسم منحنى العائد (yield curve)، ومن الممكن تفسير انحداره بثلاثة أشكال مختلفة كما هو موضح في الجدول التالي:

[1] International monetary fund. Public sector debt statistics : guide for compilers and users. op.cit .p:93-94.
[2] Benedict Clements, Xavier Debrun, Brian Olden, and Amanda Sayegh. Op.cit..P:48.
[3] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op .cit. P :23-24.

الجدول رقم (2-3): يفسر موضع وانحدار منحنى العائد

الانحدار	نظرية توقعات السوق	نظرية تفضيل السيولة	نظرية تجزئة السوق
موجب	من المتوقع ارتفاع أسعار الفائدة للأجل القصير	علاوة موجبة للسيولة	زيادة العرض عن الطلب للآجال الطويلة
سلبي	من المتوقع انخفاض أسعار الفائدة للأجل القصير	علاوة سلبية (عقوبة) للسيولة	زيادة العرض عن الطلب للآجال القصيرة
أفقي	من المتوقع عدم تغير أسعار الفائدة	لا توجد علاوة للسيولة	توازن بين العرض والطلب
مقعر	من المتوقع ارتفاع أسعار افائدة للأجل القصير وانخفاضها فيما بعد	علاوة موجبة للسيولة تتلوها علاوة سلبية للسيولة	زيادة العرض عن الطلب للآجال المتوسطة

المصدر: المنظمة الدولية للتدقيق المؤسسي (INTOSAI)، مؤشرات الدين العام، ص:30.

1-2/- المدة و متوسط أجال الاستحقاق المتبقية : متوسط أجال الاستحقاق المتبقية هو مؤشر لتتبع آجال استحقاق الدين العام في محاولة لرصد مخاطر إعادة التمويل،[1] بينما مقياس المدة فيتم خلاله قياس متوسط حياة السند المالي من ناحية المدفوعات (الفائدة وأصل الدين)، ويتحدد وزن كل أجل وفق مبالغ التدفق النقدي له بالقيمة الحالية، وتجدر الاشارة إلى أنه كلما زادت مدة سند الدين كلما قل الخطر الناجم عنه.

1-3/-الإنحراف المعياري: يدل الانحراف المعياري على مدى ابتعاد مجموعة المعلومات عن متوسط قيمها، مثلا: إذا كانت نسبة العائد على سند الدين هي: 1,72% وكان انحرافه المعياري 0,23% فإن متوسط عائد سند الدين يتراوح فيما بين نسبة 1,49 % ونسبة 1.95%.[2]

1-4/- مؤشر العائد المعدل بالخطر (RAR*) : مؤشر العائد المعدل بالخطر هو مؤشر تحليلي إحصائي يدل على كيفية الانخفاض المتوقع لسعر الفائدة المتوقف على الإصدار، وما مدى تغطيته للخسارة المتوقعة من جراء زيادة سعر الفائدة نفسه، ويدل هذا المؤشر على عدد المرات

[1] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P:37.
[2] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op .cit. P :25.
* **RaR** :Risk-Adjusted Yield

التي تزيد بها توقعات الخسارة بالمقارنة مع الأرباح المتوقعة، لذلك كلما انخفض المؤشر كلما تحسن وضع محفظة الدين لمواجهة الأزمات التي قد تحدث وتؤدي إلى ارتفاع التكلفة المالية.[1]

1-5/- جدول الاهتلاكات (Amortization Schedule): يدل جدول الإهتلاكات على التوزيع الزمني لمدفوعات رأس المال، فمن المهم تشكيل سلسلة منظمة للإهتلاكات بهدف تخفيض خطر إعادة تمويل مبلغ كبير من الدين في حالة ظروف السوق غير الملائمة.

1-6/- مخاطر التكلفة (CaR*): تشكل مخاطر التكلفة مقياساً تكميلياً للمدة وجدول الإهتلاكات بشأن إدارة مخاطر محفظة الدين، ويتيح هذا المؤشر تقييم عواقب تكلفة مختلف استراتيجيات الإصدار، ويقدر مؤشر مخاطر التكلفة من الناحية الإحصائية المستوى الأعلى الذي قد يصل إليه التكلفة المالية، ويبني تقديره على توزيع التكاليف المتعلقة بمختلف الأوضاع في المتغيرات المحتملة للمخاطر.[2]

2/- المؤشرات المتعلقة بمخاطر السمعة (Reputation Risk):

يمكن تقييم مخاطر السمعة لدين عام لدولة ما إما من خلال التصنيف الائتماني و/أو من خلال مؤشرات المخاطر السيادية، ويتم ذلك بواسطة وكالة التنقيط متخصصة في تحليل حسابات الدول أو الشركات أو أي عملية مالية، من خلال فحص منشوراتها المتعلقة بقدرة هذه الكيانات على الامتثال بالتزاماتها.[3]

2-1/- التصنيف الإئتماني (Credit Ratings): يجسد التصنيف الإئتماني، تَصَوُر المتعاملين الاقتصاديين الخواص لأوضاع الديون في دولة ما، حيث يتم تحليل جودة الائتمان بواسطة وكالات تصنيف مختصة في ذلك، تقيّم الدين بناء على مقاييس معينة، أين يتم تسجيل علامة عالية عندما لا يرى العامل المصنف أدلة كثيرة على إفلاس أو نقص السيولة في المستقبل مما يمنع من سداد الأقساط المحددة بانتظام، أما العلامة المنخفضة فتعبر عن إحتمالية عدم استطاعة الدولة الوفاء في الالتزامات التعاقدية مستقبلا.[4]

مثال: وكالة التصنيف الائتماني لاقتصاديات التجارة* (TE Rating) تنقط الجدارة الائتمانية للدول على أساس (100) نقطة أساس (وهو مستوى عدم وجود خطر) و (0) نقطة أساس (وجود خطر عدم السداد)، وذلك على عكس التقديرات التي تقدمها وكالات الائتمان الرئيسية (Fitch. Ratings Moody's

[1] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op .cit. P :25.
* **CaR :**Cost at Risk
[2] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op .cit. P :26.
[3] فتحي خن، التنقيط غير المالي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، مجلة جيل الدراسات المقارنة، مركز جيل البحث العلمي، العدد الأول-جوان 2016، لبنان، ص:106.
[4] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op .cit. P :17-28.
* **TE Rating**: The Trading Economics credit rating

et Standard & Poor's)، حيث أن مؤشرها يأخذ قيم عددية وذلك للتدقيق أكثر عند المقارنة بين عدة الدول، كما هو موضح في الجدول أدناه:

جدول رقم (2-4): مدرج التصنيف

التصنيف/ الوكالات	Fitch	Moody's	S&P	TE
عدم وجود خطر	AAA	Aaa	AAA	100
تصنيف مرتفع الدرجة	AA+	Aa1	AA+	95
	AA	Aa2	AA	90
	AA-	Aa3	AA-	85
تصنيف فوق المتوسط	A+	A1	A+	80
	A	A2	A	75
	A-	A3	A-	70
تصنيف تحت المتوسط	BBB+	Baa1	BBB+	65
	BBB	Baa2	BBB	60
	BBB-	Baa3	BBB-	55
تصنيف غير محفز على الاستثمار	BB+	Ba1	BB+	50
(مضطرب)	BB	Ba2	BB	45
	BB-	Ba3	BB-	40
تصنيف عالي الاضطراب	B+	B1	B+	35
	B	B2	B	30
	B-	B3	B-	25
مخاطر كبيرة	CCC	Caa1	CCC+	20
متضارب جدا		Caa2	CCC	15
خطر عدم السداد		Caa3	CCC-	10
مع إحتمال ضئيل للإسترداد		Ca	CC	5
		C	C	5
خطر عدم السداد	DDD	/	D	0
	DD	/		
	D			

المصدر: http://www.tradingeconomics.com/rating

2-2/- مؤشرات المخاطر السيادية (Sovereign Risk Indicators):مؤشر المخاطر السيادية هو مؤشر يستهدف قياس المخاطر السياسية الواردة في الدولة بخصوص الاستثمارات الأجنبية، فهو مؤشر مبسَّط للوضع الاقتصادي في دولة ما ويستعمله المستثمرون الدوليون كعنصر إضافي عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

فالمستثمرين الأجانب عند اختيارهم مكان وكيفية استثماراتهم المقبلة يهدفون إلى تحصيل أكبر ربح ممكن، آخذين بعين الاعتبار كل المخاطر التي من المحتمل أن تجعل الأرباح أقل مما توقعوا أو تفضي إلى تحقيق خسائر.

مؤشرات المخاطر السيادية تصدر عن وكالات التصنيف؛ مثلاً مؤشر (EMBI) ومؤشر (GBI) الصادرين عن وكالة (JP Morgan) هما عبارة عن مؤشرين رئيسيين للمخاطر السيادية في الاقتصاديات النامية، يختص أولهما بالسندات المالية الخارجية وثانيهما بالسندات المالية المحلية[1].

[1] International Organization of Supreme Audit Institutions. Debt Indicators. Op .cit. PP :28-30.

خلاصة الفصل الثاني:

احتفظ مصطلح الاستدامة المالية ببعده الأصلي كمقياس للملاءة المالية للحكومة، ولكنه اكتسب مع تطور مفهوم الاستدامة المالية عدة أبعاد تتعلق بالحكومات التي لا تجد صعوبة في الوفاء بالتزاماتها المالية، أين إتسع تحليل الاستدامة المالية في أبعادها الأخرى إلى دراسة الظروف المالية التي قد تؤخر النمو الاقتصادي وأسباب عدم استقرار الأعباء الضريبية، وانعكاسات التوجه نحو نقل أعباء الدين العام وتحميلها للأجيال المتعاقبة في المستقبل، من خلال زيادة الضرائب، وخفض الإعانات التي تقدمها الحكومة، وارتفاع معدل التضخم، وزيادة مخاطر الأزمة المالية، وهذا ما يوجب القيام بتقييم سنوي للاستدامة المالية من اجل معالجة الانحرافات وتجنب التوجه نحو مسار غير مستدام ماليا.

في نهاية هذا الفصل، لابد أن نشير إلى أنه ي وجد العديد من الانتقادات للإطار التحليلي للاستدامة الدين العام والمؤشرات التي يجب استخدامها في تقييم الاستدامة المالية، والتي نوجزها في:[1]

1) وجود مجموعة واسعة نسبيا من المعاني والمفاهيم المختلفة للاستدامة الدين العام تؤثر سلبا على عملية التقييم وتزيدها تعقيدا.
2) تقييم استدامة الدين العام ترتبط أساسا بالناتج المحلي الإجماليوالذي لا يزال مفهوما خاما في حد ذاته، لا يساعد على الوصول الى نتائج دقيقة.
3) عادة في الجانب التطبيقي، في حالة وجود أزمة دين عام لا يتم فصل بين حالات عدم الملاءة و حالات عدم السيولة المؤقتة، ولكن يتم التعامل مع جميع الحالات بنفس الطريقة.
4) تتم تقييم استدامة الدين العام دائما من وجهة نظر الدائنين، أما الدول المثقلة بالديون ليس لها تأثير يذكر في العملية.
5) إشكالية الطابع التقديري لمؤشرات تقييم الاستدامة المالية، فقد تكون هذه التقديرات عند مستويات عالية أو منخفضة من الدقة، مما قد يؤثر على قيمة التقييمات المستنبطة من احتساب هذه المؤشرات.[2]

[1] Katarina SehmPatomäki, Op .cit. P:129.
[2] International Organization of Supreme Audit Institutions.Debt Indicators. Op.cit.P :13.

تمهيد:

بناءا على تعريف الاستدامة المالية بالنسبة للدول النفطية والمتمثل "قدرة الحكومة على ضمان نفس القدر من الخدمات العامة، أو توفير نفس مستوى الإنفاق العام الحالي، في فترة ما بعد نضوب النفط، دون اللجوء إلى التمويل بالعجز للإنفاق العام أو دون اللجوء إلى الاعتماد المفرط على الدين العام"، وباعتبار أن الجزائر أحد الدول النفطية، إضافة إلى تصنيفها ضمن قائمة الدول المتقدمة والناشئة في إطار تحليل استدامة الدين العام (MAC.DSA) والتي تحتوي على جميع الاقتصادات المتقدمة ومعظم الأسواق الناشئة بما فيها الجزائر و السعودية والنرويج، وهي الدول التي تم اختيارها لإجراء دراسة المقارنة في الجانب التطبيقي من الدراسة وذلك بهدف:

- عدم الاقتصار على دراسة حالة الجزائر فقط وتجربتها في إدارة الدين العام، وذلك من خلال التطرق بشكل مقارن إلى دراسة حالة كل من العربية السعودية والنرويج.
- ضمان إجراء تحليل تقييمي لاستدامة الدين العام في الجزائر بالمقارنة مع دول أكثر ملاءمة.
- إضافة إلى بناء تحليل استشرافي يحدد مدى قابلية التأثر، والحساسية لمخاطر الصدمات في ظل السيناريو الأساسي، والسيناريوهات البديلة للدول محل الدراسة.
- تقييم استدامة الدين العام لكل دولة على أساس العتبات الاسترشادية لأعباء الدين العام والتي تعتمد على تصنيف نوعية السياسات والمؤسسات في كل بلد.
- مقارنة مؤشرات الاستدامة المالية في الجزائر بنظيراتها من أجل أخذ نظرة شاملة.
- إلقاء الضوء على دور العوائد النفطية كعامل رئيسي مؤثر على المالية العامة وإدارة الدين العام في كل دولة، وعلى مدى تحقق الاستدامة المالية في الدول محل الدراسة.
- استخلاص توصيات بشأن وضع إستراتيجية للاقتراض للحد من احتمال خطر الدخول في أزمة مديونية.

حيث يتناول هذا الفصل تحليل الوضعية الاقتصادية والمالية للدول موضع الدراسة وأهمية القطاع النفطي في كل منهم بصفة عامة، إضافة إلى تأثير هذا الأخير على تَحقُق الاستدامة المالية في ضوء الإستراتيجية المطبقة في كل دولة من الدول محل الدراسة في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فنقيم من خلاله مدى تحقق الاستدامة المالية في كل دولة من خلال التأكد من مدى احترام قيد الملاءة الزمني في كل منهم، ثم سنرصد تطور وتغير مؤشرات الاستدامة المالية في الجزائر في المبحث الأخير بالمقارنة مع غيرها في دول محل الدراسة، محاولين استخلاص النتائج بغية طرح البدائل والحلول للوضعية المالية الراهنة في الجزائر.

المبحث الأول/- تقييم الاستدامة المالية في الدول موضع الدراسة في ظل خصائصها الاقتصادية والمالية.

انطلاقا من أنه يجب تفسير نتائج تحليل الاستدامة المالية على ضوء خصائص الاقتصادية والمالية للبلد المعني، [1] وبالرجوع إلى أن اعتبار أي من السياسات المالية المطبقة في دولة ما مستدامة أم غير مستدامة يتوقف على مسار تغير مستوى الدين العام لها، إضافة إلى حجم تدفق نفقاتها والإيرادات العامة الحالية و المستقبلية لها، حيث يتميز كلاهما بدرجة عالية من عدم اليقين خاصة في الدول التي تعتمد في إعداد ميزانيتها العامة على العوائد المالية المتأتية من استغلال الموارد الطبيعية والطاقوية، كما هو الحال في الدول النفطية، كون إيرادات الموارد الطبيعية كالنفط والغاز تتصف بالتذبذب والتقلب في الأسعار، وعدم اليقين بسبب مميزات سوقها العالمي، إضافة إلى أن الأصل المشتقة منها هذه الموارد ناضب وغير متجدد، لذلك فقبل دراسة الاستدامة المالية لأي دولة نفطية يجب بداية تقييم الإدارة الاستخدامية لعوائدها النفطية من منظور تحقيق الاستدامة المالية.

I: تقييم الإدارة الاستخدامية للعوائد النفطية على ضوء أبعاد الاستدامة المالية.

في البداية، التمييز بين الموقف المالي النفطي و الموقف المالي غير النفطي (non-oil fiscal position)*أمر مطلوب بالنسبة للدول النفطية في مقاربات الاستدامة المالية، فالإيرادات ذات الصلة بالنفط ليست مثل المصادر التقليدية للإيرادات الحكومية وذلك للأسباب التالية[2]:

- أولا: النفط هو أحد الأصول الناضبة، واستخراجه وبيعه من طرف الحكومة، يمكن اعتباره تحويل الأصول المادية ("تحت الأرض") إلى أصول الاقتصادية أو مالية ("فوق الأرض")، وبالتالي، للحفاظ على مستوى الثروة يجب على الحكومة استثمار عائدات النفط في مشاريع تحقق معدل عائد اقتصادي تنافسي.
- ثانيا :استغلال احتياطيات النفط ينبغي أن يراعي تجسيد مبدأ الإنصاف بين الأجيال،لأن النفط هو أحد الأصول الطبيعية التي تتوفر عليها الدولة النفطية،

[1]International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, Op.cit.P:148.

*الموقف المالي غير النفطي (الايرادات الإجمالية – الايرادات المتعلقة بالنفط)– (النفقات الاجمالية – النفقات المتعلقة بالنفط)، مثال: فائض الميزانية بافتراض عدم وجود القطاع النفطي.

[2]Luca bandiera and others.“how to” of fiscal sustainability in oil-rich countries: the case of azerbaijan. SSRN Electronic Journal. April 2008.P:29.

وصافي فوائدها وتكاليف استخراجه يجب أن تكون مشتركة عبر الأجيال.

- أخيرا : يجب أن يستفيد من مقدار الضرائب المحصلة، الجيل الذي تحمل وفرضت عليه هذه الضرائب.

في الجزائر، المتتبع للسياسات المالية وأساليب إدارة العوائد النفطية ضمنها، يتساءل عن فلسفة السلطات المالية في الجزائر في إدارة الإيرادات النفطية، ومدى اعتبارها ثروة تحاول الدولة قدر المستطاع استدامة الانتفاع بها وتوجيه أكبر قدر من إيراداتها لاستثمارات تولد دخولاً مستقبلية، أم اعتبارها –الإيرادات النفطية – دخلاً يصرف على أوجه الإنفاق المختلفة بما فيها النفقات التسييرية الجارية.[1]

- حيث يعتمد الاقتصاد الجزائري بشكل كبير على قطاع المحروقات، ففي عام 2015 شكلت المحروقات نحو 94 % من عائدات التصدير و 48% من إيرادات الميزانية، و25% من الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، في المقابل يتكون القطاع غير النفطي بشكل رئيسي من قطاعي الصناعة والخدمات يغذيه الإنفاق الحكومي الممول بواسطة الإيرادات النفطية وهو يشكل نحو 75 % الباقية من الناتج المحلي الإجمالي،[2] وهو ما يعبر عن مدى الاختلالات القطاعية الهيكلية في الاقتصاد الوطني.

- كذلك الأمر في السعودية أين الإيرادات النفطية تشكل نحو 92% من إيرادات المالية العامة للحكومة المركزية ونحو 85 % من إيرادات التصدير، بينما يشكل قطاع النفط أكثر من 40 % من (GDP) وعلاوة على ذلك، هناك علاقة ارتباط بين النشاط في القطاع غير النفطي وأسعار النفط من خلال الإنفاق الحكومي، ولم تتغير أهمية الإيرادات النفطية للاقتصاد إلا في حدود ضيقة على مدى العقد الماضي،[3] كما هو موضح أدناه.

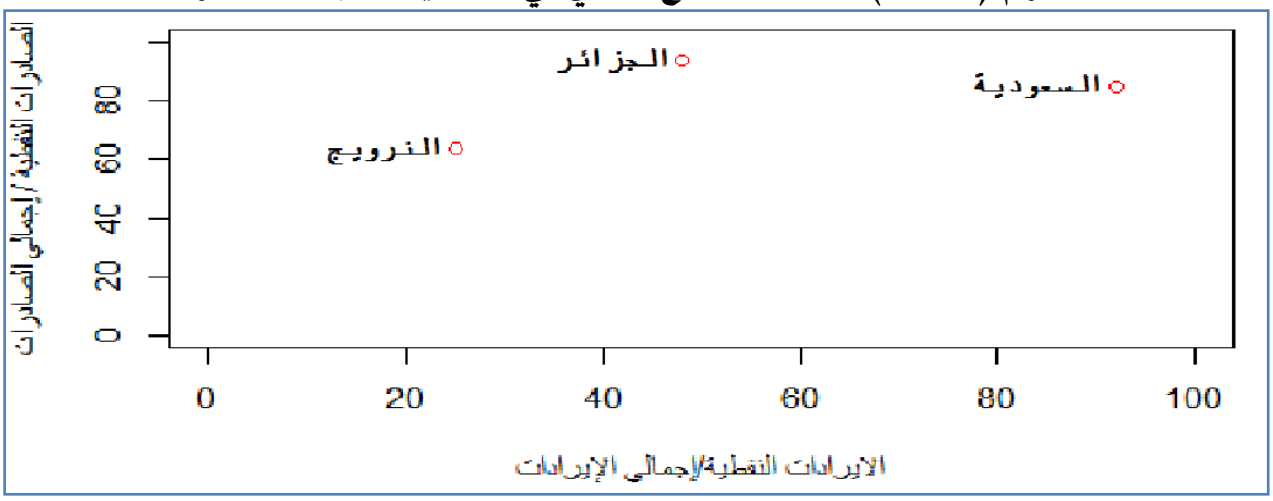
---

[1] فتحي خن، إدارة العوائد البترولية بما يحقق استدامة المالية العامة في الجزائر، مرجع سابق، ص:08.

[2] Moez Souissi. A STRUCTURAL MODEL FOR ALGERIA. ALGERIA. A STRUCTURAL MODEL FOR ALGERIA .SELECTED ISSUES.IMF Country Report No. 16/128.May 2016.P:04.

[3] Goblan Algahtani And Others. ASSESSING THE IMPORTANCE OF OIL AND INTEREST RATE SPILLOVERS FOR SAUDI ARABIA .SAUDI ARABIA. SELECTED ISSUES. IMF Country Report No. 15/286. October 2015.P:05.

الشكل رقم (03-01): مساهمة القطاع النفطي في اقتصاديات الدول محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج:R، وبالاعتماد على البيانات المستمدة من:

-Moez souissi. A structural model for algeria. Algeria. A structural model for algeria .selected issues.IMF country report no. 16/128.may 2016.P:04.

+luca bandiera and others.“how to” of fiscal sustainability in oil-rich countries: the case of azerbaijan. SSRN Electronic Journal. April 2008.P:30.

أما في النرويج فالقطاع النفطي يساهم بحوالي 23,2% ناتج محلي إجمالي، أين تشكل الصادرات النفطية نسبة 64,6% من إجمالي الصادرات و 25,8% من الإيرادات العمومية في النرويج مصدرها هو العائدات النفطية وذلك بفضل تبني الحكومة في النرويج مقاربة يطلق عليها: مقاربة الدخل الحقيقي (real income approach) تتضمن تصميم لقواعد المالية تهدف إلى تخفيف حدة تقلبات الإيرادات النفطية وعزل الاقتصاد والميزانية العمومية من الآثار العكسية لإنخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية، وكذلك يهدف لاستدامة الانتفاع من العوائد النفطية في النرويج، كما هو مبين في العنصر أدناه.

1/- مقاربة الدخل الحقيقي (real income approach):

أو ما يصطلح عليها **مقاربة"الطيور في اليد"** (**BIH***)، والتي لا تسمح باستخدام عائدات الموارد الطبيعية إلا بعد تصفيتها، أي أن النفقات الممولة من عائدات الموارد الطبيعية لا يمكن أن تتجاوز عائد الاستثمار في صندوق الثروة السيادي (SWF*)[1]، بعبارة أخرى: الإنفاق من عائدات النفط لا يمكن أن يتجاوز الدخل الاستثماري لصندوق النفط.[2]

*Bih : bird-in-the-hand
[1]Aslanli, k. Op.cit. P :3 .
*swf:sovereign wealth funds
[2]Van wijnbergen.s &budina.n. Op.cit. P:8.

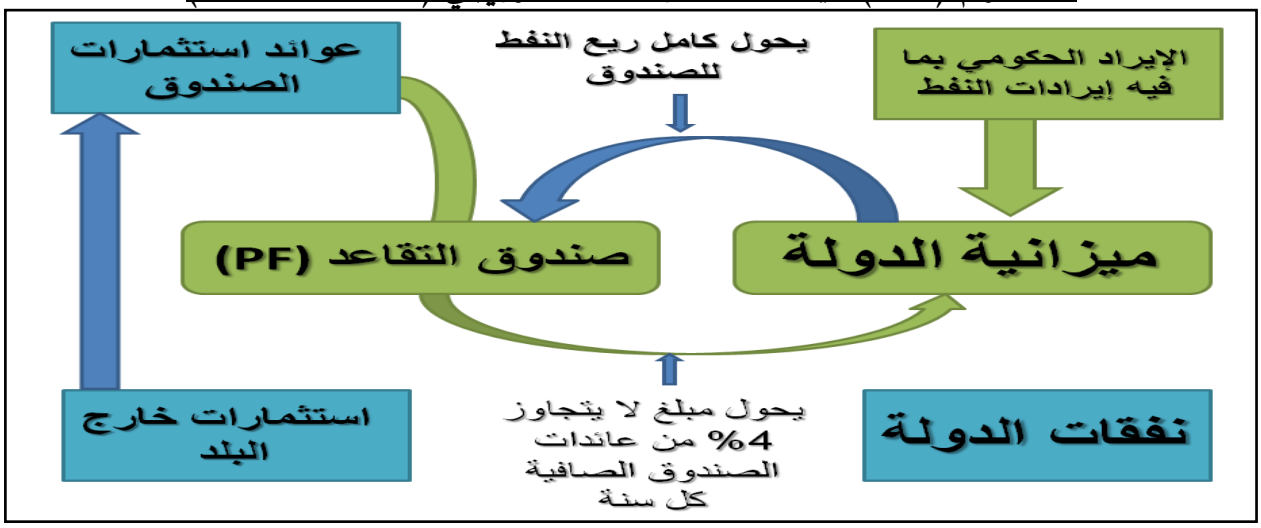
فللدول التي تختار مقاربة الدخل الحقيقي، تحول عوائد بيع الموارد الطبيعية إلى أصول مالية، ولا تنفق إلا الفائدة التي تتولد من هذه الأصول، أي أن استخدام عوائد الموارد الطاقوية ذا طبيعة تقييدية (restrictive nature).

هذا المسار يضمن انتقال حق استخدام العوائد النفطية الحالية للأجيال القادمة،[1] ويساهم في ضمان بعد أساسي من أبعاد الاستدامة المالية، والذي هو تجسيد مبدأ الإنصاف بين الأجيال.

ففي هذه المقاربة الإنفاق العام لا يرتبط ارتباطا مباشرا بإيرادات الموارد الطاقوية ولا يتأثر تأثيرا مباشرا بتقلبات أسعارها في الأسواق الدولية، أين يتم إنفاق العائد المكتسب من الأصول المالية فقط، وبذلك سيتأثر حجم الإنفاق العام بالتغيرات الحاصلة في حجم الأصول المالية المتراكمة فقط، وليس بسبب التغيرات في القيمة الحالية للعوائد البترولية ، وذلك ما هو موجود بالنسبة للنرويج من خلال اعتمادها على صندوق النفط المسمى بـ: صندوق التقاعد(Pension Fund).

وفيما يلي شكل توضيحي لآلية عمل صندوق الثروة السيادية للنرويج:

الشكل رقم (3-2):آلية عمل صندوق النفط النرويجي (Pension Fund)



Farouk al-kasim. managing petroleum resources the 'norwegian model' in a broad perspective, oxford institute for energy studies, uk 2006. P:405 .

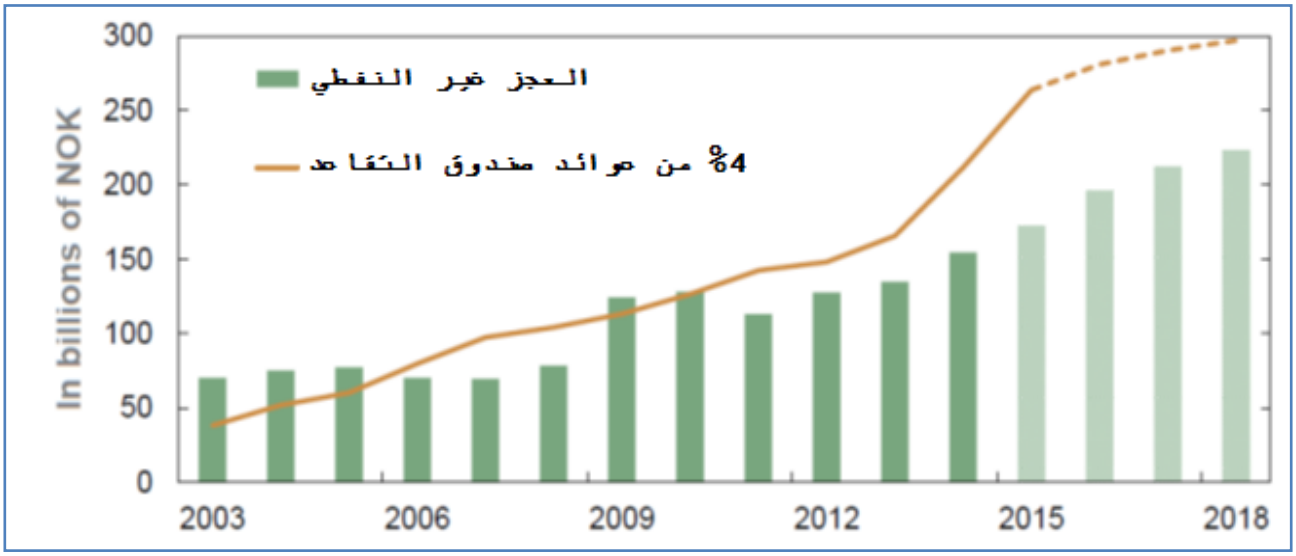
من خلال الشكل يتضح أن:

تنظيم صندوق التقاعد النرويجي وعلاقته بالميزانية العامة للدولة تتلخص في النقاط التالية:

[1] k. Aslanli. Op.cit. P :3 .

- يضم دخل الصندوق كل عائدات النفط، والربح المترتب على الاستثمارات التي يقوم بها الصندوق خارج البلد.
- تشرف وزارة المالية النرويجية على المسؤولية العليا لصندوق التقاعد، وعهدت للبنك المركزي النرويجي بالإدارة التشغيلية للصندوق.
- لا يسمح للحكومة بسحب أي أموال من الصندوق تزيد على العجز الأولي غير نفطي (NOPD*) في ميزانية الدولة، أي صياغة الميزانية باستثناء احتساب العوائد النفطية.
- يجب ألا يتجاوز العجز غير النفطي في الميزانية تحت الظروف الاعتيادية نسبة 4% من العائد السنوي لاستثمارات التي يتولاها صندوق التقاعد النرويجي كما هو موضح في الشكل أدناه:

الشكل رقم (3-3): هيكل العجز غير النفطي في النرويج و وحجم التحويلات الموجهة للميزانية من عوائد صندوق التقاعد



المصدر:

Norges bank. Norwegian government debt management. Investor presentation. 10 May 2016.P:23.

هذا التنظيم جعل من صندوق التقاعد النرويجي رائدا في تصنيفات الصناديق السيادية رغم أن النرويج لا تصنف ضمن أكبر منتجي ومصدري النفط في العالم، فحسب تصنيف مؤسسة (SWF-Institute) المتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية، وفي تقريرها الصادر في شهر

*يعرف العجز الأولي غير النفطي (**Non-Oil Primary Deficit**) باعتباره العجز الأولي في الميزانية العامة باستثناء عائدات النفط والغاز، والتي هي إلى حد كبير خارجة عن سيطرة الحكومة لأنها تعتمد أساسا على سعر النفط في الأسواق الدولية.

أفريل 2016، صنف صندوق التقاعد الحكومي النرويجي كأكبر صندوق سيادي في العالم بموجودات قدرت بـ847,6 مليار دولار، وجاء جهاز أبوظبي للاستثمار في المرتبة الثانية بنحو 773 مليار دولار، وجاء صندوق الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي "ساما" والذي يعد الصندوق السيادي للسعودية، في المرتبة الرابعة بنحو 675.9 مليار دولار، وحل صندوق ضبط الموارد الجزائري في المرتبة الواحدة والثلاثون بـ: 50 مليار دولار، وفيما يلي شكل بياني يوضح ترتيب الصناديق السيادية المذكورة أعلاه.

الشكل رقم (3-4): تصنيف أفريل 2016 للصناديق السيادية في العالم حسب حجم أصولها

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الرابط التالي: (تاريخ الاطلاع:2016/04/04. 23:20)

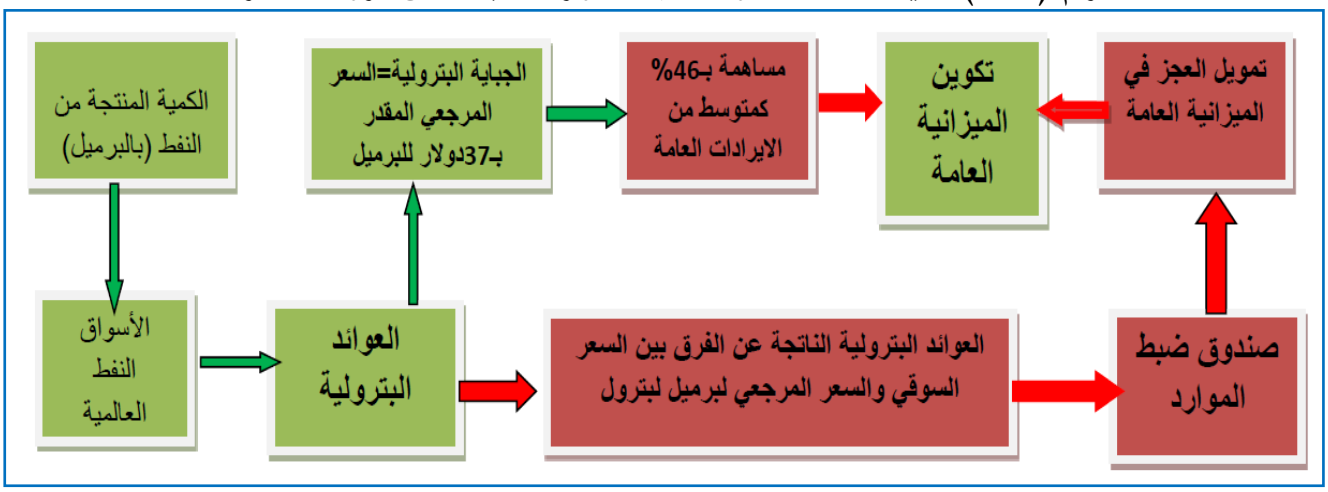
http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/

من خلال الشكل نلاحظ:

أن صندوق ضبط الموارد كان يحتل مركز متأخر جدا في تصنيفات مؤسسة (SWF Institute) وذلك قبل نفاذ احتياطات الصندوق في فيفري 2017، وذلك رغم الفوائض المالية المتراكمة والمتأتية في سنوات ارتفاع أسعار النفط وذلك ناتج عن آليات عمل صندوق ضبط الموارد التي لا تساعد على تراكم الأصول المدخرات المالية فيه.

أين تتوقف عمليات صندوق ضبط الموارد على وضعية الجباية النفطية، هذه الأخيرة تتأثر بمستوى أسعار النفط فاستحداث آلية صندوق ضبط الموارد، جاء لاستقطاب الإيرادات الناجمة عن التغيرات التي تحدث على الفروقات بين أسعار النفط المرجعية والفعلية، كما هو موضح في الشكل أدناه:

الشكل رقم (3-5): آليات عمل صندوق ضبط الموارد الناجمة عن فروق أسعار النفط.



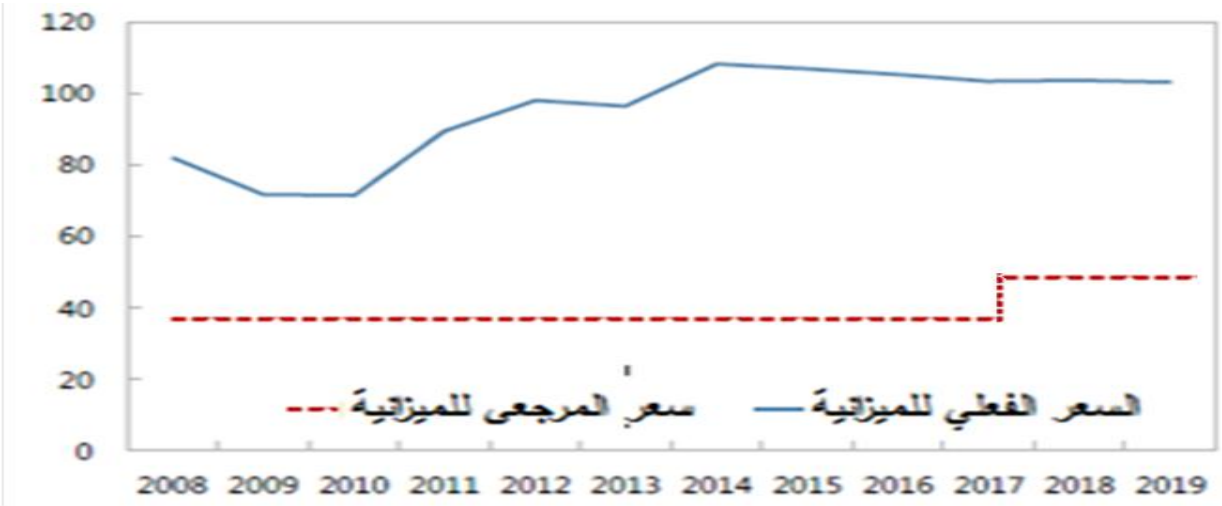
المصدر: فتحي خن، إدارة العوائد البترولية بما يحقق استدامة المالية العامة في الجزائر، المؤتمر الأول حول السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، جامعة سطيف 01، 07-08 أفريل2015، ص13.

فكما هو موضح في الشكل أعلاه: فإن إعداد الميزانية العمومية * في الجزائر يتم على أساس 37 دولار للبرميل منذ سنة 2008 إلى غاية سنة 2017 أين تم رفعه إلى مستوى 50 دولار للبرميل، وهو سعر إعداد مشروع الميزانية من دون مراعاة العجز المسجل فيها في نهاية كل سنة، والذي يتم تغطيته من طرف صندوق ضبط الموارد الممول من فائض العوائد البترولية قبل نفاذه في فيفري 2017، مما ينتج عنه إعداد الميزانية العامة السنوية فعليا على أساس أكثر من 80 دولارا للبرميل (كما هو موضح في الشكل أدناه)، في الوقت الذي بقيت تقديرات السلطة العمومية تشير إلى أن السعر المرجعي المتضمن في قانون المالية، الذي يناقش سنويا في البرلمان منذ 2008 كان يقدر بـ: 37 دولار للبرميل، بمعنى أن البرلمان لم يراقب، ولم يجيز إلا حوالي 50% من العوائد البترولية، في الوقت الذي يبقى فيه ما يزيد عن 50% خاضعة لتقديرات السلطة المالية، وخارجة عن رقابة البرلمان، وهذا ما جعل صندوق النقد الدولي يوصي بضرورة إدراج هذا الصندوق ضمن الميزانية العامة للدولة.

* تعرف الميزانية العمومية في النظام التشريعي الجزائري من خلال القانون رقم 21/90 المؤرخ في 15غشت 1990 المتعلق بالمحاسبة العمومية على أنها: الوثيقة التي تقدر للسنة المالية مجموع ايراداتها والنفقات الخاصة بالتسيير والاستثمار ومنها نفقات التجهيز العمومي والنفقات بالرأسمال وترخص بها.

والأصل في ميزانية الدولة أنها خطة مالية للدولة تتضمن تقديرات للنفقات والإيرادات العامة لفترة مقبلة تقوم بإعدادها السلطة التنفيذية وتُجاز بواسطة السلطة التشريعية قبل تنفيذها وتعكس الخطط التنموية التي ترسمها الدولة لتحقيق الأهداف المالية، الاقتصادية والاجتماعية، [1]ونظراً لأهمية موقع الميزانية في تحقيق الاستدامة المالية وما تتطلبه من إعداد وتحضير واعتماد لمشروع الميزانية وفق ضوابط تحكم الإنفاق العام ومصادر الايرادات العامة، فإنه من الأهمية التطرق لتطور سعر النفط المطلوب لمعادلة الرصيد المالي للميزانية العمومية في الجزائر والمبين في المنحنى أدناه:

الشكل رقم: (3-6): تطور سعر النفط المطلوب لمعادلة الرصيد المالي للميزانية الوحدة (دولار للبرميل)



المصدر :

Andrew Jewell. and others,ALGERIA SELECTED ISSUES. IMF Country Report No 14/342. December 2014.P:5.

من خلال الشكل أعلاه نسجل:

- أنه في ظل الافتراضات الأساسية المبينة في الشكل أعلاه، واستشرافا للمستقبل، فإن سعر برميل النفط المطلوب لمعادلة رصيد الميزانية العمومية يتوقع أن يظل أعلى من أسعار العقود الآجلة للنفط أيضا، (المستمدة من عقود النفط الآجلة)،

[1] يحي عبد الغني أبو الفتوح، الجوانب الاقتصادية والمالية وفي الميزانية العامة للدولة، مركز البحوث بمعهد الإدارة العامة،2014، العربية السعودية، ص:07.

مما يعني أن الجزائر ستواصل تسجيل العجز المالي في الميزانية، إذا لم تكن أسعار النفط أو أحجام الصادرات أعلى من التوقعات حاليا.

- أنه في ظل السياسات والاتجاهات الاقتصادية الحالية، الجزائر سوف تستنزف احتياطاتها المالية في الأجل المتوسط الطويل، وتترك الأجيال المقبلة في وضع مالي صعب، حيث نفذت الادخارات المالية الموضوعة في صندوق ضبط الموارد في فيفري 2017، إضافة إلى الانخفاض المستمر في احتياطات الصرف، التي انتقلت من: 193 مليار دولار في ماي 2014 إلى 105 مليار دولار في جويلية 2017.[1]
- فتحقيق الاستدامة المالية في الجزائر، يعني استهداف التوازن المالي غير النفطي الذي يمكن الحفاظ عليه حتى بعد أن تنفد إيرادات النفط والغاز، إضافة إلى السياسة المالية في الجزائر يجب أن تأخذ في الاعتبار أن الأفق الزمني القصير نسبيا لنضوب الموارد الطاقوية، والذي من المتوقع أن تنفد احتياطيات الجزائر من النفط الخام في مدى 20 عاما، واحتياطيات الغاز في مدى 55 عاما.[2]
- ومع احتمال استمرار التراجع أسعار النفط، ستضطر السلطات المالية في الجزائر إلى مواءمة أوضاعها المالية مع واقع سوق النفط العالمي، وإجراء تعديلات على سياسات الإنفاق والإيرادات لضمان الاستدامة المالية للأوضاع المالية العامة، وتحقيق العدالة بين الأجيال، وإعادة بناء الإطار المالي الذي يتيح للسياسات مجالا للمناورة، في ظل تمتع الجزائر بقدر معتبر من الاحتياطيات الوقائية تمنحها إمكانية إجراء تعديلات على نحو أكثر تدرجا لمواصلة احتواء الآثار السلبية على النمو.

- أما في السعودية، فتسعى السلطات المالية لبناء أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم من حيث حجم الأصول المالية تحت مسمى "صندوق استثمارات *

---

[1] مصالح الوزير الأول، مخطط عمل الحكومة، سبتمبر 2017، ص:08. متوفر على الرابط التالي:
http://www.premier-ministre.gov.dz/ressources/front/files/pdf/plans-d-actions/plan-d-action-du-gouvernement-2017-ar.pdf

[2] IMF.ALGERIA 2014 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 14/341. December 2014.Washington. P: 16.

* باستعراض تاريخ إنشاء الصناديق السيادية العربية نجد أن دولة الكويت كانت الرائدة في تأسيس أول صندوق سيادي والمسمى بـ: صندوق الأجيال القادمة عام 1976.

العامة" لتجنيب المالية العامة في السعودية مخاطر الصدمات الخارجية وتقلب أسعار النفط ، والذي سيجري استثمار موارده خارج الاقتصاد السعودي كما هو مطبق مع صندوق التقاعد النرويجي، إضافة إلى المشاريع التي تتطلب رؤوس أموال كبيرة لا يستطيع القطاع الخاص تغطيتها، وسيتم رفع قيمة أصول صندوق الاستثمارات العامة من: 600 مليار ريال إلى ما يزيد على: 7تريليونات ريال سعودي، [1] وذلك ضمن الرؤية الاستراتيجية للملكة العربية السعودية آفاق 2030.

إضافة إلى المقاربة المبينة أعلاه توجد عدة مقاربات منهجية تتبعها عدة دول بغية الوصول الى تحقيق الاستدامة المالية أكثرها استخداما هي مقاربة الدخل الدائم.

2/- مقاربة الدخل الدائم (permanent income approach) :

تعتبر هذه المقاربة الأكثر استخداماً بالنسبة للدول المصدرة للنفط أو ذات العوائد المتصلة بالموارد الطبيعية والمتصفة بشدة التقلب، وهي ما يصطلح عليها فرضية الدخل الدائم (PIH*) أين توجب هذه المقاربة على الحكومات محاولة التخفيف من الاستهلاك الحكومي بمرور الوقت، والتقليل من الاعتماد في تمويل الإنفاق على إيرادات النفط، ليصبح مساويا لصافي القيمة الحالية (NPV*)لعائدات استثمار الثروة النفطية،[2]وذلك من خلال إنشاء صناديق سيادية تتولى الإدارة الاستخدامية للعوائد النفطية واستثمارها في أوجه مدرة للعائد، كما هو حاصل في حالة صندوق النفط (Oil Fund) في أذربيجان.

ووفق هذا المفهوم، وبعد نضوب الموارد الطبيعية بما فيها النفط ستمول الحكومة نفقاتها المستقبلية بالاعتماد على الفوائض المالية المحققة في الماضي، هذه المقاربة تتجسد من خلال:[3]

- الادخار في سنوات ارتفاع الإيرادات من خلال تخصيص تجميعي في صندوق ثروة سيادي (SWF)، واستثمار هذه المدخرات في أصول مالية مدرة للعائد.
- تخصيص دخل دائم مكافئ للميزانية العامة، وتوفير إيرادات النفط والغاز التي تتجاوز هذا المبلغ في (SWF).

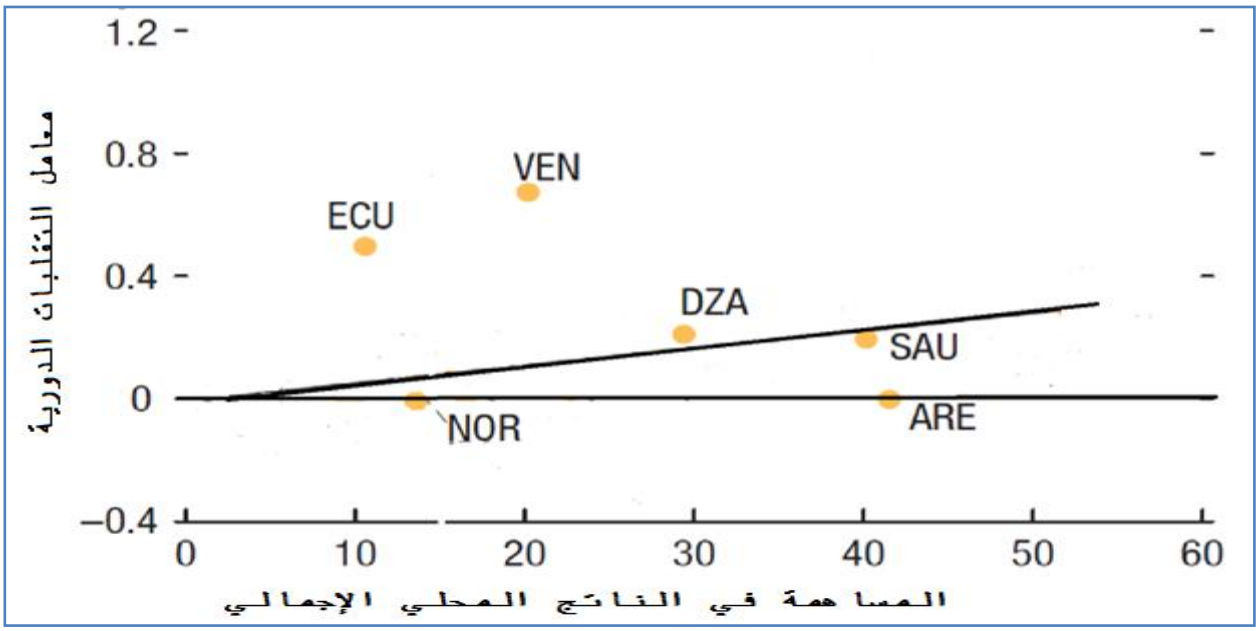
[1] المملكة العربية السعودية، رؤية 2030، ص:45. متوفر على الرابط التالي:www.vision2030.gov.sa

*PIH: Permanent Income Hypothesis
* NPV : Net Present Value
[2] K. Aslanli. Op.cit. PP: 2-3.
[3] Van Wijnbergen.S & Budina.N. Op.cit.P:2.

- يمنح للصندوق وظيفة إضافية تتمثل في تخفيف تأثير أي تغير غير متوقع في العوائد النفطية بسبب تغيرات أسعار النفط المؤقتة وغير متوقعة.
- عند التخصيص، ينبغي أن نراعي حجم العجز الأ ولي غير نفطي (NOPD)، عكس ما يتم من ادخار من أجل إعادة الصرف في نفس الوقت (ما هو حاصل بالنسبة لصندوق ضبط الموارد FRR في الجزائر)، مما يجعل التخصيص في (SWF)غير فعال.

حيث تكمن أهمية صناديق الثروة السيادية في اثنين من أدواره الرئيسية، الأولى المحافظة على الاستقرار النقدي واستمرارية السياسات المالية الحالية، والثانية هي الحفاظ على حقوق الأجيال المستقبلية وتحويل المزايا المالية لفائدتهم، كونها تمثل وسيلة لتحويل الموارد المتأتية من الثروات الطبيعية، والمواد الأولية لفائدة الأجيال القادمة، إضافة إلى أنها آلية فعالة لعزل الاقتصاد عن التقلبات الدورية المتعلقة بالموارد الطاقوية، كما هو موضح في الشكل أدناه:

الشكل رقم (3-7): التقلبات الدورية المتعلقة بالتبعية للمواد الطاقوية.



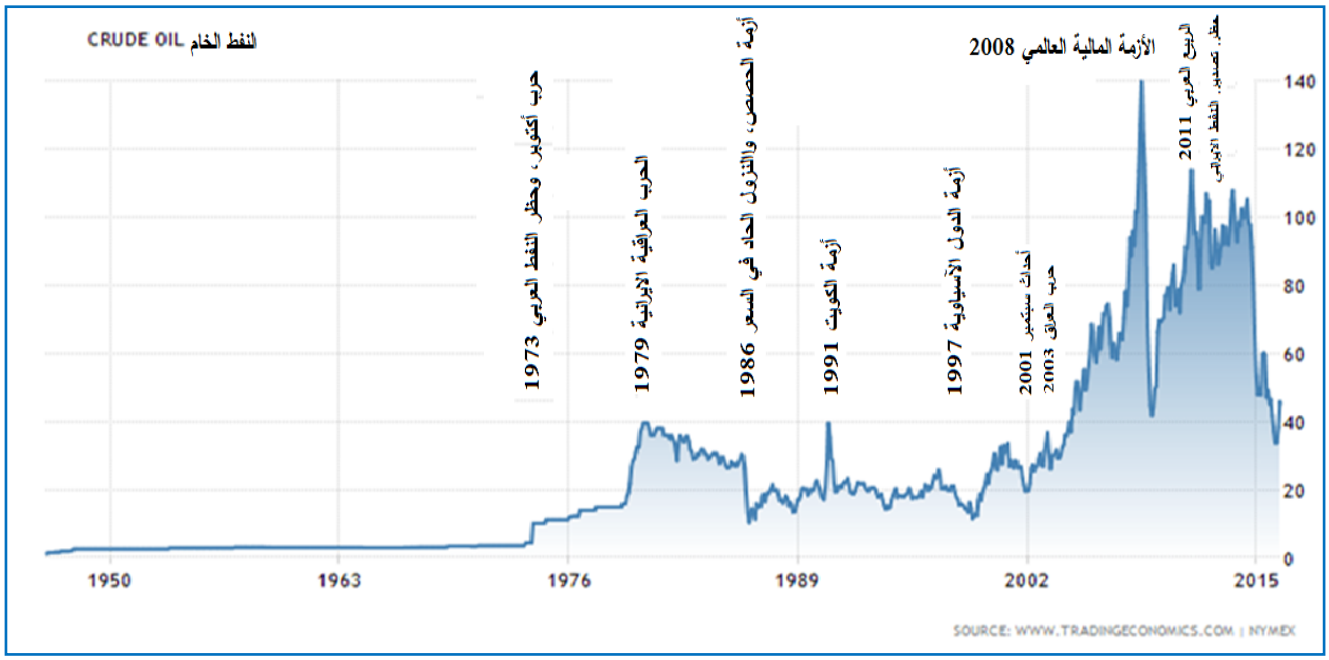
المصدر:

International Monetary Fund. the commodities roller coaster a fiscal framework for uncertain times, fiscal monitor. october 2015.P:06.

من خلال الشكل نلاحظ:

- عدم تأثر النرويج بالتقلبات الدورية المتعلقة بالتبعية للمواد الطاقوية، وذلك بفضل مقاربة الدخل الحقيقي التي تنتهجها الحكومة النرويجية لأجل عزل الاقتصاد من التأثيرات السلبية لتقلبات أسعار النفط، ومسايرة الإتجاهات الدورية للايرادات النفطية والحفاظ على مزاياها المالية وللاستفادة منها من قبل الأجيال المستقبلية من اجل تجسيد مضمون الاستدامة المالية.
- على عكس كل من الاقتصاد الجزائري والسعودي اللذان يتأثران بدرجة متفاوتة بالتقلبات الدورية الحاصلة في الأسواق العالمية للمواد الطاقوية وخاصة منها النفط، وذلك مرده عدم وجود آليات فعالة لعزل الاقتصاد عن التقلبات الدورية المتعلقة بتذبذب العائدات النفطية الراجع إلى تقلب سعرها في السوق العالمية، كما هو موضح في الشكل أدناه:

الشكل رقم (3-8): تقلبات أسعار النفط وفق تطور الأحداث للفترة 1946-2016.



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على بيانات مستخلصة من:

http://www.tradingeconomics.com

من خلال الشكل وتسلسل الأحداث المبينة في الشكل أعلاه نستنتج:

-أن أسعار النفط هو متغير خارجي بالنسبة لاقتصاديات الدول النفطية لا تستطيع التحكم فيه، وأن اقتصادياتها عرضة للصدمات النفطية وتقلبات أسعار النفط أكثر من غيرها.

-ومن هنا يجب على الدول النفطية الحد من تقلبات الإنفاق إلى مستويات دون مستويات تقلب الإيرادات النفطية من خلال تحويل تدفق مستقر وثابت من عائدات النفط نحو الميزانية في جانب الايرادات، وتخصيص الباقي لصندوق الاستقرار [1]، أو صناديق الثروة السيادية (SWF)، حيث تم إنشاء العديد من صناديق (SWF) في العديد من الدول النفطية من أجل تعزيز الاستدامة المالية والحد من التقلبات الدورية للسياسة المالية، ضمن مناهج أو مقاربات جديدة لتفادي عدم الاستقرار والتقلب في حجم الإيرادات النفطية، وحالة عدم الاستدامة في المالية العامة لهذه الدول، لذا على السلطات المالية في الجزائر انتهاج مقاربة تقيها من التقلبات النفطية وتضمن استدامة الإنتفاع من الثروة النفطية وذلك من خلال جعل الموارد الطبيعية غير المتجددة، موارد مالية مستدامة ومتجددة بفعل الاستثمار المدر للعائد وذلك بـ:

- إنشاء صندوق للثروة السيادية يؤدي إلى ضمان تحسين عزل الاقتصاد و السيولة المحلية من تقلبات الإيرادات النفطية، أو إيجاد آلية لتحويل صندوق ضبط الموارد إلى صندوق ثروة سيادي يعمل وفق إطار قانوني منظم مع الميزانية العامة للدولة، ومحافظ على القيمة الحقيقية للثروة، فالمضي قدما في تحقيق استدامة المالية العامة، غير ممكن في ظل الوضع الحالي لصندوق ضبط الموارد وطريقة التخصيص التمويلي الخاص به، والموجه لتغطية العجز في الميزانية، والتي لا تسمح باستثمار مستدام للموارد المالية.
- أو تحويل صندوق ضبط الموارد (FRR)، من صندوق لحفظ الفوائض المالية وإعادة إنفاقه في أوجه مختلفة غير مدرة للعائد مما أدى الى نفذ احتياطاته، تحويله إلى صندوق ثروة سيادي ذا طابع استثماري مدر للعائد، ومجدد لمداخيله من خلال هذه العوائد، وذلك بالاسترشاد بمبادئ سنتياغو، وذلك بتوزيع استثمارات الصندوق

[1]Luca Bandiera and others.Op.cit.P:30.

السيادي الجزائري إلى محفظة متنوعة من الاستثمارات تضمن تحقيق العوائد المناسبة، وتحافظ على موارد الأجيال المتلاحقة.

- تخصيص أصول الصندوق ينبغي أن تبدأ بمحافظ استثمارية جد سائلة ومنخفضة المخاطر، خصوصا في أول استثمار لاكتساب الخبرة الاستثمارية.
- عمليات السحب من الصندوق يجب أن تقتصر على تلبية احتياجات الميزانية، أين يجب ربط السحب بالإطار المالي متوسط الأجل.

II: أهمية العوائد النفطية في تعزيز القدرة على سداد الدين العام في الجزائر بالمقارنة بالدول محل الدراسة.

العوائد النفطية كان لها دائما دور أساسي في تعزيز قدرة الدول النفطية على الوفاء بالتزاماتها المالية خاصة ما يتعلق منها بالدين العام.

1/- نشأة الدين العام ودور العوائد النفطية في تعزيز القدرة على سداده الدين العام في ظل غياب واضحة لإدارته في الجزائر.

الجزائر ، وفي ظل الفجوة الكبيرة بين المدخرات المالية الحكومية و البرامج التنموية الطموحة التي وضعتها بهدف الخروج من دائرة التخلف بعد انتزاعها لاستقلالها سنة 1962، اختارت اللجوء إلى الاقتراض الخارجي لدعم المدخرات المحلية لتغطية الاحتياجات لتمويلية للمشاريع التنموية.

ومع بداية السبعينات من القرن الماضي، شهدت معظم الدول النفطية بما فيها الجزائر، زيادة كبيرة في إلتزامات الدين العام شجعها في ذلك قدرتها على تلبية دفعات خدمة الديون من خلال عائدات صادراتها النفطية، مما أورث دينا ضخما والتزامات بخدمة الدين لفترات لاحقة خاصة سنوات الثمانينات، لكن عند أول الصدمات النفطية في سنوات 1973 و 1979 (كما هو موضح في الشكل (3-8): تقلبات أسعار النفط وفق الأحداث للفترة 1946-2016) كان على مختلف الدول الاختيار ما بين أمرين:

- إما تقليص الواردات وفرض إجراءات مالية صارمة، وبهذا تعوق النمو والتنمية الاقتصادية،
- وإما تمويل العجز بمزيد من الاقتراض الخارجي، حتى لو غرقت أكثر في الديون وهو ما اختارته معظم الدول النامية بما فيها الجزائر ونتيجة لذلك فان التزامات

خدمة الدين الضخمة تراكمت إلى وصلت إلى أقصاها سنوات التسعينات، وذلك[1] كما هو موضح في الجدول أدناه.

الجدول رقم (3-1): تطور حجم الدين الخارجي للجزائر وخدماته خلال الفترة (1967-1994)

الوحدة: (مليار $)

السنوات	حجم الدين الخارجي	السنوات	حجم الدين	السنوات	حجم الدين	السنوات	حجم الدين
1967	1.4	1980	18.6	1985	19.6	1990	26.123
1972	2.3	1981	17.6	1986	19.3	1991	17.66
1973	2.9	1982	19.3	1987	22.88	1992	26.5
1975	5.8	1983	17.4	1988	25.141	1993	26.3
1977	10.01	1984	17	1989	25.325	1994	27.1
1979	17.4						

المصدر: مخلوفي عبد السلام، أزمة المديونية ولجوء الجزائر الى صندوق النقد الدولي، الملتقى الوطني الأول الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر و الممارسة التسويقية . المركز الجامعي بشار، 2005.ص:2.

من خلال الجدول نسجل:

-أن ظاهرة اللجوء إلى الدين الخارجي قد بدأت تأخذ أهمية كبيرة في نهاية عشرية السبعينات وذلك تزامنا مع انطلاق المخططات التنموية وتبني نموذج الصناعات المصنعة والذي تطلب رصد مبالغ ضخمة اضطرت الجزائر للجوء إلى الاستدانة الخارجية.

-إضافة إلى ذلك، زيادة حجم خدمات الدين من 4.12 مليار دولار سنة 1986 إلى 9.34 مليار دولار سنة 1993،ترتب عليها آثار سلبية على الاقتصاد، اضطر الحكومة خلالها للجوء السنوي المتكرر للاقتراض الخارجي القصير الأجل، مما أدى إلى تزايد المديونية الخارجية التي بلغت في سنة 1993 حجم 26 مليار دولار.[2]

-تراكم الدين الخارجي وتفاقمه سنوات الثمانينات والتسعينات ، وذلك كان نتيجة للأسباب التالية:

- عدم التمكن من التحكم في سياسة الاقتراض الخارجي، حيث يعتبر هذا العامل من

[1] ميشيل تودارو، مرجع سابق، ص 630-631.

[2] بلقاسم حسن بهلول "سياسة تخطيط التنمية و إعادة تنظيمها في الجزائر" الجزء الثاني- ديوان المطبوعات الجامعية – 1999، الجزائر. ص:292.

بين العوامل الأساسية التي ساهمت في بروز أزمة المديونية الجزائرية الخارجية فعلى الرغم من القيود التي حددها الإصلاح المالي سنة 1970، والمتعلقة بعملية الاقتراض الخارجي، والمتمثل في الحصول على موافقة وزارة المالية، [1] وأنلا تتجاوز نسبة التمويل الخارجي 30% المحددة له، لكن الاتصال المباشر و غير المتسق للمؤسسات الوطنية بالسوق المالية الدولية، أدى إلى تشتت السياسة المالية وعدم تحكمها في حجم الدين العام الخارجي للجزائر.

- غياب إستراتيجية ترسم مسار الاستعانة بالدين العام وهيئة حكومية تعنى بإدارته من خلال وضع الأهداف، وصياغة الاستراتيجية وتنفيذها بالتنسيق والاستشارة مع الجهات الحكومية ذات الصلة.
- هذا إلى جانب أن الاقتراض بمعدلات فائدة مرتفعة من أجل سداد الديون المستحقة مما أدخل الجزائر في الحلقة المفرغة للدين، وتسبب في تكوين ما يعرف بـ:أثر كرة ثلج * "Snow ball effect" ضاعفت من حجم الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، وجعلته على مسار غير مستدام ماليا، وأدخلت الجزائر في أزمة مديونية.

أزمة المديونية هي الحالة العكسية لحالة الاستدامة المالية، فهي كانت نتيجة حتمية لقرارات مالية غير مستدامة أدت بالجزائر إلى أزمة أثرت على أجيال متعاقبة، أين أصبحت خدمات الدين تستحوذ على نسبة كبيرة من حصيلة صادراتها، وكان المتبقي منها لا يكفي لتمويل وارداتها من السلع و الخدمات الضرورية ، حيث لم تستطع الدولة الحفاظ على سياسة الرخاء و العيش المرفه المنادي بها في مطلع عشرية الثمانينات ، أمام انخفاض سعر البترول إبتداءا من شهر مارس 1983(كما هو موضح في الشكل رقم (3-9) أعلاه)، وهذا ما أدى إلى أن الإيرادات انخفضت من 13 مليار $ سنة 1985 إلى 7 ملايير سنة 1986.

- في بداية الألفية الثانية ساعد المسار التصاعدي لأسعار النفط الجزائر على تسجيل فوائض مالية متسقة، هذه الفوائض سمحت بتراكم احتياطات مالية كبيرة، والسداد المبكر *لجزء كبير من ديون الجزائر

[1] عبد اللطيف بن أشنهو، التجربة الجزائرية في التنمية والتخطيط 62-80، ديوان المطبوعات الجامعية،1982، الجزائر.ص:114.

*أثر كرة ثلج: أي تراكم وتضخم حجم الدين العام من خلال اللجوء إلى ديون جديدة وبأسعار فائدة مرتفعة لتسديد الديون المستحقة.

* تتألف عملية السداد المبكر للدين من إعادة شراء الدين بشروط مُتفق عليها بين المدين والدائن، ويُطفأ الدين مقابل سداد مبلغ نقدي متفق عليه بين المدين والدائن.

الخارجية، بما في ذلك الديون المستحقة لصندوق النقد الدولي، فبحلول سنة 2006 تم تسديد ما مقداره: 117.9 مليار دولار، كديون خارجية منها : 84 مليار دولار لتسديد الديون المستحقة و34 مليار دولار لتسديد فوائد الديون، كما هو موضح في الشكل أدناه:

الشكل رقم (3-9): تطور حجم الدين الخارجي الجزائري وسداده

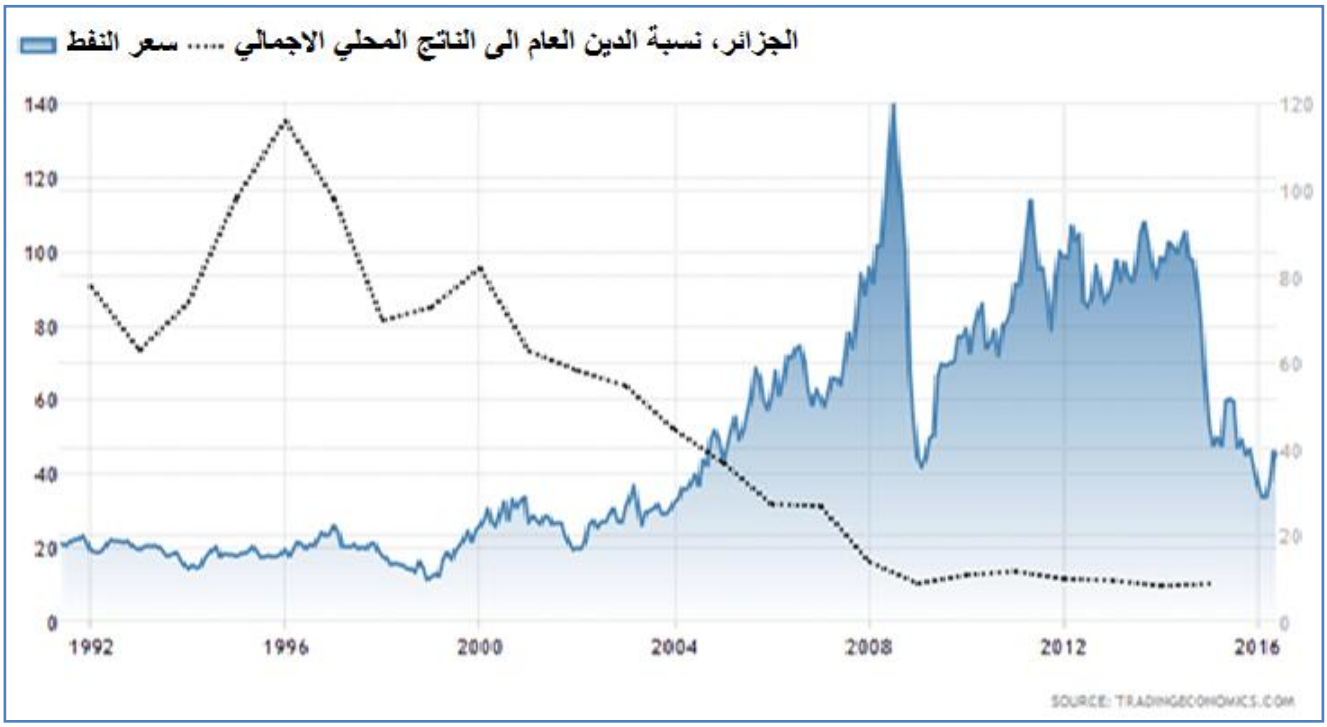
الوحدة: (مليار $)

المصدر: http://www.tradingeconomics.com/algeria/principal-repa

من خلال الشكل نلاحظ:

التقلص الكبير في حجم الدين الخارجي الجزائري بحلول سنة 2006، مما أدى إلى تحسين نسب ومؤشرات استدامة الدين العام في الجزائر إلى مستويات جد إيجابية، بما في ذلك انخفاض نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي من أكثر من 130% إلى حدود : 5% سنة 2007، (كما هو موضح في الشكل أدناه) والذي يعد من أهم مؤشرات قياس وتقييم الاستدامة المالية في الجزائر.

الشكل رقم (3-10): تطور مؤشر نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر بدلالة سعر النفط للفترة (1991-2016)



المصدر: http://www.tradingeconomics.com

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ:

- نجاح السلطات المالية في الجزائر في تخفيض مستويات الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي بداية من سنة 1999، أين اتخذت مستويات الدين العام اتجاه تنازلي مرده الطفرة النفطية الناتجة عن الارتفاع القياسي لأسعار النفط كما هو موضح أعلاه.
- وتعد نسبة الدين العام في الجزائر إلى الناتج المحلي الإجمالي حاليا عند أدنى مستوياتها بالمقارنة مع ما كانت عليه، فبالاستناد إلى تقارير البنك المركزي الجزائري حول مستويات الدين العام إلى (GDP)، فقد سجلت الجزائر أعلى مستوى على الإطلاق لنسبة الدين العام إلى (GDP) بـ : 116.20% في عام 1995 ومستوى قياسي منخفض يقدر بـ : 8.32 % في عام 2013، أين بلغ متوسط الدين العام إلى (GDP) في الجزائر 47.72 % للفترة ما بين 1991 وسنة 2014.

- لكن نتيجة للانكماش الحاد في عائدات النفط المالية، بلغ مستوى الدين العام في الجزائر: 13.6% من الناتج المحلي الإجمالي في نهاية العام 2015 ،[1] بزيادة 5% عن مستوى 2014، ومع القرار الحكومي بإصدار سندات حكومية وإطلاق القرض السندي في 17أفريل 2016، تحت شعار **"القرض الوطني للنمو الاقتصادي"**، إضافة إلى قرض خارجي من البنك الإفريقي للتنمية يقدر بـ: 100مليار دينار، حيث يُتَوقع أن تصل هذه النسبة في عام 2021 إلى حدود 43,3 %، وذلك بالنظر إلى احتياجات المالية الاجمالية المتراكمة للخمس سنوات القادمة التي من المتوقع أن تبلغ 75,1% من (GDP)[2]وهو ما يؤشر لوضع مالي غير مستدام في الجزائر بالنظر لعاملين رئيسيين هما:

- **العامل الأول:** تطور نسب الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي بمعدلات أعلى من معدلاتها التاريخية، كما هو موضح في أدناه

جدول رقم (3-2): تطور نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي (GDP)

السنوات	2017 م	2016	2015	2014	2013	2012	2011
تطور حجم الدين العام	9,9	6,4	1	0,2	-1,7	-0,2	-1,2
نسبة الدين العام إلى (GDP) %	25,4	15,4	9	8	8,3	10	9,5

المصدر:من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستمدة من:

2013،2014،2016.Imf. Algeria article iv consultation.

- **العامل الثاني:** الحفاظ على استقرار نسب الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي يحتاج إلى تغييرات كبيرة في السياسات المالية العامة في الجزائر سواء من جانب الإيرادات أو من جانب النفقات العمومية من أجل تقليص حجم الفجوة المالية الناتجة جراء الصدمة النفطية الأخيرة، وهذا ما يتنافى ومفهوم الاستدامة المالية.

2/- نشأة الدين العام في السعودية ودور العوائد النفطية في تقليص حجمه.

التجربة السعودية في إدارة دينها العام تشبه إلى حد كبير الواقع الجزائري، أين للعوائد النفطية دور هام وبارز في تعزيز قدرة الحكومة في الوفاء بأقساط دينها العام في ظل ضعف إستراتيجية إدارة الدين العام، حيث أن بداية لجوء الدولة والهيئات العامة في السعودية للاقتراض كان منتصف الثمانينيات عقب انخفاض أسعار النفط، والذي يعد

[1]Mohammed Laksaci. Impact of the oil price decline on the Algerian banking system.Algiers, 26 April 2016.P:01. in link: http://www.bis.org/review/r160526b.pdf

[2]أنظر الملحق رقم/03 : إطار تحليل استدامة الدين العام 2016 (DSA) الخاص بالجزائر.

العامل الأساسي والمحرك الرئيسي للسياسات المالية في السعودية والجزائر وجل الدول النفطية، أين وصل مستوى الدين العام السعودي إلى الذروة في بداية الألفية، وبلغ مستويات مقاربة لحجم الناتج المحلي الاجمالي، أين تفيد تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي حول نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في السعودية ، أنها قد سجلت أعلى مستوى على الإطلاق لنسبة الدين العام إلى (GDP) بـ: 103.50 % في عام 1999، إلا أنها شهدت مسار تنازلي لتصل لمستوى قياسي منخفض بلغ 1.6% في عام 2014، حيث سجل متوسط نسبة الدين العام إلى (GDP) بـ: 40.96% في الفترة ما بين 1999 حتى عام 2014.

حيث وفرت الطفرة في أسعار النفط للسعودية منذ بداية الألفية موارد إضافية مكنت الدولة من تسديد الأغلبية الساحقة من هذه الديون،[1] كما هو موضح في الشكل أدناه.

الشكل رقم (3-11): تطور مؤشر نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الاجمالي في السعودية بدلالة سعر النفط للفترة (1999-2016)

المصدر: http://www.tradingeconomics.com

[1] سعود بن هاشم جليدان، مرجع سابق، متوفر على الرابط التالي:(تاريخ الإطلاع:2015/01/12. 13:11)
http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2013/11/03/الاستدامة-المالية-للمملكة.html

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ:

- بعد ارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الاجمالي بداية الألفية، انتهجت السلطات المالية في السعودية سياسة تخفيض نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الاجمالي مستفيدة في ذلك من أسعار النفط المرتفعة والفوائض الكبيرة المتأتية من عوائده في سداد الدَّين، أين تم تخفيض ما نسبته 93 % عن مستوياته في 2003، والتي كانت تساوي 660 مليار ريال ما يمثل نسبة 96%، أين تقلص إلى 44.3 مليار ريال في عام 2014 وهو ما يمثل 1.6% من الناتج المحلي الاجمالي.
- أعلى قيمة تم سدادها من الدَّين خلال الفترة 1999–2014، كانت في عام 2005، حيث تم سداد 150 مليار ريال، ليصل الدَّين العام إلى 460 مليار ريال بعد أن كان في حدود 610 مليارات ريال في 2004.
- في 2015، ارتفع الدين العام السعودي بنسبة 79% كانت الجزء الأكبر فيها عبارة عن سندات حكومية، وذلك من خلال إصدار شريحتين هي الأولى للسعودية في أسواق السندات خلال 8 سنوات الأخيرة [1]، وذلك بقيمة 35 مليار ريال، الأولى في جوان2015، بقيمة 15 مليار ريال، والثانية في أوت 2015، بـ20 مليار ريال.
- أما في 2016، فقد مُوّل العجز المقدر بـ: 297 مليار ريال من خلال الاقتراض من الأسواق المحلية والدولية، حيث بلغ إجمالي الإصدارات لأدوات الدين المحلية والخارجية والقروض خلال السنة المالية 2016، ما مجموعه 200.1 مليار ريال، بالموازاة مع تسديد مبلغ: 25.8 مليار ريال من أصل الدين خلال السنة المالية 2016، أين وصل إجمالي حجم الدين العام في نهاية السنة المالية 2016 إلى مستوى 316.5 مليار ريال، ما يمثل نسبة 12.3% من الناتج المحلي الإجمالي، كما تم تمويل باقي العجز المقدر بـ: 96,9 مليار ريال بالسحب من الاحتياطي العام للدولة، [2]والشكل البياني التالي يلخص تطور حجم الدين العام في السعودية في الأربع سنوات الأخيرة من عام 2012 إلى عام 2016.

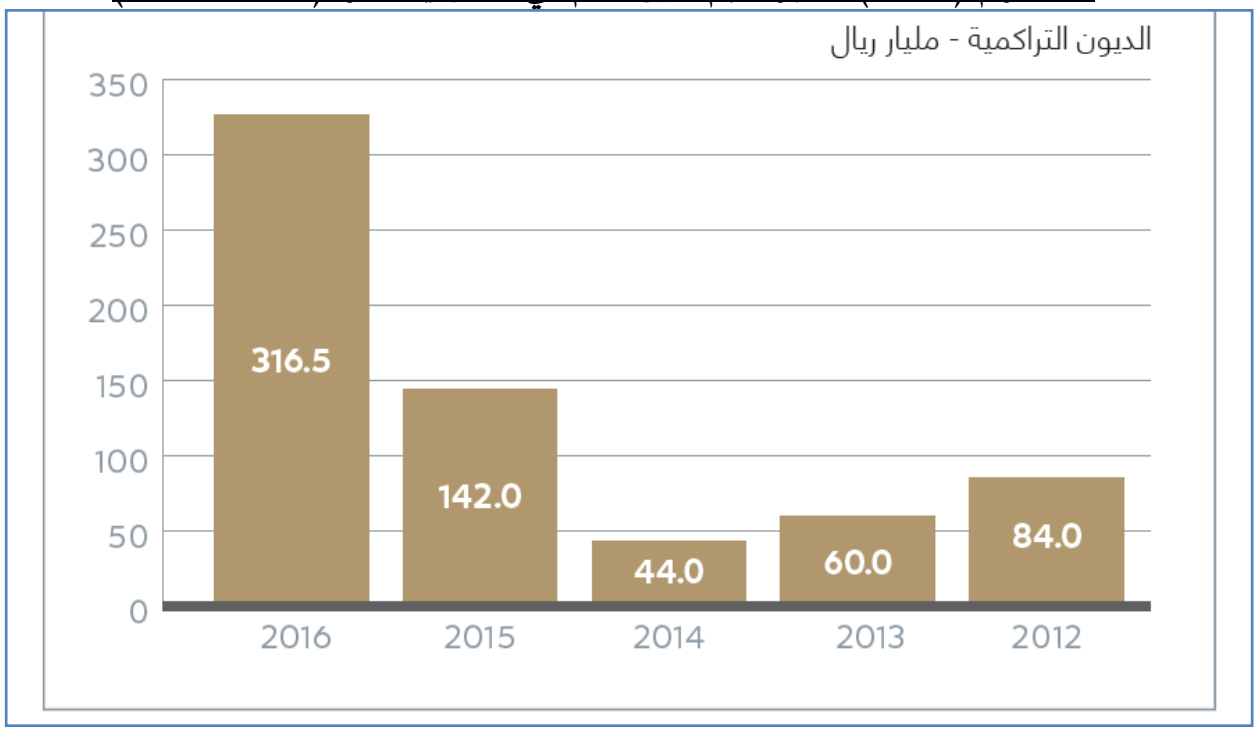
[1] SaudiArabia Is Experiencing A Funds Crunch.in link :(تاريخ الإطلاع: 2017/02/22. 22:45)

http://finance-loans.org/saudi-arabia-is-experiencing-a-funds-crunch

[2] وزارة المالية السعودية، ميزانية المملكة العربية السعودية 2017، نسخة البيان العام،ص:16. متوفر على الرابط التالي:

https://www.mof.gov.sa/docslibrary/Budget/Documents/2017.pdf

الشكل رقم (3-12): تطور حجم الدين العام في السعودية للفترة (2012-2016)



المصدر: وزارة المالية السعودية، ميزانية المملكة العربية السعودية 2017، نسخة البيان العام، ص:17.

متوفر على الرابط التالي:

https://www.mof.gov.sa/docslibrary/Budget/Documents/2017.pdf

من خلال الشكل نلاحظ أن:

الدين العام في السعودية يأخذ منحى تصاعدي حيث يتوقع أن تصل نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الاجمالي في آفاق عام 2021 إلى حدود 36.1%، وذلك بالنظر إلى احتياجات المالية الاجمالية المتراكمة للخمس سنوات القادمة (2017-2021) والتي من المتوقع أن تبلغ 39,1% من (GDP)،[1] وهذا ما جعل السلطات المالية في السعودية تتجه نحو إعتماد إستراتيجية الدين العام متوسطة المدى وذلك آفاق 2020 كمرحلة أولى، وذلك في إطار برنامج التحول الوطني المتضمن ضمن رؤية المملكة 2030، والتي ترتكز على المحاور الكبرى التالية:[2]

- تحديد سقف لمستوى الدين العام نسبته 30% من الناتج المحلي الإجمالي بحلول عام 2020 في ظل تحقيق معايير تصنيف ائتماني للمملكة العربية السعودية عند درجةAA2.

[1] أنظر الملحق رقم(05): إطار تحليل استدامة الدين العام2016 (DSA) الخاص بالعربية السعودية.

[2] وزارة المالية السعودية، مرجع سابق، ص:29.

- اقتراض أو إصدار دين عام بشكل سنوي خلال السنوات الأربع القادمة (2017-2020) بحسب الحاجة إلى الاقتراض وفي حدود القدرة الاستيعابية للأسواق المحلية والعالمية.
- النفاذ إلى الأسواق العالمية المختلفة والأدوات التمويلية المختلفة وتنويع مصادر التمويل.
- تنويع أدوات الدين المصدرة وإصدار الأدوات التي تتوافق مع أحكام الشريعة كالصكوك داخل وخارج المملكة العربية السعودية.
- تنويع العملات المصدر بها الدين العام لتشمل العملات الدولية غير الريال بحسب الحاجة وأوضاع الأسواق.

بالموازاة مع ذلك، ولأجل تقوية وضع المالية العامة وتعزيز استدامتها، لجأت السلطات المالية في المملكة السعودية إلى إتخاذ الإجراءات والإصلاحات المالية والهيكلية التالية:[1]

- تطوير وحدة لإدارة الدين العام في وزارة المالية، تعنى بتطوير استراتيجية الدين العام، ومصادر وسبل تمويله لتعزيز قدرة العربية السعودية على الاقتراض محليا بما يساهم في تعميق سوق الصكوك و السندات المحلية، بالإضافة إلى اقتراح الأطر القانونية وحوكمة وإدارة المخاطر الخاصة بإدارة الدين العام.
- إنشاء وحدة للمالية العامة في وزارة المالية وتكليفها بالعمل على تحديد سقف للميزانية العامة من خلال وضعها في إطار متوسط المدى (ثلاث سنوات) والتأكد من الالتزام بهذا السقف، وذلك من خلال تسقيف النفقات وتحديد الإيرادات اللازمة لتغطية الاحتياجات التمويلية على المدى المتوسط مع الأخذ في الاعتبار الإستراتيجية العامة التي تصاغ على مستوى الحكومة.
- إنشاء وحدة مختصة بتنمية الإيرادات غير النفطية ضمن مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية، وذلك في إطار مسعى تنويع مصادر الإيرادات، حيث تتلخص مهامها في مراجعة جميع العناصر الحالية للإيرادات غير النفطية ، والمساهمة في تنمية تلك الإيرادات من خلال تحسين آليات التنفيذ وأدوات التطبيق ورفع معدلات التحصيل، ودراسة الفرص الحالية لتحسين عوائدها والفرص الجديدة من خلال دراسة جدواها، وإجراء البحوث والمسوح الميدانية اللازمة من أجل الوصول إلى هدف تحقيق الاستدامة المالية والتنوع في مصادر الدخل تحقيقًا لرؤية المملكة 2030 .

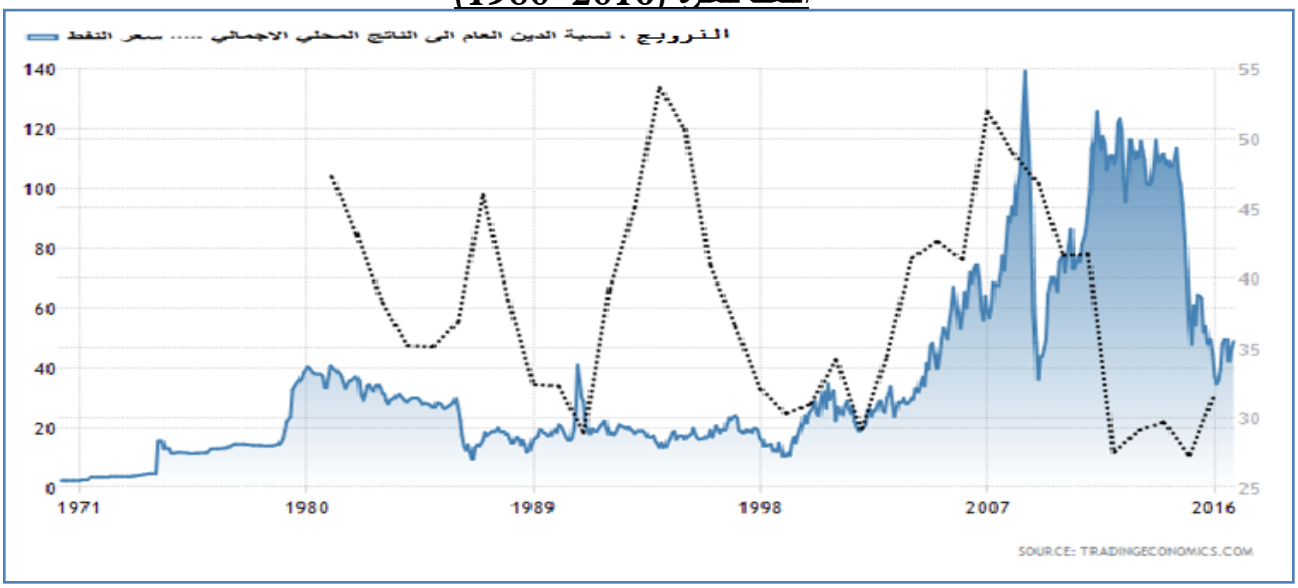
[1] نفس المرجع، ص:30-33.

3/-إدارة الدين العام في النرويج.

على عكس ما هو واقع في كل من الجزائر والسعودية، إدارة الدين العام في النرويج يتم وفق استراتيجية لإدارة الدين العام متوسطة الأجل (MTDS) توضح أهداف إدارة الدين والمبادئ التوجيهية لها، وتكشف عن تفاصيل مكونات محفظة الديون الحالية وعناصر الخطر التي تعترضها، وكذا كيفية الإفصاح عن المعلومات للجهات الفاعلة في السوق المالي والمستثمرين فيه وتحدد الهيكل المؤسسي المسؤول عن إدارة الدين العام والمتمثل في وزارة المالية والشؤون الاقتصادية في النرويج)، ويتم تحديث استراتيجية إدارة الدين ومراجعتها سنويا.[1]

أما بالنسبة لتأثير تقلبات أسعار النفط على تطور نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في النرويج، فنلاحظ تأثير أقل نسبيا مقارنة بالجزائر والسعودية كما هو موضح في الشكل أدناه:

الشكل رقم (3-13): تطور مؤشر نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الاجمالي في النرويج بدلالة سعر النفط للفترة (1980-2016)



المصدر: http://www.tradingeconomics.com

من خلال الشكل أعلاه نسجل:

- ارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في النرويج إلى مستوى 31.7% في سنة 2015 وذلك بالمقارنة بنسبة 27.3 % في سنة 2014 والتي تعد

[1]Ministry of finance and economic affairs. medium-term debt management strategy:2014 – 2017.July 2014.and .medium-term debt management strategy:2013 – 2016.march 2013.norway.P:05.

النسبة الأدنى للدين العام في النرويج في الفترة (1980-2016)، أين بلغ المتوسط في نفس الفترة بـ: 38.14% بمستوى أقصى مسجل عند نسبة: 53.7 سنة 1993.

من خلال ما سبق نستنتج وجود علاقة عكسية بين أسعار النفط ونسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الاجمالي في الجزائر والسعودية في ظل غياب استراتيجية واضحة لإدارة الدين العام في كلا البلدين، **مثال ذلك** : ارتفاع أسعار النفط ووصولها إلى أعلى مستوى لها على الإطلاق بـ : 145.31 في شهر جويلية من سنة : 2008،*أثر إيجابا على قيمة الصادرات للدول المصدرة للنفط، وجعلها تحقق فوائض مالية متتالية في ميزانها التجاري، مما وفر لها ايرادات مالية ضخمة، أتاحت لها تغطية نفقات العمومية دون اللجوء للاستدانة بالدرجة الأولى، وكذا تحقيق فوائض مالية مكنتها من تسديد أصل الدين وخدماته بالدرجة الثانية، وكذا تحقيق النمو في الناتج المحلي الاجمالي مما يجعل نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الاجمالي تنخفض بشكل تلقائي.

*كما هو موضح في الشكل رقم: 03-08/ تقلبات أسعار النفط وفق الأحداث للفترة 1946-2016.

المبحث الثاني: التحليل التقييمي للاستدامة المالية في الجزائر بالمقارنة مع حالة العربية السعودية والنرويج

من خلال هذا المبحث نقوم بعملية التحليل التقييمي للاستدامة المالية في الجزائر ومقارنة ذلك مع كل من النرويج والسعودية بداية من التأكد من تحقق شرط الملاءة الزمني، ثم نتبع ذلك بتقييم وتحليل تطور مختلف المؤشرات والنسب ذات الصلة بالاستدامة المالية وفق معايير والعتبات التي سبق التطرق إليها في الجانب النظري، إضافة إلى حساب مختلف مؤشرات الاستدامة المالية الأخرى وذلك من أجل إجراء تحليل تقييمي لاستدامة الوضعية المالية للجزائر من مختلف الزوايا والمعايير، وذلك بالاعتماد على بيانات الجزائر والعربية السعودية والنرويج المنشورة من طرف صندوق النقد الدول من خلال "مشاورات المادة الرابعة، التي توفر أداة بسيطة وشفافة وموحدة يمكن الاستفادة منها مع جميع البلدان"[1].

I: إختبار مدى تحقق الاستدامة المالية من خلال التأكد من مدى تحقق شرط الملاءة المالية الزمني:

نباشر عملية التحليل التقييمي لإستدامة الدين العام إنطلاقا من التأكد من تحقق شرط الملاءة (solvency condition) المالية والذي نحدد من خلاله الأربع حالات المحتملة لإستدامة الدين العام (الملاءة، السيولة، الاستدامة أو قابلية التأثر) في الدول محل الدراسة، وذلك بالحساب العددي لشرط الملاءة المالية إنطلاقا من المتراجحة المبينة أدناه:

$$\sum_{t}$$

ولأجل تبسيط عملية الحساب يمكن كتابة المتراجحة أعلاه بالشكل الرياضي التالي:

ووفق الكتابة الرياضية أعلاه، يتحقق شرط الملاءة إذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية (الإيرادات مطروحا منها النفقات) أكبر أو تساوي القيمة الاسمية للدين العام عن نهاية الفترة t إضافة إلى فوائده المتراكمة.[2]

[1] Charles Wyplosz. Op.cit. P:9.

[2] فوزي عبد الرزاق وفتحي خن، تقييم مؤشرات الاستدامة المالية في الجزائر في ظل تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 45، منشورات جامعة محمد خيضر، نوفمبر 2016، بسكرة. ص:581.

والجدول التالي تجسيد تطبيقي للشرط الملاءة المالية في كل من الجزائر، العربية السعودية والنرويج باستخدام بيانات مستخلصة من تقارير صندوق النقد وتوقعاته المالية بخصوص الوضعية المالية في هذه الدول.

جدول رقم (3-3): حساب شرط الملاءة المالية في دول موضع الدراسة

$(1+r)\times DOD_t \leq \sum_t (R_t - G_t)\times(1+r)^{-t}$		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		(In billion of Algerian dinars)						
ALGERIA	r	3,1	4,7	4,2	3,5	3,4	3,5	3,6
	Rt	5051	4560	5231	5828	6435	7076	7781
	Gt	7712	7131	7482	7867	8279	8710	9159
	Rt-Gt	-2661	-2571	-2251	-2039	-1844	-1634	-1378
	(Rt-Gt)×(1+r)-t	-2661	-2455,6	-2073,2	-1839,1	-1613,2	-1375,8	-1114,5
	∑(Rt-Gt)×(1+r)-t	-2661	-5116,6	-7189,8	-9028,8	-10642	-12018	-13132
	DODt	1511,9	2616,2	4746,8	6649,2	8369,8	9907,5	11191
	(1+r)×DODt	1558,8	2739,1	4946,1	6881,9	8654,4	10254	11594
	∑(Rt-Gt)×(1+r)-t-(1+r)×DODt	-4219,8	-7855,7	-12136	-15911	-19296	-22272	-24727
Saudi Arabia		(in Billions of Saudi Arabian riyals)						
	∑(Rt-Gt)×(1+r)-t-(1+r)×DODt	-671,3	-1179	-1661	-2126,9	-2572,9	-3007,9	/
Norway		(In billion U.S. dollars)						
	∑(Rt-Gt)×(1+r)-t-(1+r)×DODt	-116,38	-66,351	-55,052	-41,432	-22,566	-2,8089	/

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج EXCEL وبالإعتماد على البيانات المستخلصة من:[1]

-IMF. ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/127. May 2016. Washington.

-IMF. NORWAY 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/214. July 2016. Washington.

-IMF. SAUDI ARABIA 2015 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 15/251. September 2015.Washington.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ:

- أن الجزائر لا تتمتع بالملاءة المالية على المدى المتوسط الأجل رغم تمتعها حاليا بمستويات متدنية من الدين العام نسبيا، وذلك لأن شرط الملاءة المالية غير محقق في كامل فترة التحليل والتقييم (2015-2021)، حيث أن القيمة الحالية (PV) للإيرادات المالية الجارية والمستقبلية في الجزائر لا تغطي القيمة الحالية للنفقات الجارية والمستقبلية ولا تغطي أيضا القيمة الإسمية للدين العام ولا الفوائد المتراكمة عنه في أي سنة من السنوات الست (6) المقبلة.

بعبارة أخرى : أن القيمة الحالية (PV) للنفقات العمومية الجارية والمستقبلية، بالإضافة إلى قيمة رصيد الدين العام يتجاوز القيمة الحالية للإيرادات العمومية

[1] أنظر الملحق رقم:(09): التجسيد العددي لقيد الملاءة الزمني للدول محل الدراسة.

الجارية والمستقبلية، حيث تتطلب الملاءة المالية من الدولة أن لا يكون صافي القيمة الحالية لجميع التزاماتها المستحقة مستقبلا أعلى من مواردها المالية، أي أن يكون حجم الدين المتراكم بالإضافة إلى القيمة الحالية المخصومة للإنفاق لا تتعدى القيمة الحالية المخصومة للعائد.

إذن فالجزائر في وضع مالي غير مستدام و قابل للتأثر .وغير مستدام ماليا، بما أن شرط الملاءة غير محترم، "**فالمستويات الصغيرة للدين العام قد لا تكون في بعض الحالات مستدامة**"[1] كما في الجزائر التي تتعرض لخطر أزمة مالية في ظل عدم تنوع مصادر الإيرادات العمومية في الجزائر، وتأثرها بانخفاض أسعار النفط (كما وضحنا سابقا)، وعدم وجود إستراتيجية واضحة لإدارة ومتابعة وتأطير عملية إدارة الدين العام في الجزائر بعيدا عن العشوائية والارتجالية وسوء التخطيط.

فمن خلال تحليل أدق لديناميكية الدين العام في الجزائر من خلال مختلف البيانات الإحصائية ذات الصلة في الفترة السابقة الممتدة من (2011–2016) والتي تأخذ الشكل الرياضي التالي:

$$d(t) = -0,077+1,07d(t-1)$$

نلاحظ أن انحدار معادلة ديناميكية الدين العام في الجزائر أكبر من واحد : 1، وذلك ما يدل على أن الاقتصاد الجزائري لا ينمو بالسرعة الكافية لتغطية التكلفة الحقيقية للاقتراض الإضافي المطلوب في السنوات المقبلة، وهذا ما يوجب على الحكومة الجزائرية التوجيه الدقيق لحجم الدين المستقبلي للمشاريع ذات العائد وذات المردودية الاقتصادية من أجل تحقيق معدل نمو اقتصادي أكبر من معدل سعر فائدة الدين العام مما يسهل جهود الحكومة للحفاظ على استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الحدود الآمنة، وفتح مجال للحكومة الجزائرية في المستقبل التوسع في إصدار أدوات الدين العام وزيادة حجمه لتمويل الإنفاق العام دون الحاجة إلى رفع الضرائب.

أما بالنسبة للعربية السعودية والنرويج، ف كما هو الواقع في حالة الجزائر، فكلا الاقتصادان لا يتمتعان بالملاءة المالية على المدى المتوسط الأجل رغم أنها حاليا صاحبة أدنى مستوى دين عام عالميا، وذلك لأن شرط الملاءة المالية غير محترم في كامل فترة التحليل والتقييم (2015–

[1] Charles Wyplosz, op.cit. P:3.

2020) فالقيمة الحالية (PV) للإيرادات المالية الجارية والمستقبلية في الجزائر لا تغطي القيمة الحالية للنفقات الجارية والمستقبلية ولا تغطي أيضا القيمة الإسمية للدين العام ولا الفوائد المتراكمة عنه في أي سنة من السنوات الخمس (5) المقبلة.

بمعنى آخر :القيمة الحالية للتدفقات النقدية (الإيرادات مطروحا منها النفقات) أصغر من القيمة الاسمية للدين العام عند نهاية كل سنة إضافة إلى فوائده المتراكمة، وبهذا فالسعودية ضمن التوقعات المبينة في الجدول أعلاه لن تكون قادرة على التزاماتها المالية في المدى المتوسط في ظل المستويات الحالية والمتوقعة للإيرادات العمومية في ظل انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالية.

إذن فالسعودية والنرويج أيضا في وضع مالي قابل للتأثر وغير مستدام ماليا، بما أن شرط الملاءة غير محترم، والمستخلص أن مفهوم الاستدامة المالية في الدول النفطية والمتضمن "قدرة الحكومة على ضمان نفس القدر من الخدمات العامة، أو توفير نفس مستوى الإنفاق العام الحالي، في فترة ما بعد نضوب النفط، دون اللجوء إلى التمويل بالعجز للإنفاق العام أو دون اللجوء إلى الاعتماد المفرط على الدين العام" هو مفهوم بعيد عن الواقع المالي لكل من الجزائر والسعودية وكذا النرويج، وهذا ما يقودنا لحساب مختلف مؤشرات قابلية التأثر والنسب ذات الصلة الأخرى التي تقيس خطر تدهور وضع الدين من جراء الظروف الحالية.

II:تقييم المؤشرات ونسب قابلية التأثر:

بعد التأكد من مدى تحقق شرط الملاءة المالية من عدمها، نقوم بتقييم وتحليل تطور مختلف المؤشرات والنسب ذات الصلة بالاستدامة المالية في الجزائر وفق عتبات ومستويات استرشادية، على سبيل المثال تلك النسب التي اقترحها صندوق النقد الدولي و منظمة التخفيف الدولية لتقييم استدامة الدين في الدول الناشئة و الدول منخفضة الدخل، أو تلك التي تضمنتها معاهدة ماسترخت * للحد الأقصى لنسبة الدين إلى الناتج في الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي التي يجب ألا تزيد على 60 %، أين

* **معاهدة ماسترخت:** هي الاتفاقية المؤسِسَة للاتحاد الأوروبي وأهم تغيير في تاريخه منذ تأسيس المجموعة الأوروبية في نهاية الخمسينات. تم الاتفاق عليها من قبل المجلس الأوروبي في مدينة ماسترخت الهولندية في ديسمبر 1991.

تطرح هذه المعاهدة فكرة هي "أنه عندما ينمو الدين العام "بدرجة كبيرة " يصبح الدين العام في نهاية المطاف "غير مستدام".[1]

لكن واقع الأمر أن مثل هذه النسب تمثل مستويات تحكيمية أو استرشادية حول النسب ذات الصلة بالدين العام والاستدامة المالية، ذلك أنه لا يوجد أساس لمثل هذه القيم في الأدبيات الاقتصادية، كما أنه من الناحية العملية قد تكون نسبة الدين إلى الناتج في بعض الحالات أقل من 60%، ومع ذلك تنخفض درجة استدامة المالية للدين العام في الدولة على نحو كبير، بينما قد ترتفع النسبة عن 60% في دولة أخرى، ومع ذلك تظل الاستدامة المالية للدين العام في هذه الدولة موثوق بها إلى حد كبير.

1/- تطور نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي : تعد نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في السعودية هي الأقل عالميا، على غرار الجزائر التي تمتاز كذلك بنسب متدنية للدين العام إلى (GDP)، وذلك بفضل الطفرة النفطية الناتجة عن الإرتفاع القياسي لأسعار النفط في ظل غياب إستراتيجية واضحة لإدارة الدين العام وفق أهداف محددة ووفق معايير معينة، بمعزل عن تذبذب الإيرادات النفطية وتقلب أسعارها في السوق العالمية كما هو موضح في الجدول أدناه، من خلال حساب معاملي بيرسون وسبيرمان لدرجة الترابط بين تغير متوسط سعر النفط السنوي، ونسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في كل من الجزائر، السعودية والنرويج على حدا.

الجدول رقم (3-4) درجة الإعتماد على العوائد النفطية في تقليص نسبة الدين العام الى الناتج المحلي الإجمالي

البيان		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
متوسط سعر النفط السنوي		61,50	69.04	94.1	60.86	77.38	107.46	109.45	105.87	96.29	49.49
نسبة الدين العام من (GDP)	الجزائر	26.9	13.9	8.8	10.8	11.7	9.9	10.0	8.3	8.8	13.6
	السعودية	25.8	17.1	12.1	14	8.4	5.4	3.6	2.2	1.6	6.7
	النرويج	52.3	49.2	47.3	42	42.4	28.9	29.9	30.3	28.1	31.7
حساب معامل بيرسون	الجزائر	-0.5883631				حساب معامل سبيرمان	الجزائر	-0.6686961			
	السعودية	-0.6264427					السعودية	-0.6606061			
	النرويج	-0.4557689					النرويج	-0.2735575			

المصدر : من إعداد الباحث بإستخدام برنامج:R، وبالإعتماد على البيانات المستمدة من:

International Monetary Fund. Now Is the Time Fiscal Policies for Sustainable Growth. Fiscal Monitor.April.2015

[1]Paolo Manasse. Debtsustainability and economic convergence of euro-area MemberStates:Challenges and Solutions .EUROPEAN PARLIMENT. ECONOMIC GOVERNANCE SUPPORT UNIT.February2015.P:07.

من خلال الجدول أعلاه نسجل:

- أن أعلى معامل إرتباط بيرسون بين تغير أسعار النفط السنوية في الأسواق الدولية و تغير نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، هو في السعودية فالجزائر ثم النرويج بمعدل يقدر بـ: 0,6- ، 0،5- و 0,4- على التوالي، وذلك يدل على الاعتماد الكبير لكل من الجزائر والسعودية على العوائد النفطية (كما هو موضح في الشكلين رقم (3-10 و3-11) سابقا) في خفض نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في ظل غياب إستراتيجية واضحة المعالم لإدارة الدين العام وتوجيهه في إطار مستدام ماليا.
- كون أن الإشارة السالبة لكلا المعاملين (بيرسون وسبيرمان) يدل ذلك على العلاقة العكسية بين أسعار النفط ونسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، وذلك كون إرتفاع أسعار له تأثير مضاعف على تقليص حجم الدين العام بالمقارنة بالناتج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال ت وفر إيرادات مالية ضخمة، تتيح للحكومات تغطية نفقاتها العمومية دون اللجوء للاستدانة بالدرجة الأولى، وكذا تحقيق فوائض مالية تمكنها من تسديد أصل الدين وخدماته بالدرجة الثانية، وكذا تحقيق النمو في الناتج المحلي الإجمالي مما يجعل نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي تنخفض بشكل تلقائي.

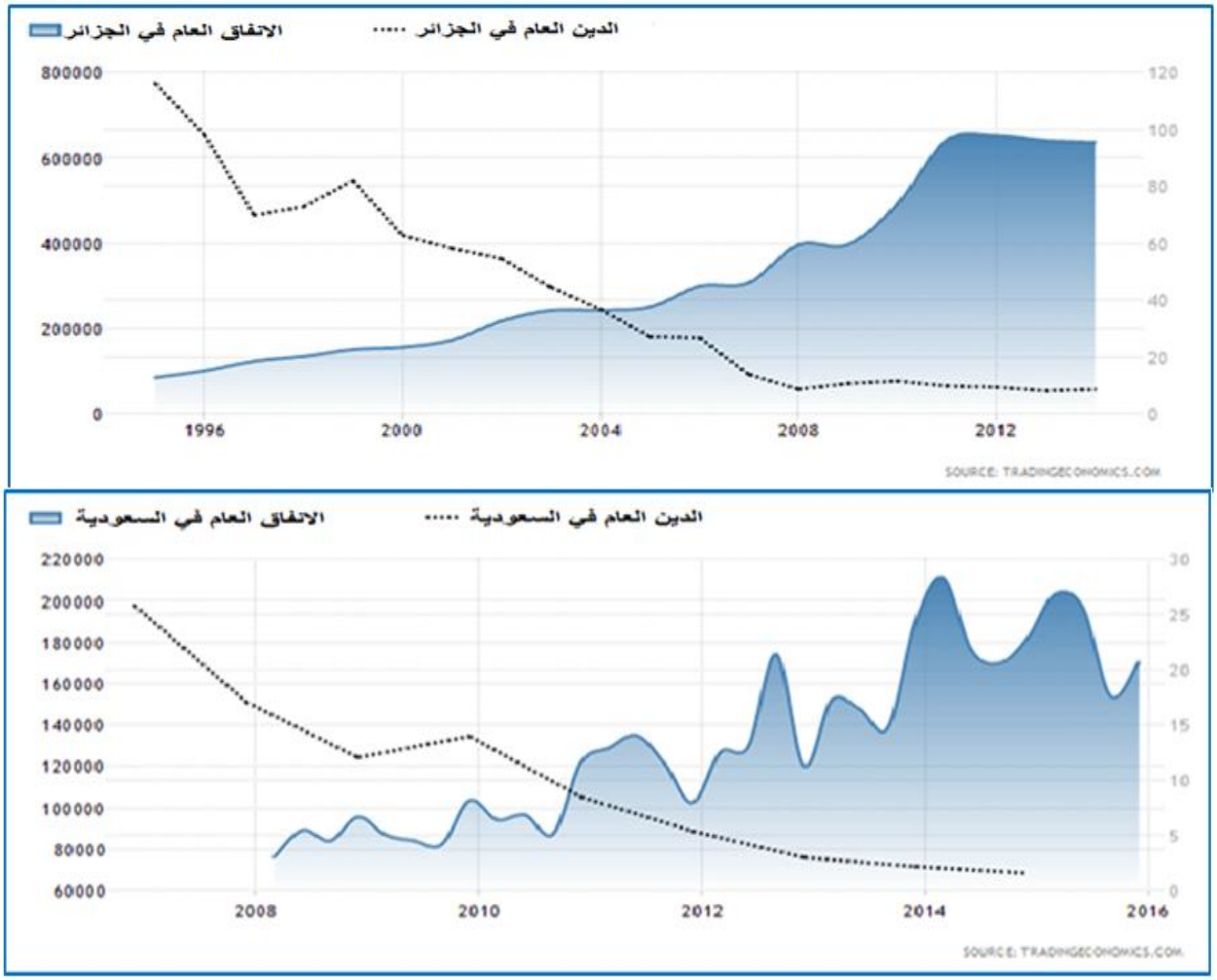
2/- تطور حجم الإنفاق العمومي بدلالة نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي.

خفض مستويات الدين العام في كل من الجزائر والسعودية قد أدى إلى تحرير الإنفاق الحكومي من أعباء خدمات الدين وقيوده وفسح له مجالا مرنا للتطور،لكن مع الهبوط الحاد في أسعار النفط بداية من نهاية سنة: 2014، سيكون على السلطات المالية في الجزائر والسعودية التخفيض من مستوى الإنفاق، يساعدهم في ذلك إمتلاكهم احتياطيات مالية تجعل بمقدورهم كبح الإنفاق بوتيرة أكثر تدرج أو تخفيف أثر تخفيض الإنفاق على الاقتصاد، [1]وتجنب الحكومات اللجوء إلى تقليص حاد في حجم الإنفاق لمواجهة

[1] صندوق النقد الدولي، كيف يمكن لسياسة المالية العامة تهدئة قطار الرعب الذي يحمل السلع الأولية، تقرير الراصد المالي،07 أكتوبر 2015، ص:02.

انخفاض أسعار النفط غير المؤكدة،[1]والشكل الموالي يوضح تطور حجم الإنفاق العمومي بدلالة نسبة الدين العام الى الناتج المحلي الإجمالي لكل من الجزائر والسعودية:

الشكل رقم (3-14): تطور حجم الانفاق العمومي بدلالة نسبة الدين العام الى الناتج المحلي الاجمالي



المصدر: http://www.tradingeconomics.com

من خلال الشكل نلاحظ:

- تزايد حجم النفقات العمومية بمعدلات كبيرة في الجزائر، نتيجة البرامج التنموية وسياسة الإنعاش الاقتصادي، واستمرار المستوى المرتفع للنفقات الجارية، أين ارتفعت في الفترة ما بين 2008-2013 من 2290,4 إلى 4081,2 مليار دينار، وذلك ما يمثل نسبة 62 % من إجمالي الميزانية، ووفق الديوان الوطني للإحصائيات(**ONS***) وصل الإنفاق العمومي في الجزائر إلى أعلى مستوى له على الإطلاق في عام 2012 بـ :

[1]IMF.SAUDI ARABIA. 2015 ARTICLE IV CONSULTATION—PRESS RELEASE; IMF Country Report No. 15/251.P:11.

* **ONS : O**ffice **N**ational des **S**tatistiques

652893.90 مليون دج بعد ما كان عند مستوى قياسي منخفض يبلغ 85906.60 مليون دج في عام 1995، أين بلغ الإنفاق العمومي في الجزائر متوسط 317620.51 مليون دج للفترة ما بين: 1995-2016.

- لكن، نتيجة للانكماش الحاد في عائدات النفط المالية منذ نهاية 2014، واستمرار التوسع في الإنفاق العمومي، وارتفاع العجز في الميزانية الى 16% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2015 بالمقارنة بـ: 7.3 % في عام 2014، مما اضطر الخزينة نتيجة لهذه العوامل المسببة في زيادة الدين العام، الى اللجوء إلى موارد أخرى تكميلية منذ سنة 2015، تتمثل في: القرض السندي، ومدفوعات استثنائية للأرباح من قبل بنك الجزائر، وقرض خارجي لدى البنك الإفريقي للتنمية بما يعادل نحو مائة (100) مليار دينار، [1]وهو ما يولد خطر العجز عن ضمان تغطية الإنفاق العمومي في المستقبل، ما يدخل الجزائر في وضع مالي غير مستدام يترتب عنه عديد الأخطار الاقتصادية والاجتماعية وحتى السياسية.

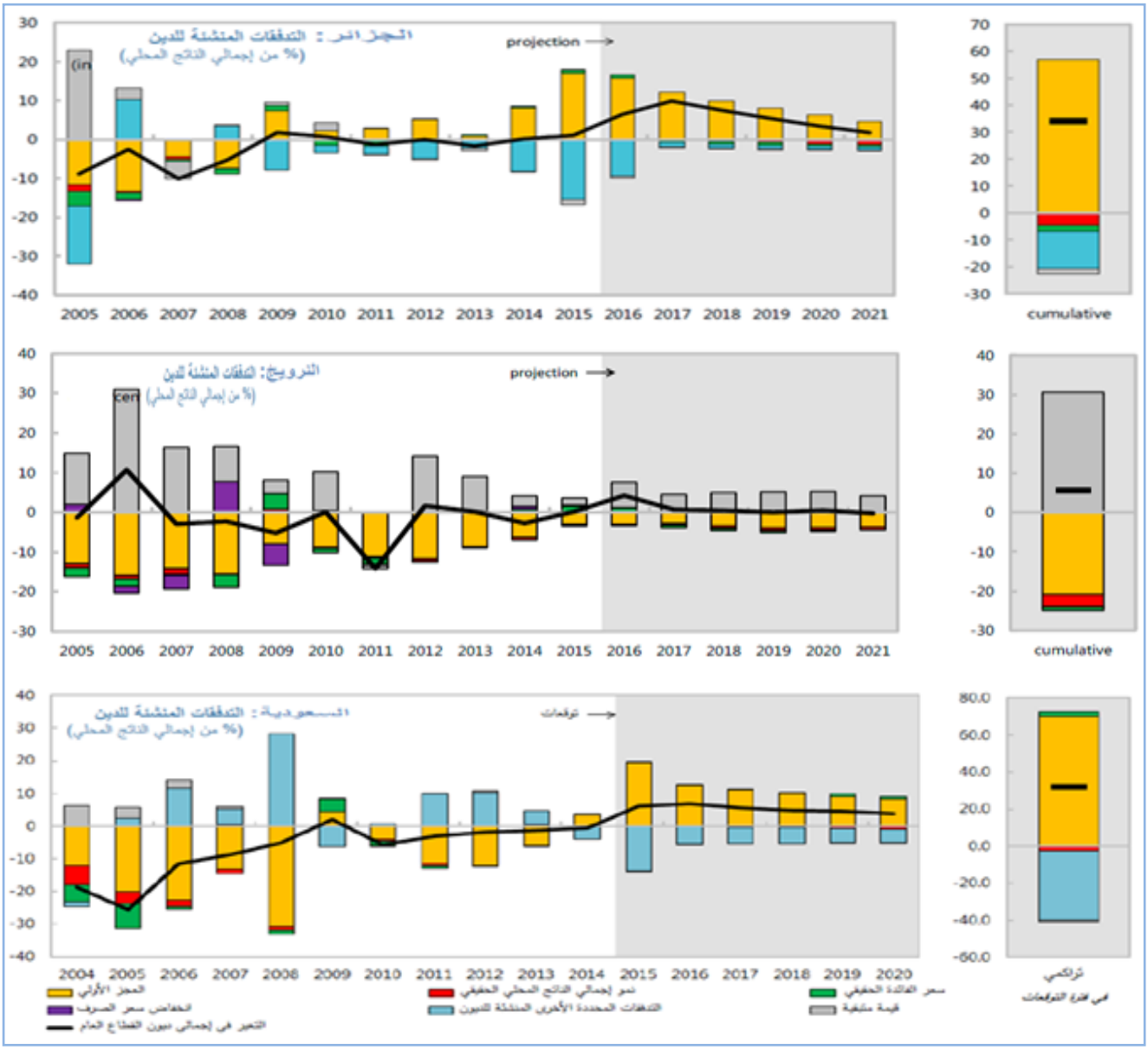
3/- تطور حجم أرصدة الميزانية العمومية

بما أن الدين العام هو نتيجة للعجز المالي (أرصدة سالبة للميزانية) المتراكم على الحكومات المختلفة عبر الزمن، ففي ظل التوقعات الحالية للميزانية العمومية في الجزائر، ستظل أرصدة الميزانية في المدى المتوسط عند مستويات سالبة في ضوء توقعات باستمرار انخفاض أسعار النفط أين من المتوقع أن يصل عجز الميزانية التراكمي لـ 56.8% من الناتج المحلي الاجمالي في مدى سنة: 2021،* وهو ما يمثل العامل الرئيسي المتسبب في تزايد مستويات الدين العام مستقبلا إضافة الى العوامل الأخرى المتمثلة في: انخفاض سعر صرف العملة المحلية، ارتفاع سعر الفائدة وانكماش النمو الاقتصادي، كما هو موضح في الشكل أدناه:

[1]مصالح الوزير الأول، مخطط عمل الحكومة، مرجع سابق، ص:08.

*أنظر الملحق رقم (03) : الإطار التحليلي لاستدامة الدين العام 2016 (DSA) الخاص بالجزائر.

الشكل رقم (3-15): التدفقات المنشئة للدين العام



المصدر:

-IMF. ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/127. May 2016. Washington.

-IMF. NORWAY 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/214. July 2016. Washington.

-IMF. SAUDI ARABIA 2015 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 15/251. September 2015.Washington.

من خلال الشكل نسجل أن:

- وجود أرصدة سالبة للميزانية (عجز في الميزانية) في الجزائر والسعودية يعد العامل الرئيسي لزيادة وتطور الدين العام في كلاهما، فرغم التدابير المتخذة لكبح هذا العجز في الجزائر في ظل إنخفاض مستويات الإيرادات العمومية بفعل تراجع سعر النفط،

إلا أن الأمر سيتطلب مزيدا من الإجراءات المالية الأخرى من خلال مزيد من التخفيض في مستوى الإنفاق العام، وتعبئة إيرادات جديدة عن طريق استحداث أنظمة جبائية ذات قاعدة ووعاء ضريبي أوسع، لأجل تقليص فجوة العجز الموازني إلى مستوى – 2,7% والذي يعد الرصيد الأولي المؤدي الى استقرار نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي.

- لكن تحقيق عجز موازني لا يتجاوز – 2,7% بالنسبة للجزائر يعد أمر صعب بالنظر للوضعية المالية الراهنة، والتحديات الحالية التي تواجه السلطات المالية في الجزائر والتي تتضمن كيفية تلبية الاحتياجات التمويلية المتراكمة على المدى المتوسط والتي من المتوقع أن تبلغ : 75,1% من (GDP) للخمس سنوات القادمة (2017-2021).*
- وقد جرت العادة في الجزائر على تمويل العجز عن طريق السحب من الأصول النقدية في صندوق ضبط الموارد (FRR)، لكن بعد سحب كميات كبيرة من المدخرات المالية عام 2015، ولأجل إبطاء تآكل المدخرات المالية في صندوق ضبط الموارد، والمساعدة في تنمية الأسواق الرأسمالية المحلية، اختارت الجزائر اللجوء لإصدار سندات حكومية (القرض السندي) في أفريل 2016، يدعمها في ذلك الكثير من العوامل التي تجعل من إصدار السندات هي الخيار الأفضل الآن لتسديد العجز في الميزانية *، هذه العوامل تتمثل في انخفاض مستويات أسعار الفائدة، ارتفاع السيولة لدى البنوك والأفراد والشركات والقطاع الغير رسمي، ومستويات دين عام منخفضة نسبيا، [1]لكن هذا الخيار لم يحافظ على المدخرات

*أنظر الملحق رقم(02) : الإطار التحليلي لاستدامة الدين العام 2016 (DSA) الخاص بالجزائر.

* انطلاقا من أن الحكومات بشكل عام تلجأ لعدة خيارات لتمويل العجز في الميزانية عن طريق :

- السحب من الاحتياطيات المالية للحكومة.
- الاقتراض من البنك المركزي– تنقيد العجز (monetizing the deficit).
- الاقتراض من الجهاز المصرفي، أو القطاع غير المصرفي المحلي، وذلك بإصدار سندات دين حكومية. (الدين داخلي)
- الاقتراض من الخارج، وذلك بإصدار سندات دين سيادية أو التوجه مباشرة إلى هيئات التمويل الدولية كصندوق النقد الدولي.
- أو مزيج من الآليات المذكورة أعلاه.
- إضافة إلى إمكانية إجراء تعديل يمس خفض النفقات ذات الطابع الاجتماعي، أو رفع مستوى التحصيل الضريبي، مما يقلص حجم العجز في الميزانية.

-أو تمويل المشاريع الاستثمارية العمومية المدرة للعائد خارج نطاق الميزانية وذلك عن طريق إصدار الصكوك السيادية.

[1] فوزي عبد الرزاق، فتحي خن، مرجع سابق، ص ص:588-589.

المالية لصندوق ضبط الموارد أين إنعدم مدخراته في فيفري 2017 إثر السحب المستمر من دون تسجيل فوائض في أسعار النفط، جراء انخفاض أسعاره في الأسواق العالمية تحت مستوى 50 دولار للبرميل من جهة، والرفع من السعر برميل النفط المرجعي لإعداد الميزانية إلى 50 دولار للبرميل من جهة أخرى.

4/- تطور حجم احتياطيات النقد الأجنبي:

لم تكتف السياسات المالية في الجزائر والسعودية، بسداد الديون وخفضها إلى أدنى المستويات فقط بل نجحت في بناء احتياطيات حكومية ضخمة من النقد الأجنبي *، أين نشر" مركز الرياض للمعلومات والدراسات الاستشارية " أن السعودية قد احتلت المرتبة الثالثة عالمياً في إجمالي احتياطياتها من النقد الأجنبي بنحو: 616 مليار دولار تمثل ما نسبته 5.2% من إجمالي الاحتياطيات العالمية ، بعد كل من الصين بـ: 3.23 تريليون دولار تمثل ما نسبته 27% من إجمالي الاحتياطيات العالمية من النقد الأجنبي، واليابان بنحو 1.25 تريليون دولار تمثل ما نسبته 10.4% من إجمالي الاحتياطيات العالمية.

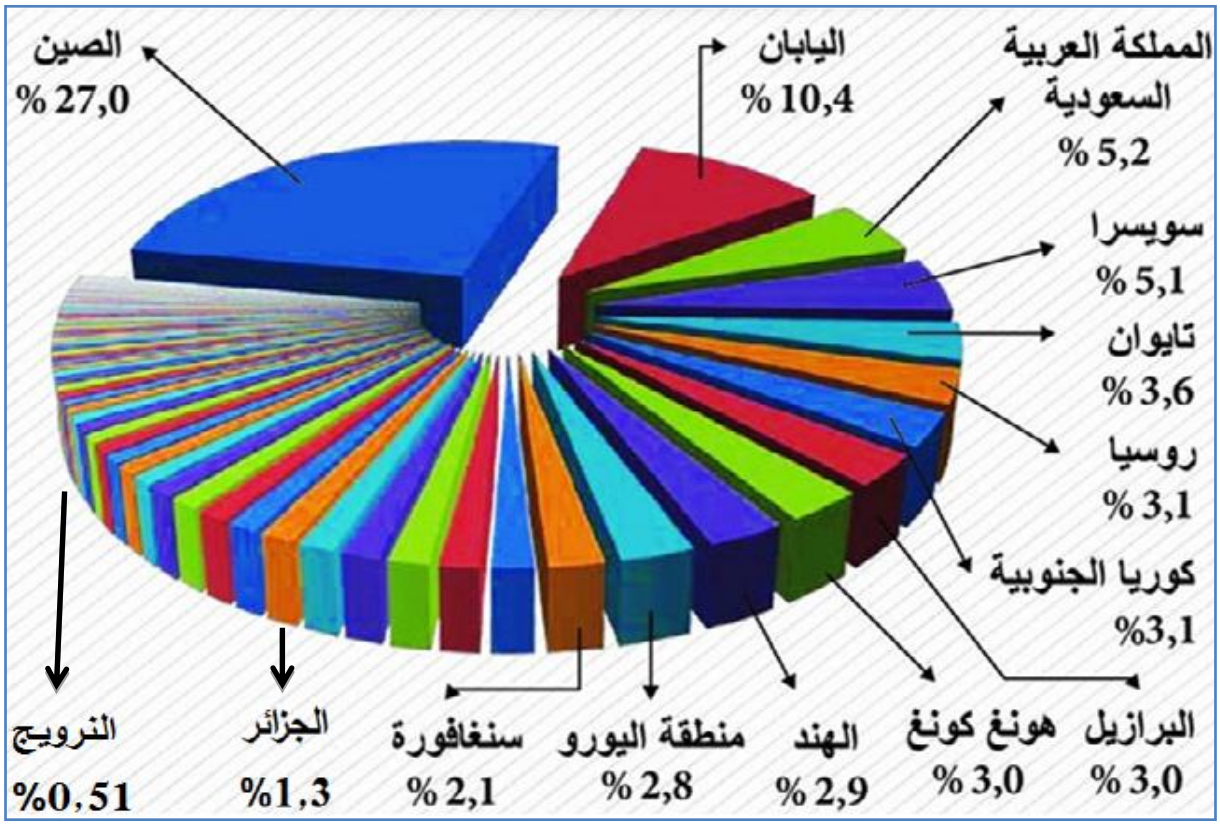
أما الجزائر فقد احتلت المرتبة 18 في أكبر اقتصاد عالمي في إجمالي الاحتياطيات من النقد الأجنبي في نهاية 2015، لتصل إلى 152,8 مليار دولار بالرغم من انخفاضه بنسبة أزيد من 20 % عمّا كان عليه في عام 2014 و2013 بحوالي : 194 مليار دولار، [1]وذلك قبل أن تنخفض في جويلية 2017 وتصل إلى مستوى 105 مليار دولار، [2]ثم إلى مستوى 97 مليار دولار في جانفي 2018، هذا وتأتي النرويج في المرتبة 32 بـ: 60,518 مليار دولار، كما هو موضح في الشكل أدناه.

* احتياطيات الصرف الأجنبي هي الأصول الأجنبية المحتفظ بها أو التي يسيطر عليها البنك المركزي البلاد، تتكون من احتياطي الذهب أو عملة محددة، كما أنها يمكن أن تكون حقوق السحب الخاصة والأوراق المالية المقومة بالعملات الأجنبية مثل أذون الخزانة والسندات الحكومية وسندات الشركات والأسهم والقروض بالعملات الأجنبية.

[1]Moez Souissi. Op.cit.P:04.

[2]مصالح الوزير الأول، مخطط عمل الحكومة، مرجع سابق، ص:08.

الشكل رقم(3-16): إجمالي الاحتياطات العالمية من النقد الأجنبي حتى نهاية عام 2015 .



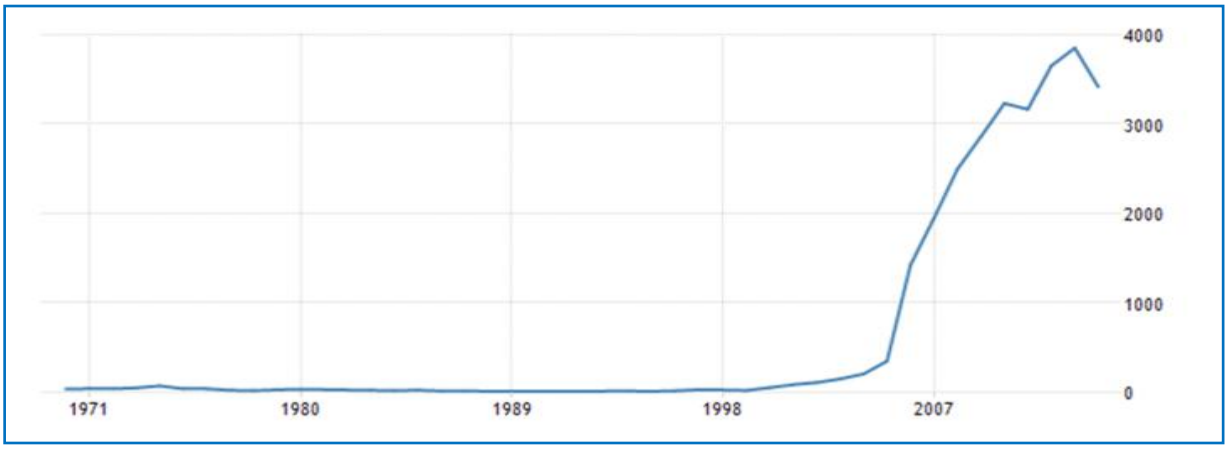
المصدر: مركز الرياض للمعلومات والدراسات الاستشارية، إجمالي الاحتياطات العالمية من النقد الأجنبي حتى نهاية عام 2015 م، جريدة الرياض الاقتصادي، العدد 17408، 2016/02/21، متوفر على الرابط:

http://www.alriyadh.com/1130585

وكان للسداد المبكر للديون الخارجية في الجزائر في سنة 2006 وتزامن ذلك بالطفرة في أسعار النفط في الأسواق العالمية، الأثر الكبير على تطور حجم الاحتياطات النقدية والتي بلغت أقصاها سنة 2014، كما هو موضح في الشكل أدناه، أين انتقلت الجزائر من اقتصاديات مديونية تعاني من نقص الموارد إلى اقتصاد يعاني من أزمة فائض موارد[1]:

[1] صالحي صالح، تأثير البرامج الاستثمارية العامة على النمو الاقتصادي والاندماج القطاعي بين النظرية الكنزية واستراتيجية النمو غير المتوازن للفترة 2001-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 13، 2013، جامعة سطيف 1، ص:04.

الشكل رقم (3-17): تطور مؤشر اجمالي احتياطيات كنسبة من إجمالي الدين الخارجي في الجزائر



المصدر: -http://www.tradingeconomics.com

الشكل رقم (3-18): تطور حجم احتياطيات النقد الأجنبي في الجزائر 2013-2016

نسب	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الاحتياطات/إجمالي الدين الخارجي(%)	1,3182	1,7983	2,2932	2,0126	2,244.2	3,0245	3,481.1	3,722.1	3,2939

المصدر: -The World Bank. International Debt Statistics 2016.Country Tables: Algeria.P:28.

من خلال الشكلين والجدول أعلاه نلاحظ:

- نسبة احتياطات النقد الأجنبي إلى الدين الخارجي والذي يمثل مؤشر على عدد مرات زيادة الخصوم الخارجية بالمقارنة مع رصيد الاحتياطات المالية بالعملات الأجنبية، حيث تعكس أرقام هذا المؤشر على درجة السيولة المالية الكبيرة للجزائر وجدارتها الائتمانية كون أن احتياطات النقد الأجنبي تصل إلى أكثر من 3 أضعاف

من حجم الدين الخارجي، رغم أن تآكل إحتياطات النقد الأجنبي في السنوات الأخيرة تؤشر لعكس ذلك، ولا تدعم تحقق الاستدامة المالية في الجزائر.

- واصلت احتياطيات النقد الأجنبي في الجزائر انخفاضها بما يقارب 35 مليار $ من أعلى مستوى لها عند مستوى : 194,961 مليار دولار في الربع الأول من 2014، إلى مستوى قياسي منخفض بلغ : 152,7 مليار دولار في الربع الثالث من عام 2015، وهي ما كانت تعادل حوالي 2 سنوات من قيمة الواردات،[1] لكن في مع تواصل الانخفاض إلى مستوى 105 مليار دولار في جويلية 2017، فإن الوضع ينبأ مخاطر على قدرة الجزائر على تغطية حجم وارداتها في السنوات القليلة المقبلة.
- يعزى هذا الانخفاض إلى الانحدار السريع في أسعار النفط في سنة 2015، والذي يعد المصدر الرئيسي لتراكمات احتياطات النقد الأجنبي في الدول النفطية، إضافة إلى الاقتطاعات المتواصلة من الاحتياطات النقدية بهدف الحفاظ على نفس السياسات المالية المطبقة في سنوات ارتفاع أسعار النفط.
- تراجع أسعار النفط وانخفاضها، شكل خطرا على حجم الاحتياطات لأن الاقتصاد الجزائري اقتصاد ريعي غير متعدد الدخل، فالدراسات الاستشرافية تتوقع أن تنخفض احتياطيات النقد الأجنبي في الجزائر إلى حدود 41 مليار دولار $ بحلول عام 2021، بافتراض بقاء أسعار النفط منخفضة،[2] ولهذا، هناك حاجة إلى اتخاذ تدابير إضافية للادخار على المدى المتوسط بغية استعادة استدامة المالية العامة، وإعادة بناء الاحتياطيات الوقائية*، والادخار بالقدر الكافي للأجيال القادمة.[3]
- لكن بالرغم من انخفاض حجم احتياطات النقد الأجنبي في 2015-2016 بسبب تراجع أسعار النفط أساسا، إلا أن قرار تكوين هذه الاحتياطيات في سنوات وصل فيها النفط إلى أسعار قياسية عزز من الاستقرار المالي في الجزائر، ووفر لها مجالا لتغطية الاحتياجات المالية الحكومية المستقبلية، وضمانات لاستمرار الإنفاق

[1] IMF.ALGERIA.2016 ARTICLE IV CONSULTATION—PRESS RELEASE AND STAFF REPORT. IMF Country Report No. 16/127.May 2016.P :4-5.
[2] Idem.P :42.
* تُعرَّف الاحتياطيات الوقائية في هذا السياق بأنها عدد السنوات التي يتحول فيها إجمالي احتياطات من النقد الأجنبي إلى رصيد سالب، مع فرض عدم إجراء أي تصحيح في السياسات المالية العامة.
[3] IMF. Regional Economic Outlook UPDATE. Middle East and Central Asia Department. April 2016.P:04.

على مشاريع التنمية الحالية الضرورية، واستمرار التحفيز المالي للاقتصاد المحلي حتى عند تراجع الإيرادات لفترة معقولة من الزمن.

من خلال ما سبق نستنتج : أن استمرار الوضعية الحالية سيؤدي إلى نضوب هذه الاحتياطيات الوقائية، حيث أن السلطات المالية في الجزائر لا تدخر ما يكفي من ثرواتها المالية لصالح الأجيال القادمة،[1] فتقلبات أسعار النفط الكبيرة والمستمرة تدعو الدول النفطية عامة والجزائر خاصة إلى تعبئة المزيد من الاحتياطيات الوقائية على المدى المتوسط وفق مقاربة استراتيجية تعزل الاقتصاد عن أي صدمات جديدة قد تفضي إلى وضع غير مستدام ماليا يؤدي إلى احتمالية اللجوء مجددا إلى الاستدانة الخارجية لتغطية العجوزات المالية الحالية والمستقبلية.

5/- تطور نسب الدين الأخرى: إضافة إلى المؤشرات المذكورة سابقا، توجد العديد من النسب ذات الصلة بموضوع الاستدامة المالية وفيما يلي ملخص لأهمها:

جدول رقم (3-5): مؤشرات ونسب الدين الأخرى ذات الصلة بالاستدامة المالية في الجزائر

النسب والمؤشرات (%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الدين الخارجي/الناتج المحلي الاجمالي	5.2	4.6	3.7	5.4	4.5	3.1	2.7	2.5	2.6
ديون قصيرة الأجل/ إجمالي الدين الخارجي	9.1	12.2	20.9	20.2	24.5	18.9	21.9	25.4	36.2
الديون الميسرة/إجمالي الدين الخارجي	31.7	34.0	32.5	27.4	25.4	26.6	21.3	21.0	16.0
الدين الخارجي/ الصادرات	9.9	9.1	7.2	14.0	11.1	7.5	6.9	7.3	8.2
خدمة الدين/الصادرات	22.5	2.0	1.4	2.0	1.0	0.8	1.1	0.7	0.4
مدفوعات الفائدة/ الصادرات	1.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1

المصدر The World Bank. International Debt Statistics 2016.Country Tables: Algeria.P:28.

[1] صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد الإقليمي: منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، دراسات إستقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، أكتوبر 2015،ص:10.

من خلال الجدول نلاحظ:

- أن نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الاجمالي، والذي يمثل مؤشر يربط حجم الدين الخارجي بقاعدة الموارد المحلية، ويعكس قدرة الجزائر على تحويل إمكانياتها الإنتاجية إلى موارد مالية تعزز قدرتها على سداد الدين الخارجي حيث لا يمثل سوى 2,6% من الناتج المحلي الاجمالي نهاية 2014.
- نسبة الدين الخارجي إلى الصادرات، و نسبة خدمة الدين إلى الصادرات يمثلان مؤشران على درجة ثقل أعباء الدين على التصدير أو القدرة على توفير العملات الصعبة،حيث تعبر أرقام هذا المؤشران على قدرة الجزائر على تحصيل العملات الأجنبية لتغطية احتياجات تسديد أعباء الدين العام الخارجي.
- تدل قيم مدفوعات الفائدة بالمقارنة مع حجم الصادرات الموضحة في الجدول أعلاه أن الجزائر لديها إمكانيات كبيرة لمواجهة النفقات غير المنتجة، وأن مدفوعات الفوائد لا تشكل عبء كبير على الدولة، فهي أقل من الحد الأدنى المقترح من طرف المنظمة العالمية للتخفيف (Debt relief international) والمقدر بـ: 4.6% من حجم الصادرات.

المبحث الثالث: حساب مؤشرات الاستدامة المالية الأخرى والمؤشرات المتعلقة بمخاطر إدارة الدين العام

المؤشرات السابق ذكرها أعلاه تمدنا بمعلومات أولية متعلقة بالاستدامة المالية، لأنها مؤشرات ما بعد الحدوث(ex-post)، أي تقدم لنا الوقائع التي تم التأكد منها، بالمقابل، من أجل إجراء تقييم للاستدامة المالية متكامل في الجزائر يجب تناول بعض مؤشرات (ما قبل الحدوث) ex-ant) التي تقدم لنا معلومات عن مدى التعديل المالي اللازم لتحقيق الاستدامة المالية، والعوائق التي تعيق ذلك.[1]

I: التحليل التقييمي لمؤشرات الاستدامة المالية.

في هذا العنصر ومن خلال البيانات المتوفرة سنتطرق لكل من مؤشر الوضع المالي المستدام، مؤشر المتانة الضريبية، ومؤشر بويتر، ومؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير.*

1/- مؤشر الوضع المالي المستدام (Sustainable fiscal position indicator)

مؤشر الوضع المالي المستدام هو مؤشر يتيح إكمال التحليل المتعلق بالمؤشرات التقليدية للاستدامة المالية بواسطة منهج تاريخي يقيم دالة رد الفعل للسلطات المالية تجاه تقلب المتغيرات المحددة لاستدامة الدين العام في الزمن، ولهذا سُمي مؤشر الوضع المالي المستدام، والجدول التالي تجسيد تطبيقي للكتابة الرياضية لمؤشر الوضع المالي المستدام في الدول محل الدراسة، استنادا إلى بيانات مستخلصة من مختلف تقارير صندوق النقد حول اختتام مشاورات المادة (4) والجزائر، السعودية والنرويج.

[1] فوزي عبد الرزاق، فتحي خن، مرجع سابق، ص:590.

* تجدر الإشارة إلى أنه تعذر حساب كل من مؤشر عدم ثبات قيمة العملات، ومؤشرات الاستدامة المالية وفق قيود طويلة الأجل وذلك لعدم توفر البيانات اللازمة.

جدول رقم (3-6): حساب مؤشر الوضع المالي المستدام في الجزائر السعودية والنرويج

indicator	$IFS_t = (\beta_t - \lambda_t) = \frac{1+r_t}{1+g_t} - \frac{BP_t - BP^*}{b_{t-1} - b^*}$							
countres	algeria			saudi		norway		
years	2014	2015	2016	2014	2015	2014	2015	2016
r	0,029	0,031	0,047	0,058	0,058	0,033	0,038	0,032
g	0,038	0,039	0,034	0,035	0,028	0,022	0,016	0,009
B	1,067	1,07	1,081	1,093	1,086	1,055	1,054	1,041
BP	-0,081	-0,17	-0,158	-0,034	-0,159	-0,063	-0,03	-0,031
BP*	-0,027	-0,027	-0,027	-0,042	-0,042	-0,07	-0,07	-0,07
bt-1	0,083	0,08	0,09	0,022	0,016	0,292	0,266	0,267
b*	0,1	0,083	0,08	0,036	0,022	0,3	0,292	0,266
λt	0,1443012	0,0845	0,062	1,83909091	2,444	-0,12327397	-0,05884211	-0,03482772
IFSt	0,9226988	0,9855	1,019	-0,74609091	-1,358	1,17827397	1,11284211	1,07582772

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج EXCEL وبالإعتماد على البيانات المستخلصة من:

-IMF. ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/127. May 2016. Washington.

-IMF. NORWAY 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/214. July 2016. Washington.

-IMF. SAUDI ARABIA 2015 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 15/251. September 2015. Washington.

من خلال الجدول أعلاه نسجل:

أن قيمة المؤشر (IFS_t) أقل من (1) في الجزائر في سنتي (2014-2015)مما يدل على أن الوضع المالي كان مستدام في تلك الفترة ومتوافق مع الظروف المطلوبة لضمان تحقيق الاستدامة الماليةحسب مؤشر الوضع المالي المستدام، لكن بحلول سنة 2016 نسجل أن قيمة المؤشر (IFS_t) أصبحت أكبر من (1) مما يدل على أن الجزائر دخلت في حالة أو وضع مالي غير مستدام وأن السياسات المالية المتبعة حاليا لا تتلاءم والتغيرات الاقتصادية والمالية الكلية ولا تتوافق مع أهداف الاستدامة المالية، وذلك على غرار ما هو واقع في كل من الاقتصاد السعودي والنرويجي في الفترة (2015-2016) وهذا يعزى للعجز الحاصل في الميزانيات العامة للدول محل الدراسة اثر الانخفاض الحاد في إيراداتها العامة جراء تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية.

2/- مؤشر الفجوة الضريبية: (Indicator of the taxation gap)

نستعمل مؤشر الفجوة الضريبية لأجل بيان مدى اتساق السياسة الضريبية المعمول بها في الدول محل الدراسة ودورها في تحقيق الاستدامة المالية، وذلك من خلال الكشف عن مستوى الدخل المستدام (T^*) الذي يحافظ على ثبات نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي(debt-to-GDP ratio)، ومقارنته والدخل الجاري (Tt) أو الإيرادات المالية العمومية الواردة في السنة t على النحو التالي:

والجدول التالي تجسيد تطبيقي للكتابة الرياضية لمؤشر الفجوة الضريبية المبين أعلاه، في الجزائر استنادا على تطور مستويات الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي وكذلك تطور كل من نسب الإنفاق و سعر الفائدة الحقيقي ومعدلات النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي للفترة ما بين 2011 و2016، وذلك باستخدام بيانات مستخلصة من مختلف تقارير صندوق النقد حول اختتام مشاورات المادة (4) والجزائر.

جدول رقم (3-7): حساب مؤشر الفجوة الضريبية

(In percent of GDP)		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Algeria	q	2,8	3,3	2,8	3,8	3,9	3,4
	r %	3	2,9	2,7	2,9	3,1	4,7
	(r-q)	0,2	-0,4	-0,1	-0,9	-0,8	1,3
	bt	0,095	0,1	0,083	0,08	0,09	0,154
	(q-r)bt	0,019	-0,04	-0,0083	-0,072	-0,072	0,2002
	g	0,403	0,447	0,367	0,413	0,465	0,424
	T	0,399	0,397	0,358	0,334	0,301	0,268
	T*	0,422	0,407	0,3587	0,341	0,393	0,6242
	ind: I	0,023	0,01	0,0007	0,007	0,092	0,3562
Saudi Arabia	T	0,445	0,453	0,414	0,373	0,299	/
	T*	0,2638	0,2862	0,4	0,4448	0,729	/
	ind: I	-0,1812	-0,1668	-0,014	0,0718	0,43	/
Norway	T	0,562	0,558	0,538	0,533	0,531	0,55
	T*	1,0369	0,242	1,1046	0,7416	1,0644	1,209
	ind: I	0,4749	-0,316	0,5666	0,2086	0,5334	0,659

المصدر:

من إعداد الباحث باستخدام برنامج EXCEL[1] و بالاعتماد على البيانات المستخلصة من:

-IMF. ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/127. May 2016. Washington.

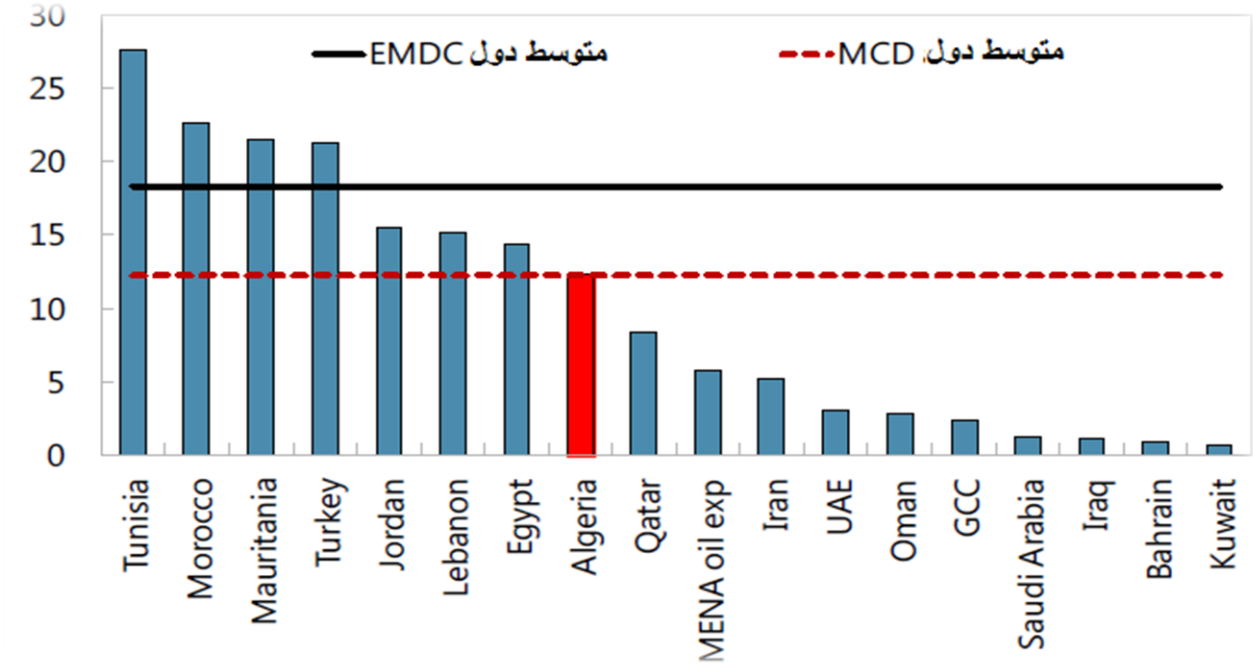
[1] أنظر الملحق رقم/ 10: التجسيد العددي مؤشر الفجوة الضريبية للدول محل الدراسة.

-IMF. NORWAY 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/214. July 2016. Washington.
-IMF. SAUDI ARABIA 2015 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 15/251. September 2015.Washington.

من خلال الجدول السابق نسجل:

- تقدير مستوى الدخل المستدام (T^*) للفترة (2011–2014) يقارب مستويات الدخل الفعلية الجارية $(T\mathrm{t})$ أين سجلنا أن قيمة مؤشر الفجوة الضريبية في الجزائر يقارب الصفر $(\cong \mathbf{0I_t})$ مما ساعد على بقاء الدين العام عند مستويات متدنية نسبيا، مقارنة بالنرويج والتي نلاحظ من خلال مؤشر الفجوة الضريبية المبين أعلاه وجود فروق موجبة معتبرة بين الدخل الفعلي والدخل المستدام مما ينبأ ببقاء مستويات الدين العام مرتفعة نسبيا، أما في السعودية فنلاحظ تحول في مسار مؤشر الفجوة الضريبة سنة 2015 من السالب إلى الموجب وهذا بفعل تدني مستويات الدخل الفعلية إلى قيم أقل من الدخل المستدام بفعل الصدمة النفطية وانخفاض أسعار النفط مما ينبأ بزيادة حجم الدين العام في السعودية إلى مستويات مرتفعة نسبيا قد تصل إلى : 33,4% من الناتج المحلي الإجمالي في آفاق 2020، وذلك على غرار الجزائر.
- حيث نلاحظ بداية من سنة 2015، إنخفاض في نسبة الدخل إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى مستوى 30,1% بالمقابل تقدر نسبة الدخل المستدام الذي يحافظ على استقرار نسب الدين العام بـ : 39,3% لنفس السنة مما أدى بالدين العام في الجزائر إلى إتباع سلوك مسار تصاعدي وذلك إبتداءا من سنة 2016 أين يتوقع أن يصل الدين العام إلى مستوى 15,4 % بزيادة تقدر بـ :6,4 % من الناتج الوطني الإجمالي، وذلك تزامنا مع إصدار سندات القرض السندي لشهر أفريل 2016، وهذا ما يوجب على السلطات المالية في الجزائر مزيدا من تعبئة للإيرادات العمومية في ظل وجود مجال لنمو هذه الإيرادات بالنظر أن نسبة الإيرادات الجبائية العادية في مستوى تحت متوسط مجموعة الدول الناشئة و النامية بنسبة تقدر بـ: 12.4 % من GDP في عام 2013، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-19): نسبة إيرادات الجبائية العادية من الناتج المحلي الإجمالي.



المصدر :

Andrew Jewell. and others. ALGERIA SELECTED ISSUES. IMF Country Report No. 14/342.P :8 .

من خلال الشكل نلاحظ:

- نسبة الإيرادات الجبائية العادية من الناتج المحلي الإجمالي تساوي متوسط التحصيل في دول (**MCD**)، وأقل من المتوسط في دول (**EMDC***)، وأقل بكثير من النسب في المغرب وتونس، وذلك جراء ضعف التحصيل الضريبي حيث أن الدولة تخسر حوالي 100 مليار دينار جزائري سنويا نتيجة الغش والتهرب الضريبي، (أي ما يعادل أكثر من نصف قيمة الضرائب العادية التي يتم تحصيلها)

-أنه يوجد فجوة في تحصيل الإيرادات الجبائية حيث أن الجزائر لم تبلغ مستوياتها المتوقعة من الإيرادات العادية خارج قطاع الطاقة، وأن لديها القدرة على جمع إيرادات جبائية إضافية تقدر نسبتها بـ: 2.3 % من GDP، تمكنها من تنمية إيراداتها، وتبقيها دون المستوى المتوسط لتحصيل الإيرادات في البلدان الناشئة والنامية(**EMDC**)، حيث لزيادة التحصيل الضريبي يمكن :

- فرض ضرائب أكثر ملاءمة ومناسبة لطبيعة النشاط وتتسم بالفعالية.

* **EMDC : E**merging **M**arketand **D**eveloping **C**ountry

- ترشيد الإعفاءات الضريبية لتوسيع نطاق الوعاء الضريبي الأساسي .
- حث المزيد من الأعوان الاقتصاديين والأفراد الناشطين ضمن القطاع غير الرسمي ليصبحوا جزءا من القطاع الرسمي.
- إيجاد آليات بديلة للقضاء على التهرب الضريبي، واستكمال التدابير المذكورة أعلاه بإصلاحات في الإدارة الضريبية والجمركية.

3/- مؤشر بويتر (Buiter's Indicator):

يستعمل هذا مؤشر لقياس الفجوة بين الرصيد الأولي المستدام (b^*) والرصيد الأولي الفعلي (b_t)، وذلك من خلال الإعتماد على مؤشر القيمة الصافية للثروة (w_t) (والتي تعرف بأنها مجموع الأصول بما فيها الأصول المالية والعينية مطروحا منها إجمالي الدين العام) وذلك على النحو التالي:

والجدول التالي تجسيد تطبيقي للكتابة الرياضية لمؤشر بويتر المبين أعلاه في الجزائر بإستخدام بيانات مستخلصة من مختلف تقارير صندوق النقد حول إختتام مشاورات المادة (4) والجزائر.*

جدول رقم (3-8): حساب مؤشر بويتر في الجزائر

(In percent of GDP)		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Algeria	q	2,8	3,3	2,8	3,8	3,9	3,4
	r %	3	2,9	2,7	2,9	3,1	4,7
	(r-q)	0,2	-0,4	-0,1	-0,9	-0,8	1,3
	w	0,277	0,234	0,257	0,177	0,033	-0,111
	bt	0,095	0,1	0,083	0,08	0,09	0,154
	(r-q)w	0,0554	-0,0936	-0,0257	-0,1593	-0,0264	-0,1443
	(r-q)w-bt	-0,0396	-0,1936	-0,1087	-0,2393	-0,1164	-0,2983

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج EXCEL وبالإعتماد على البيانات المستخلصة من:

-IMF. ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/127. May 2016. Washington.

*تجدر الاشارة الى أنه تعذر حساب نفس المؤشر بالنسبة لكل من السعودية والنرويج وذلك لعدم توفر جميع البيانات المطلوبة.

من خلال الجدول نسجل:

أنه نظرا لإمتلاك الجزائر لأصول عينية ومالية ضخمة في السنوات الأخيرة خاصة من الاحتياطات النقد الأجنبي التي قدرت بـ :152,8 مليار دولار سنة 2015، ونظرا لكون نسب الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي عند مستويات دنيا نسبيا، تتمتع الجزائر بقيم جيدة في مؤشر بويتر بإعتبار أن القيم السالبة للمؤشر تدل على إمتلاك الجزائر لسياسة مالية مستدامة ستؤدي بالحفاظ على ثبات القيمة الصافية لثروة المجتمع وللأجيال المتعاقبة.

4/- مؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير (Short term primary gap indicator):

يستعمل مؤشر الفجوة الأولية القصيرة الأجل للدلالة على مستوى الرصيد الأولي المطلوب لتثبيت الدين كنسبة الناتج المحلى الإجمالي (GDP) والرصيد الأولي الحالي، والجدول التالي تجسيد تطبيقي للكتابة الرياضية لمؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير في الجزائر بإستخدام بيانات مستخلصة من مختلف تقارير صندوق النقد حول إختتام مشاورات المادة (4) والجزائر.

جدول رقم (3-9): حساب مؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير في الجزائر

$BP^* - BP = (r_t - n_t)b - BP$		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Algeria	n	2,05727	2,12476	2,16058	2,11488	3,29839	3,19307
	r %	3	2,9	2,7	2,9	3,1	4,7
	(r-n)	0,94273	0,77524	0,53942	0,78512	-0,1984	1,50693
	bt	0,095	0,1	0,083	0,08	0,09	0,154
	(q-r)bt	0,08956	0,07752	0,04477	0,06281	-0,0179	0,23207
	BP	-0,017	-0,053	-0,006	-0,078	-0,162	-0,151
	-r)bt-BP gap indicat	0,10656	0,13052	0,05077	0,14081	0,14414	0,38307

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج EXCEL وبالإعتماد على البيانات المستخلصة من:

-IMF. ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/127. May 2016. Washington.

من خلال الجدول أعلاه نسجل:

أن مؤشر الفجوة الأولية القصيرة الأجل ذا قيم موجبة في جميع سنوات الفترة (2011–2016) وهو ما يدل على أن السياسات المالية في الجزائر غير مستدامة لأنها تتوجه إلى رفع مستوى الدين بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى 43,3% آفاق سنة 2021، وذلك نتيجة عدة متغيرات تساهم في تراكم الدين في الجزائر أهمها تسجيل الجزائر لعجز موازني متكرر تجاوز 16% سنة 2015، في حين أن الرصيد الأولي (BP^*) المطلوب لتثبيت الدين كنسبة الناتج المحلى الإجمالي (GDP) يقدر بعجز مالي لا يقل عن: -2.7%.

II: تحليل وتقييم المؤشرات المتعلقة بمخاطر إدارة الدين العام.

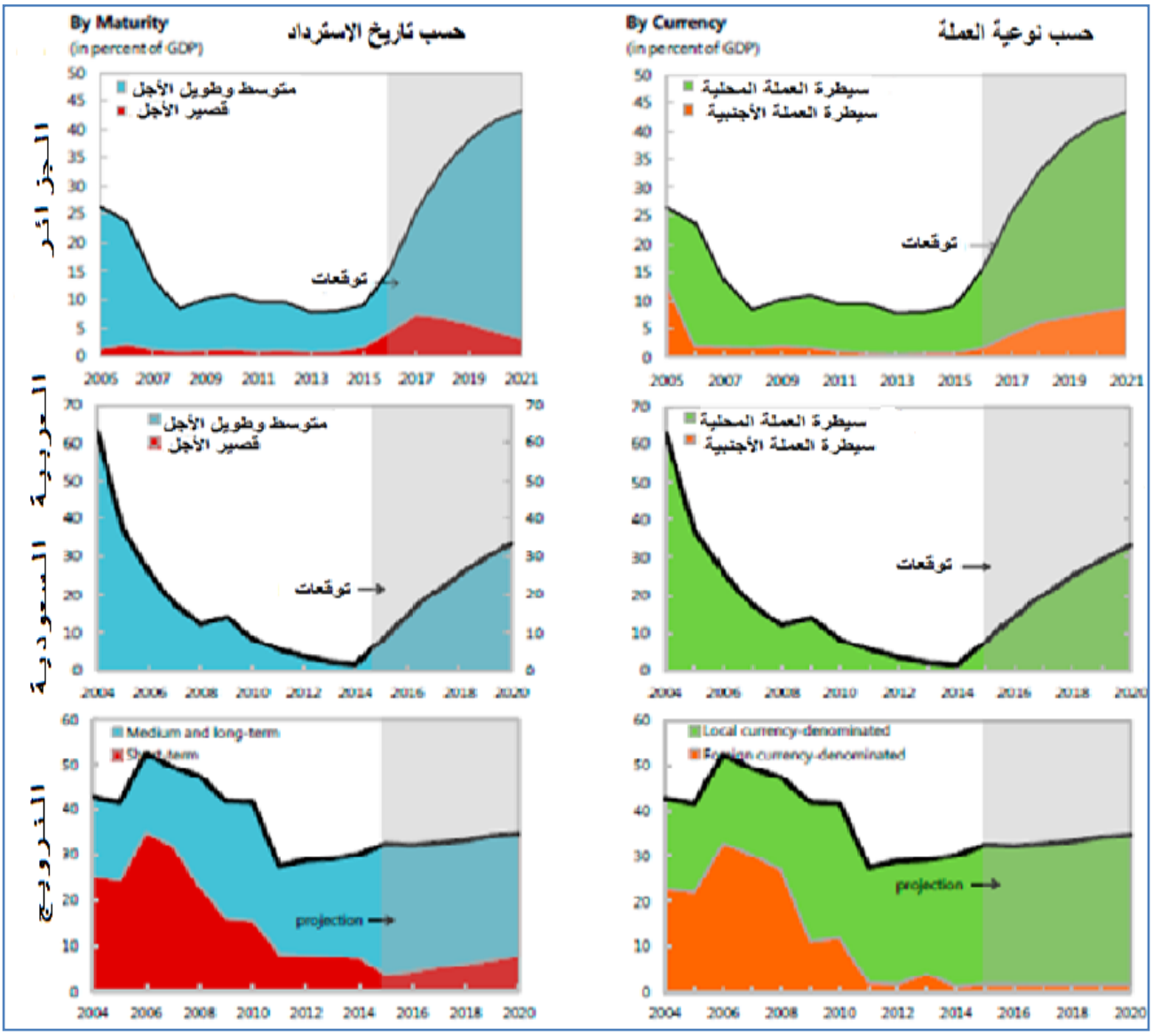
1/- تحليل محفظة الدين العام : بتحليل محفظة الدين العام في الجزائر و تتبع آجال استحقاقها عبر الزمن لأجل رصد مخاطر التخلف عن السداد و مخاطر إعادة التمويل، نلاحظ من خلال الرسم البياني أدناه أن حوالي ثلث (3/1) الدين العام هو دين قصير الأجل وهو ما يبين الوضعية المالية الجيدة للجزائر، باعتبار الدين المتوسط والطويل الأجل يشكل أغلب الدين العام وهو ما يمنح أكثر استقرار للوضع المالي في الجزائر، [1]وذلك على غرار ما هو واقع في السعودية، والنرويج والذي يرتكز دينها العام حاليا على أذونات الخزينة ذات آجال استحقاق القصيرة الأجل والتي لا تتعدى سنة واحدة، بالإضافة إلى سندات حكومية طويلة الأجل مدة استحقاقها تصل إلى عشر سنوات،[2] والتي تمثل النسبة الأكبر في محفظة الدين العام للنرويج.

والشكل التالي يمثل ملف استرداد ديون محفظة الدين العام عبر الزمن حسب تاريخ الاستحقاق، ويصف مقدار الدين بالعملة المحلية بالمقارنة مع الديون بالعملة الأجنبية في تركيبة محفظة الدين العام في كل من الجزائر، العربية السعودية والنرويج.

[1] فوزي عبد الرزاق، فتحي خن، مرجع سابق، ص: 597.

[2] Government. No. The central government's outstanding debt . 2016-04-14. In link :https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/economic-policy/the-central-governments-outstanding-debt/id443404/

الشكل رقم (3-20): التطور الزمني لمحفظة الدين العام



المصدر:

-IMF. ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/127. May 2016. Washington.

-IMF. NORWAY 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/214. July 2016. Washington.

-IMF. SAUDI ARABIA 2015 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 15/251. September 2015.Washington.

من خلال الشكل نلاحظ أن:

- أن نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي، والذي يمثل مؤشر يربط حجم الدين الخارجي بقاعدة الموارد المحلية، ويعكس قدرة الجزائر على تحويل إمكانياتها الإنتاجية إلى موارد مالية تعزز قدرتها على سداد الدين الخارجي حيث لا يمثل سوى 2,6% من الناتج المحلي الإجمالي نهاية 2014.

- محفظة الدين العام في الجزائر تتكون أساسا من الدين الداخلي وبالتالي فإن مخاطر العملة ليست كبيرة، إضافة إلى أن الديون متوسطة والطويلة الأجل تشكل الأغلبية مما يقلل من مخاطر التخلف عن السداد، ومخاطر إعادة التمويل.
- لكن رغم المؤشرات الجيدة من حيث مدة الاستحقاق وتركيبة الدين العام في الجزائر، لم ينعكس ذلك إيجابا على تصنيفاتها الإئتمانية، فعند استعراض وتحليل جودة التصنيفات الإئتمانية لكل من الجزائر والسعودية نلاحظ تباين كبير في الدرجات أين تتمتع السعودية بتصنيفات ائتمانية عالية جدا تتيح لها الاقتراض من الخارج بتكلفة منخفضة نسبيا بالمقارنة مع الجزائر، والتي مع احتمال فتح باب الاقتراض من الخارج، سيكون عليها الاستعداد لتحمل تكاليف استدانة عالية من الخارج بسبب إنخفاض درجة التصنيفات الائتمانية السيادية لها،كما هو موضح أدناه:

جدول رقم (3-10): التصنيفات الائتمانية لكل من الجزائر والسعودية و النرويج.

الدولة	TERating	Fitch	Moody's	S&P	الملاحظة
النرويج	99	AAA	Aaa	AAA	ممتازة
السعودية	86	AA-	Aa3	A-	عالي الدرجة
الجزائر	15	CCC	Caa2	CCC	متضاربة جدا

المصدر: http://www.tradingeconomics.com

من خلال الجدول أعلاه نسجل أنه:

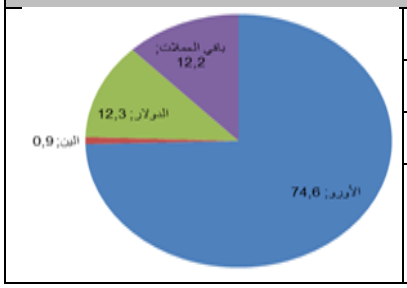
- بما أن التصنيف الائتماني للدين العام في الجزائر من قبل وكالات التصنيف الائتماني الكبرى لغاية تاريخ 29/04/2016 ظل عند مستويات متدنية، فأي مشروع مستقبلي للاقتراض من الخارج سيكون بمعدلات فائدة مرتفعة جدا، وهذا عكس ما حاصل في النرويج وكذا السعودية، والتي تملك إمكانية كبيرة للاقتراض الخارجي بتكلفة أقل نسبية من الجزائر بفضل تصنيفها الائتماني المرتفع، أين قام مكتب أو وحدة إدارة الدين العام في وزارة المالية السعودية بإنجاز أول إصدار لسندات دولية للعربية السعودية مقومة بالدولار الأمريكي في الاسواق العالمية بمبلغ مقداره 17.5

مليار دولار أمريكي، ما يعادل 65.6 مليار ريال سعودي، ويُعدّ هذا الإصدار أكبر إصدار لسندات سيادية مجمعة مقومة بالدولار الأمريكي منذ 30 سنة في الأسواق الناشئة.

ونتيجة لذلك، فقد تحصلت المملكة العربية السعودية على جائزة تومسون رويترز العالمية (International Financing Review) لأفضل مصدر سندات لعام 2016 م، وجائزة مصدر سندات العام (2016) من فئة السندات السيادية، مما يعكس الخطوات والإجراءات التي تتخذها السلطات المالية في السعودية من أجل تطوير وتنويع مصادر التمويل الحكومية، وثقة المستثمرين العالميين والسوق العالمي بالسندات والاقتصاد السعودي،[1] على عكس الاقتصاد الجزائري الذي يتمتع بدرجة تصنيف عالية تعزز من قدرة نفاذه لأسواق المال الدولية، مما يعرقل عملية اللجوء الى الاستدانة الخارجية مستقبلا، والشكل الموضح أدناه يمثل مكونات الدين الخارجي الجزائري بالعملات الأجنبية.

الجدول رقم (3-11): مكونات الدين الخارجي الجزائري بالعملات الأجنبية (%).

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الأورو	58.9	60.1	59.5	60.5	58.1	59.0	72.6	75.0	74.6
الين	6.1	4.7	5.0	4.2	4.7	0.9	1.0	0.9	0.9
الدولار	29.1	28.6	29.2	29.0	30.1	32.4	16.0	13.1	12.3
باقي العملات	5.7	6.6	6.2	6.4	7.1	7.8	10.4	11.1	12.2



المصدر: The World Bank. International Debt Statistics 2016.Country Tables: Algeria. P:30.

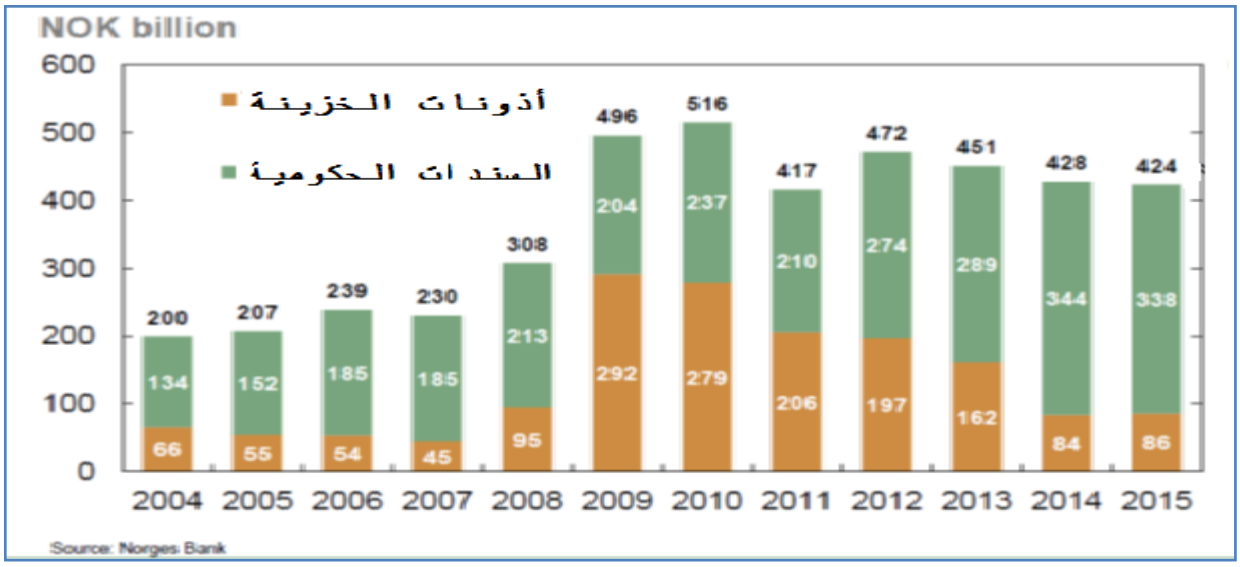
من خلال الجدول أعلاه نسجل:

- عدم وجود تناسب بين تركيبة العملات الأجنبية المكونة للدين الخارجي في الجزائر، أين نلاحظ أنه في سنة 2014، أكثر من 74% من الدين الخارجي هو بعملة الأورو رغم أن صادرات الجزائر تتم بصفة كبيرة بالدولار وهو ما يرفع من خطر التعرض لمخاطر سعر الصرف في حالة انخفاض سعر صرف الدولار بالمقارنة مع الأورو.

[1] وزارة المالية السعودية، مرجع سابق، ص:35.

- تجدر الإشارة إلى أنه هناك توجه في الجزائر لزيادة التركيز على إصدار الدين المحلي الحكومي للمساعدة في تطوير الأسواق النقدية والرأسمالية الناشئة، مع إمكانية التوجه نحو الاقتراض من الخارج (من الدائنين ثنائيين أو متعددي الأطراف) * للتخفيف من مزاحمة آثار الاقتراض الداخلي وتخفيف من عملية السحب من الاحتياطيات النقدية، وعلاوة على ذلك، يمكن للسلطات المالية في الجزائر فتح رأس مال بعض الشركات المملوكة للدولة إلى مشاركة القطاع الخاص، بطريقة شفافة، ليس فقط للمساعدة في تلبية احتياجات التمويل ولكن أيضا لتحسين إدارتها.[1]
- أما في السعودية، فلا تزال أسواق الدين المحلي في مرحلة مبكرة من التطور، حيث أصدرت العربية السعودية سندات سيادية للمرة الأولى منذ عام 2007 تم شرائها من البنوك المحلية وذلك لتمويل العجز في المالية العامة، ومع ذلك، فإن إصدار الدين بالعملة المحلية لم يترجم بعد إلى إيجاد سيولة كافية في الأسواق الثانوية، على عكس ما هو واقع في النرويج التي تمتلك سوق أوراق مالية نشط محليا بإصدارات السندات الحكومية و أذونات الخزينة كما هو موضح في الشكل أدناه:

الشكل رقم (3-21): تطور حجم الإصدارات السيادية في سوق الدين المحلية في النرويج



المصدر:

Norges bank. Norwegian government debt management. Investor presentation. 10 May 2016.P:07.

*أشارت السلطات استعداده للنظر في الاقتراض من الخارج من مصادر ثنائية أو متعددة الأطراف، لكنها لا تفكر في الاقتراض في أسواق رأس المال الدولية في هذا الوقت أبريل 2016.

[1]IMF.ALGERIA.2016 ARTICLE IV CONSULTATION.OP.CIT.P:15.

ويتطلب إنشاء سوق للسندات الحكومية نشط مثل ما هو موضح أعلاه في الجزائر (سوق يتمتع بالسيولة الكافية ويمول بشكل جيد الديون الحكومية بالدرجة الأولى وديون الشركات الخاصة طويلة الأجل بالدرجة الثانية) جهودا استباقية ومنسقة من الحكومة والبنوك المركزية والهيئات التنظيمية الأخرى والمشاركين في السوق، وتشمل الخطوات والشروط الرئيسية ما يلي:[1]

- التركيز مبدئيا على تطوير تداول الاستحقاقات قصيرة الأجل في منحنى العائد ببناء سوق سائلة لأذون الخزانة قصيرة الأجل تكون فيها الإصدارات مدعومة بتوقعات بشأن سيولة السوق مع وجود آلية شفافة لتحديد الأسعار المحققة للتوازن بين العرض والطلب.
- بناء قاعدة متنوعة من المستثمرين المؤسسيين المحليين والأجانب (بما في ذلك صناديق المعاشات التقاعدية وصناديق التأمين وصناديق الاستثمار المشتركة) التي تتيح إمكانية تحويل الوساطة المالية من البنوك إلى الأسواق الرأسمالية بزيادة الطلب على الأصول المالية طويلة الأجل.
- إنشاء بنية تحتية مؤسسية تشمل نظاماً لتصنيف الإصدارات يتسم بالمصداقية، ومعايير جيدة للحوكمة وشفافية، ومتطلبات الإفصاح في إعداد التقارير، واعتماد معايير المحاسبة الدولية كون هذه الصفات تساهم في تعزيز انضباط الأسواق.
- شفافية التسعير وتحسين عمل آليات التداول الفعالة ونظم الحفظ والتسوية لتعزيز السيولة والكفاءة، مع خفض تكاليف المتاجرة والتقلبات.

[1] صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد الإقليمي: منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، دراسات إستقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، أكتوبر 2015، ص:43.

- خلاصة الفصل الثالث:

من خلال هذا الفصل باشرنا عملية التحليل التقييمي للاستدامة المالية في الجزائر بالمقارنة مع الدول موضع الدراسة (العربية السعودية، والنرويج) بناءا على خصائصها الإقتصادية والمالية وكذلك خصائصهم كدول نفطية، ثم قمنا بالتأكد من تحقق شرط الملاءة المالية، إضافة إلى تحليل تطور مختلف المؤشرات والنسب ذات الصلة بالاستدامة المالية وفق معايير والعتبات الاسترشادية التي سبق التطرق إليها في الجانب النظري.

أين خلصنا أن الجزائر في وضع غير مستدام ماليا، وذلك على غرار كل من العربية السعودية والنرويج، إضافة إلى كون الجزائر في وضع قابل للتأثر بالتغيرات والصدمات الخارجية والتقلبات الاقتصادية الدورية، مما يفرض على السلطات المالية في الجزائر إتباع إصلاحات هيكلية، ضمن إطار تنسيقي يضم السياستين المالية والنقدية لأجل تعزيز الملاءة المالية، وضمان وتيرة نمو مستقرة،وعبء ضريبي ثابت، و تجسيد مبدأ الإنصاف بين الأجيال المتعاقبة في الأعباء والمزايا المالية، من خلال صياغة وتطبيق إستراتيجية واضحة لإدارة الدين العام من أجل تحقيق الاستدامة المالية العامة في الجزائر.

تمهيد:

الاستدامة المالية هي استراتيجية [1]، من هذا المنطلق تعددت الطرق والسبل والاستراتيجيات المقترحة للوصول إلى الهدف المسطر المتمثل في الاستدامة المالية، يناقش هذا الفصل مختلف الآليات و الميكانيزمات المقترحة لتحقيق الاستدامة المالية من حيث الكفاءة والفعالية، محاولين إسقاط ذلك على الواقع الاقتصادي في الجزائر في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فيتناول الإطار الواجب إتباعه لصياغة استراتيجية إدارة دين عام متوسطة الأجل تحقق الاستدامة المالية في الجزائر وفق إطار (MTDS) المقترح من طرف صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

وفي الأخير حاولنا اقتراح استراتيجية تعتمد في جوهرها على استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية وفي مقدمتها الصكوك السيادية كبديل استراتيجي لأدوات الدين التقليدية التي تحمل في طياتها بذور الأزمة وعدم الاستدامة، بالمقارنة مع نظيرتها الاسلامية التي يضمن استخدامها بالطريقة الصحيحة الاستقرار المالي والملاءة، واستقرار معدلات النمو و عدم تحميل الأجيال القادمة أعباء مالية ناتجة عن القرارات المالية الحالية، وهي ما تضمن في المحصلة تحقيق الاستدامة المالية المنشودة.

[1]The Department of Local Government; Financial Management (Sustainability) Guideline 2013.Op.Cit:P:6.

المبحث الأول: الاستراتيجيات والآليات المطروحة لتحقيق الاستدامة المالية

بتعدد التعاريف الدالة عن مفهوم الاستدامة المالية تعددت الاستراتيجيات والآليات المنتهجة لتحقيقها، والتي تختلف من حيث الطريقة والمضمون، فمنها ما يُعتبر استراتيجيات ما قبل الحدوث (**ex-ant**)، أي ما قبل حدوث الأزمة ويهدف الى تجنيب الاقتصاد الوقوع في أزمة دين عام، ومنها ما يُعتبر استراتيجيات ما بعد الحدوث (**ex-post**)تهدف إلى إخراج الاقتصاد من الأزمة إلى حالة من الاستقرار الديناميكي والاستدامة المالية.

I: برامج أو سياسات التقشف:

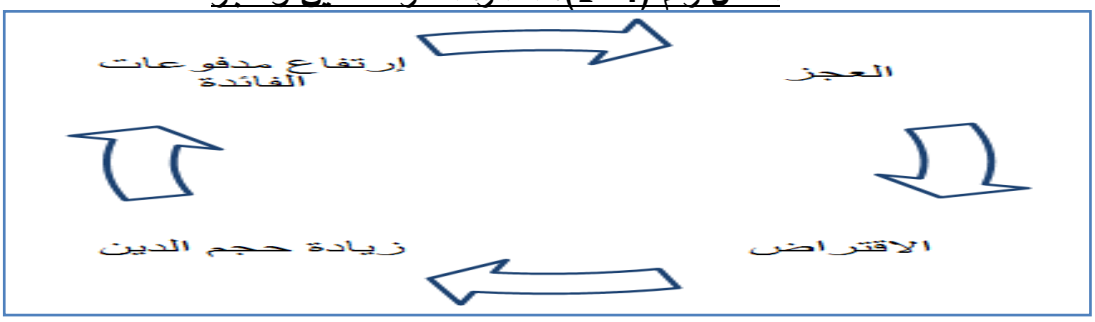
تصنف برامج التقشف من بين استراتيجيات ما بعد الحدوث (ex-post) الأزمة، حيث من منطلق أن السبب الرئيسي وراء تراكم الديون هو الإفراط في الإنفاق، ظهر فكر اقتصادي جديد في سنوات الثمانينات (1980) جعل برامج التقشف المالي بصفتها أسرع خطة في التنفيذ لخفض الإنفاق الحكومي لأجل خفض مستويات الدين، فعندما تعلن الحكومة عن عدم قدرتها على الوفاء بدفع التزاماتها المالية في الوقت المحدد، تسارع إلى وضع سياسات لخفض الإنفاق العمومي بداعي تأثيره المباشر على نسب الدين إلى إجمالي الناتج المحلي.[1]

1/- مفهوم التقشف: التقشف هو السياسات التي تستهدف تخفيض حجم الإنفاق الحكومي بهدف خفض عجز الميزانيات العامة للحكومات وتجنب تصاعد الديون العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي،[2] وبذلك تجنب الوقوع فيما يعرف بـ: الدائرة المفرغة للدين والعجز، كما هو موضح في الشكل أدناه.

[1] Katarina Sehm Patomäki, op.cit.P:124-125.

[2] محمد إبراهيم السقا، إقتصاديات التقشف، المجلة الاقتصادية، 2015/02/06، متوفر على الرابط التالي:
http://www.aleqt.com/2015/02/06/article_928781.html (تاريخ الإطلاع: 2015/04/12، 21:33)

الشكل رقم (4-1): الدائرة المفرغة للدين والعجز



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ما سبق.

إذا كانت مستويات العجز مرتفعة، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة الديون من خلال ارتفاع الحاجة إلى الاقتراض لتغطية العجز، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة مدفوعات الفائدة التي تؤدي إلى تفاقم مشكلة العجز من جديد، إضافة إلى زيادة أعباء الدين العام سواء بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية، علاوة على خطر احتمال التخلف عن السداد، أي عدم تحقق الاستدامة المالية.[1]

لكن العكس يمكن أن يساعد على خفض مستويات الدين العام،فوقف مسار هذه الدائرة المفرغة حسب مؤيدي سياسات التقشف المالي من خلال سياسات تستهدف أساسا للقضاء على عجز الميزانية أو تخفيضه من خلال خفض حجم الإنفاق الحكومي، سيؤدي حتما لخفض مستويات الاقتراض لتغطية العجز في الميزانية، وبذلك تنخفض نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ويستند هذا التحليل لفرضية التقشف التوسعي (Expansionary Austerity) والتي تبدأ بالتساؤل حول المدى الذي يمكن أن تقترض فيه الحكومة وترفع من دينها العام دون أن يؤثر ذلك سلبا في الاقتصاد؟، فوفقا لهذه الفرضية لا تستطيع الحكومة أن تقترض إلى ما لا نهاية، فبعد مستوى معين من نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي ستبدأ معدلات العائد المطلوب على السندات الحكومية في التزايد،مما يرفع من عبء الدين العام، ويؤثر بشكل سلبي على معدلات النمو الاقتصادي.

على الجانب الآخر، أوضح (Blanchard, O. & D. Leigh.2013) أن: وصفة موحدة لسياسة التقشف كوسيلة لتصحيح اختلالات الدين لجميع الدول ليست مبررة في الأدبيات الاقتصادية، فسياسة [2]

[1] Charles Wyplosz, Op .cit,P.08.
[2] Blanchard, O. & D. Leigh.2013. Growth Forecast Errors and Financial Multipliers. IMF Working Paper 13/1. International Monetary Fund, Washington, D.C, January.

التقشف حسب المعارضين لها تؤدي إلى انكماش النمو الاقتصادي وتقلص الناتج المحلي الإجمالي للدول (عكس ما يروج له مؤيدو سياسة التقشف)، ومع انخفاض الناتج المحلي الإجمالي ستنمو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي،[1]إضافة إلى ذلك، فإن سياسات التقشف تتسبب في خلق اضطرابات اجتماعية مما يعرقل مسيرة التنمية الاقتصادية، كما حدث أخيرا (بداية من 2010) في دول جنوب أوروبا.*

في الجزائر،إجراءات التقشف جاءت متزامنة مع تداعيات التراجع الكبير لأسعار النفط، التي تلقي بظلالها على التوجهات الاقتصادية والخيارات الإستراتيجية للحكومة الجزائرية، حيث اتخذت السلطات المالية في الجزائر إجراءات تقشفية على صعيد تأجيل إنجاز بعض المشاريع العمومية وتجميد التوظيف في القطاعات التابعة للوظيف العمومي لسنة 2015، إضافة إلى إلغاء عدد كبير من المهرجانات والملتقيات الثقافية، لكن من المتوقع أن يكون لهذه الإجراءات آثار انكماشية نتيجة تقليص الإنفاق سواء الاستهلاكي منه أو الاستثماري، مما سيعمل على خفض معدل النمو المتراجع أساسا.

وأمام الوضع المالي الحالي وبالنظر للمستويات المتدنية نسبيا للدين العام في الجزائر، فإنه من الأفضل والأنسب للحالة الجزائرية هو إتباع نهج ترشيد الإنفاق العام وهو أشمل وأعم من سياسة التقشف، حيث أنه يُعرف بأنه: العمل على زيادة فعالية الإنفاق العام بالقدر الذي يمكن معه زيادة قدرة الحكومة على تمويل والوفاء بالتزاماتها المالية الخارجية والداخلية مع القضاء على مصادر الفساد وتبديد المال العام إلى أدنى حد ممكن، وبالتالي يمكن القول بأن ترشيد الإنفاق العام أنجع وأكفأ بالنسبة للجزائر من سياسات التقشف، لأن الترشيد لا يتضمن فقط إجراءات من شأنها تخفيض الإنفاق العام، ولكنه يعني التحول نحو سياسات أكثر فاعلية في إدارة المال العام، وذلك من خلال إتباع طرق أكثر فعالية في إدارة الموازنة العامة، سواء كان ذلك على مستوى إعدادها أو تنفيذها أو الرقابة عليه.

[1] Katarina Sehm Patomäki, Op .cit,P:127.

*في اليونان وإسبانيا وإيطاليا، وغيرها من الدول التي اضطرت تحت ضغط ديونها السيادية إلى أن تتبع سياسات تقشفية أحدثت آثارا سلبية في الحياة الاقتصادية والاجتماعية لمجتمعاتها إلى الحد الذي دفع بهم للخروج إلى الشوارع في وقفات مناهضة لسياسات التقشف.

II: /-الميكانيزمات السبع لـ (Garrick Hileman) لتحقيق استدامة الدين العام.

اقترح (Garrick Hileman) ، سبع استراتيجيات لتحقيق استدامة الدين العام تعتمد على سبع آليات أو ميكانيزمات نوجزها في: (1- النمو الاقتصادي، 2- المساعدات المالية، 3- التعديل المالي، 4- بيع الأصول، 5-التضخم المفاجئ، 6- الكبح أو الإخضاع المالي، 7- التخلف عن السداد).

1/- النمو الاقتصادي (Economic growth): المقصود بالنمو الاقتصادي هو تبني استراتيجية تهدف لدعم نمو الناتج المحلي الإجمالي الخاضع للضريبة بحجم كاف لخدمة الديون، حيث يمكن أن يخفِّض ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي من نسبة الدين العام إلى الناتج الوطني الإجمالي، من خلال التوسع في حجم المنتجات والخدمات داخل الاقتصاد مما يولد عائدات ضريبية إضافية دون أن يستلزم ذلك زيادة في معدلات الضرائب،[1] إذن فإستراتيجية النمو الاقتصادي تعتبر من بين استراتيجيات ما قبل حدوث (ex-ant) أزمة الديون، فهي إستراتيجية ترتكز على دعم الاقتصاد من خلال التركيز على تحقيق مستويات نمو اقتصادي ملائمة لتحقيق الاستدامة المالية وذلك باعتبار استقرار معدلات النمو الاقتصادي يمثل بعدا رئيسا من أبعاد الاستدامة المالية الأربع،[*] وعامل فعال من أجل تجنب وضعية غير مستدامة ماليا.

تماشيا مع هذا التوجه، فإن الهدف المالي على المدى الطويل للحكومة البريطانية هو ضمان "استدامة المالية العامة بواسطة المساهمة في إيجاد بيئة مستقرة تعزز النمو الاقتصادي"،[2] فالحائز على جائزة نوبل أمارتيا سين (Amartya Sen) كتب في صحيفة الغارديان البريطانية، قال "هناك دروس من التاريخ هنا، أيضا ... خلفت الحرب العالمية الثانية بعد نهايتها ديون عامة ضخمة في العديد من البلدان، لكن أعباءها تضاءلت بسرعة بفضل النمو الاقتصادي السريع (fast economic growth)"،[3] التي شهدته هذه البلدان.

لكن تجدر الإشارة إلى وجود جدل متجدد حول أفضل السبل لتحقيق النمو الاقتصادي المطلوب لخفض الدين العام إلى مستويات مستدامة، أين توصلت العديد من الأبحاث إلى أن البلدان ذات مستويات عالية من الدين العام إلى الناتج المحلي

---

[1] Garrick Hileman. Op .cit.P : 4.

[*] أنظر الشكل رقم (2-3): أبعاد الاستدامة المالية، ص:84.

[2] H.M. Treasury, Op .cit. P:4.

[3] AmartyaSen.It isn't just the euro. Europe's democracy itself is at stake.in link:(تاريخ الإطلاع:2016/12/21. 22:24)
http://www.theguardian.com/commentisfree/2011/jun/22/euro-europes-democracy-rating-agencies

الإجمالي يجدون صعوبة كبيرة في تحقيق نمو اقتصادي قوي، نظرا للأعباء التي تخلفها الديون مما يشكل عائق نحو الوصول إلى المعدلات المطلوبة للنمو الاقتصادي.

فقد أشار الكاتبان (رينهارت وروغوف) في كتابهما بعنوان (This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly) إلى أن معدلات النمو الاقتصادي تأخذ في التراجع بشدة عندما يصل الدين العام إلى نسبة 90% من الناتج المحلي الإجمالي،[1]وهو ما يجعل أي إستراتيجية تعتمد على النمو الاقتصادي كآلية بمفردها عاجزة على تحقيق الاستدامة المالية.

- في الجزائر، ورغم تسجيل تدني مستويات الدين العام إلا أنه نلاحظ تباطء وتيرة النمو الاقتصادي مما يسمح لنسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى التطور إلى مستويات أعلى مستقبلا،مما لا يساعد على تحقق الاستدامة المالية كما هو موضح في الجدول أدناه:

جدول رقم (4-1): تطور نسبة الدين العام إلى (GDP) بدلالة النمو الاقتصادي

السنوات	القيم المتوقعة					القيم الحقيقية					
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي	3,4	3,1	2,8	2,6	2,9	3,4	3,9	3,8	2,8	3,3	2,8
التغير في حجم الدين العام	1,7	3,4	5,3	7,5	9,9	6,4	1	0,2	-1,7	-0,2	-1,2
نسبة الدين العام الى (GDP) %	43,3	41,6	38,1	32,8	25,4	15,4	13.6	8.8	8,3	10	9,5

المصدر:من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المستمدة من:

Imf. Algeria article iv consultation.2013،2014،2016.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنه:

- من المتوقع أن تستمر وتيرة النمو في الجزائر ضمن مجال (%2,6-%3,4) ويعزى هذه المعدلات المتدنية حسب صندوق النقد العربي لتأثر النمو الاقتصادي في الجزائر "بالانخفاض الكبير في مستويات الإنفاق العام على ضوء ارتفاع عجز الميزانية إلى أكثر من 10% من الناتج المحلي الإجمالي بفعل تراجع أسعار النفط ".[2] أين من

[1]M. Reinhart, S. Rogoff,this time is different: apanoramic view of eight centuries of financial crises, april 16, 2008, ebook. In link :
http://www.rrojasdatabank.info/rogoff2008.pdf

[2]صندوق النقد العربي، آفاق الاقتصاد العربي، تقرير صادر بتاريخ 24 - 09 - 2016، ص:14.

المتوقع أن يتباطأ نمو الاقتصادي في الجزائر خلال فترة التكيف مع صدمة أسعار النفط.[1]

والمستنتج أنه وفق وتيرة النمو الاقتصادي المبينة أعلاه، وضمن التوقعات الرئيسية لصندوق النقد الدولي ستسجل الجزائر مستويات مرتفعة نسبية للدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي تصل إلى 43,3% آفاق سنة 2021 مما يوجب على الجزائر مراجعة نموذج النمو المتبع والقيام بإصلاحات على مستوى السياسة الاقتصادية الكلية لأجل دفع عجلة النمو لتحقيق معدلات أعلى لأجل تعزيز مسار تحقيق الاستدامة المالية في الجزائر.

وهذا ما تتوجه له الحكومة في الجزائر بداية من جويلية 2016 عندما صُودق على تبني النموذج الاقتصادي الجديد للنمو، يهدف لتحقيق مسار متواصل للنمو الاقتصادي، عبر ثلاث مراحل رئيسية، الأولى تتمثل في مرحلة الإقلاع (من 2016إلى 2019)، أما الثانية فتتمثل في مرحلة الانتقال (من 2020 إلى 2025) أما المرحلة الأخيرة فتتمثل في مرحلة الاستقرار (من 2026 إلى 2030).[2]

2/- المساعدات المالية (Financial aid): المقصود بالمساعدات المالية هو تبني الدولة لاستراتيجة تعتمد على الإعانات والمنح المالية من أجل تعزيز وضعها المالي، فهي تصنف ضمن استراتيجيات ما بعد الحدوث (ex-post)، هذه المساعدات المالية تأخذ عدة أشكالا مختلفة مثل:

- مساعدات من الحكومات المستقلة والوكالات المتعددة الأطراف وغيرها.
- مساعدات من المنظمات الغير حكومية الخاصة.[3]
- إضافة إلى المنح والإعفاء من الديون المستحقة من قبل الدول الدائنة.

ويمكنها أن تساهم المساعدات المالية في عودة الدول المدينة إلى وضع مالي مستدام في المدى القصير، مثال ذلك: اتفاق الدائنين على إطالة الجدول الزمني للسداد، المشار إليها أحيانا باسم 'عطلة السداد

[1] IMF .Algeria Seeks to Diversify, Reshape Economy as Oil Revenues Decline. IMF Survey .May 19, 2016.in link: http://www.imf.org/en/news/articles/2015/09/28/04/53/sonew052016a (تاريخ الإطلاع:2016/08/21. 19:24)

[2] مصالح الوزير الأول، مرجع سابق، ص:6-7.

[3] ميشيل تودارو، مرجع سابق، ص: 656.

' (payment holiday')[1]، أو من خلال مختلف عمليات تنظيم الدين العام المتعارف عليها، إضافة إلى وجود العديد من المبادرات مثل مبادرة (HIPC) التي تهدف لخفض أعباء الديون القائمة على مختلف الدول المدينة إلى مستويات مستدامة يمكن الاستمرار في تحمل أعبائها المالية.[2]

لكن لا تخلو هذه الأداة من آثار جانبية سلبية تتجلى في كلمة "نيلسون مانديلا*" في القمة الاجتماعية للأمم المتحدة، مارس 1995، لما قال: هناك صعوبات دائمة في التعامل بين الجنوب والشمال في علاقته بنا من حيث أنه يملي أوامره لما يتعلق الأمر بالقروض وتوظيف المساعدات،[3]أي أن الدول المحتاجة للمساعدات المالية تجدها تحت ضغوطات وتنازلات تؤثر على استقلالية إدارتها لاقتصادها الوطني.

في هذا السياق، باشرت الجزائر في شهر ماي 2013، إجراءات مالية متعلقة بشطب وإلغاء ديونها المقدرة بـ :1.4 مليار دولار والمستحقة على 16 دول منها 14 إفريقية *، واثنان من دول عرب آسيا *، إضافة إلى المساعدات المالية السنوية التي تقدمها لدول الساحل الإفريقي * (هذا لدوافع أمنية بالدرجة الأولى)، والمقدرة بـ : 80 مليون دولار، والتي جرى تخفيضها سنة 2014 سبب تراجع أسعار النفط إلى أقل من النصف (2/1)،[4]إضافة إلى التزام الجزائر الدائم بالمساعدات المالية المقدمة سنويا لفلسطين، وبالنظر لما سبق، الجزائر حاليا تصنف من الدول المانحة، وبذلك تصبح آلية المساعدات المالية بعيدة عن التطبيق في الواقع الاقتصادي والمالي في الجزائر.

3/- التعديل المالي(Fiscal adjustment): وهي آلية تشبه في مضمونها سياسات التقشف، حيث يقصد بالتعديل المالي، الإستراتيجية التي تهدف لخفض مستويات اللجوء للدين العام من خلال تقليص حجم العجز

---

[1] Garrick Hileman. Op.cit. P:5.

[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users. Op.cit. P: 149.

* نيلسون مانديلا(1918- 2013)، تحصل على جائزة نوبل للسلام في نوفمبر 2009، وكان أول رئيس أسود لجنوب أفريقيا(1994-1999).

[3]ميشيل تودارو، مرجع سابق، ص: 655.

* بنين، بوركينا فاسو، الكونغو، إثيوبيا، غينيا، غينيا بيساو، موريتانيا، مالي، موزمبيق، النيجر، ساو تومي وبرانسيبي، السنغال، وسيشل وتنزانيا.

* العراق واليمن.

* موريتانيا، النيجر، مالي و بوركينا فاسو.

[4] زين الدين زديغة، الجزائر تخفّض قيمة المساعدات المالية الموجهة لـ 4 دول إفريقية، متوفر على الرابط التالي:
http://elmihwar.com/ar/index.php (تاريخ الإطلاع:2016/12/11. 23:22)

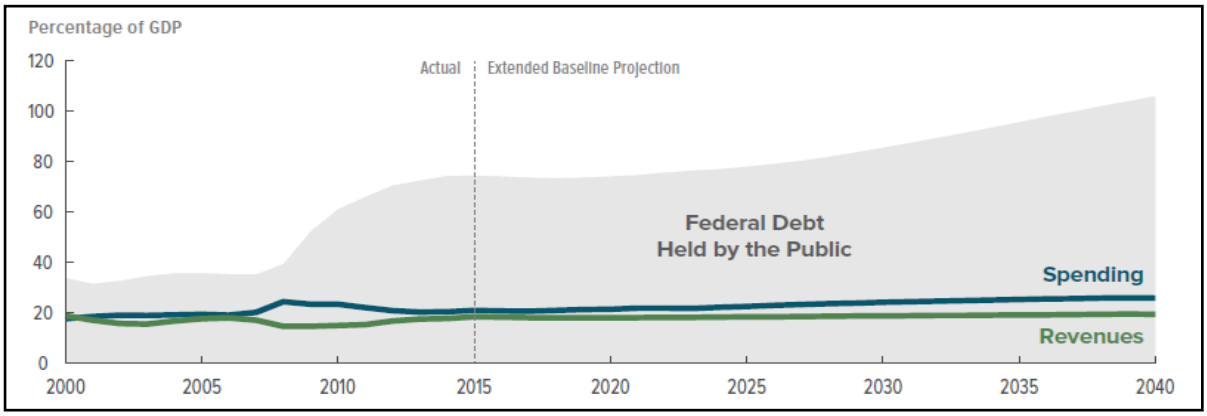
عن طريق زيادة حجم الإيرادات الضريبية و/أو خفض حجم الإنفاق الحكومي،[1] وهذا يعني إجراء تخفيضات كبيرة جدا لمعاشات وإعانات البطالة، والرعاية الصحية، والتعليم،و / أو غيرها من الخدمات العامة والانفاق على الرعاية الاجتماعية، فهي إذن من الاستراتجيات المصنفة ضمن استراتيجيات ما بعد حدوث (ex-post) أزمة الديون، مثال ذلك:"أزمة سقف الدين" في الولايات المتحدة التي أدّت إلى غلق جزئي للعديد من مرافق الدولة الأميركية، قبل أن يرفع الكونغرس الأميركي سقف الدين، إلى 17.075 تريليون دولار في أكتوبر 2013، وهو ما يمثل نحو 112 % من الناتج المحلي الإجمالي، وذلك نتيجة الرفع المتتالي لسقف الدين العام.

يعتقد بعض المراقبين أن الولايات المتحدة في وضع مالي صعب، وأن المسار الحالي للدين العام غير قابل للاستدامة، ففي التوقعات الصادرة عن مكتب الميزانية في الكونغرس (CBO*) المتعلقة بالميزانية الحكومية في مدى عام 2050، و خلص مكتب الميزانية في الكونغرس أنه في ظل السيناريوهات الأساسية للميزانية، فإن نمو الدين العام بوتيرة متسارعة جراء محاولة الحكومة تمويل مدفوعات الفائدة عن طريق إصدار المزيد من الديون سيؤدي إلى حلقة مفرغة، فإصدار كميات كبيرة من الديون تدفع تكاليف الفائدة إلى الارتفاع مما ينتج عنه في نهاية المطاف: تكاليف خدمة الدين تفوق قدرة الحكومة على دفع ثمنها، وبالتالي يصبح الدين العام للولايات المتحدة الأمريكية غير مستدامة.[2]

هذا ما جعل حكومة الولايات المتحدة الأمريكية تنتهج إستراتيجية لتحقيق الاستدامة المالية أصطلح عليها بـ: الهاوية المالية (Fiscal Cliff)، وهي حزمة سياسات فيدرالية جذرية تهدف لترشيد النفقات وتعبئة المزيد من الإيرادات مما ستؤدي حسب توقعات مكتب الميزانية بالكونغرس CBO إلى خفض (أو **تهاوي**) العجز في الميزانية الأمريكية في فترة قصيرة بمقدار أكثر من 500 بليون دولار، وهو رقم كبير يمثل حوالي 4% من الناتج الإجمالي المحلّي للولايات المتحدة.

[1] Garrick Hileman. Op.cit. P:5.
*CBO: Congressional Budget Office
[2] Congressional Budget Office, The Long-term Budget Outlook, www.cbo.gov/publication/50250,Washington DC, December 2003.P:14.

الشكل رقم (4-2): منحنى يوضح نسبة الدين الفدرالي الأمريكي إلى (GDP)، وتوقعات تطبيق إستراتيجية الهاوية المالية.



المصدر: CBO, THE 2015 LONG-TERM BUDGET OUTLOOK,in link: www.cbo.gov/publication/50250,Washington DC, JUNE 2015.P:12.

حيث يعتمد تحقيق الاستدامة المالية وفق إستراتيجية الهاوية المالية على توقعات الإنفاق والإيرادات المستقبلية، ويتم بموجب هذه التوقعات تعديل السياسات الحالية سواءً بزيادة الإيرادات أو خفض النفقات، من خلال توافر القدرة السياسية والقانونية والاقتصادية للحد من نمو تكاليف برامج الإنفاق الحالية، أو السماح لها بالنمو ضمن معدلات معينة، أو إيجاد مصادر جديدة للإيرادات، أو رفع معدلات الإيرادات الحالية، أين ينبغي أن تحقق الحكومات توازناً دقيقاً بين السياسة الضريبية وإصلاح الإنفاق من خلال النقاط التالية:[1]

- الوصول بالموارد المالية العامة إلى مستوى مستدام ماليا سوف يتطلب احتواء الإنفاق الاجتماعي وفاتورة الأجور العامة، وهي تشكل مجتمعةً أغلبية الإنفاق الحكومي، ويقتضي ذلك كبح الزيادة في الإنفاق الاجتماعي ومعالجة نظم معاشات التقاعد العامة * ومساعدات الرعاية الاجتماعية، كما يمكن تحسين توجيه تحويلات الرعاية الاجتماعية أن يؤدي إلى توليد وفورات في المالية العامة دون التأثير على مقتضيات العدالة.

[1] سانجيف غوبتا، مارتين غرغيل، نظرة جديدة على مستقبل الدولة: إصلاح الإنفاق العام،: 21 يناير 2014، متوفر على الرابط التالي: http://blog-montada.imf.org/?p=2913 (تاريخ الإطلاع. 2016/01/03. 22:40)

* في حالة إصلاح معاشات التقاعد، الخيار الأكثر شيوعا هو رفع سن التقاعد تدريجياً، وتوسيع نطاق الحصول على التغطية الاجتماعية عند الحاجة.

- ينبغي أن تتجنب الحكومات تخفيضات الإنفاق الحادة، وتلجأ إلى التخفيضات التدريجية.
- تستطيع الحكومات تحقيق وفورات التكلفة من خلال تحسين الكفاءة.
- يتعين على الحكومات القيام بمزيد من الاستثمارات العامة المنتجة أو زيادة مشاركة القطاع الخاص.
- يمكن أن يؤدي وجود قواعد مؤسسية مالية داعمة إلى تعزيز فعالية إصلاحات الإنفاق (تحسين عملية مراقبة الإنفاق وتعزيز هيئاتها).
- وأخيراً، تزداد احتمالات نجاح عملية التعديل المالي في تحقيق التوازن بين الإيرادات والنفقات العامة وتقليص العجز المالي مما يؤدي إلى خفض مستويات الدين العام والوصول لحالة من الاستدامة المالية إذا كانت هذه التعديلات مؤيَّدة بتوافق سياسي واسع النطاق.

في المقابل المعارضون لهذا الطرح، يبينون أن أزمات الدين العام كثيرا ما تتزامن مع فترات الضعف الاقتصادي، والتي تستوجب –حسب نظرية إدارة الطلب– على الحكومة من أجل تحفيز الاقتصاد زيادة الإنفاق أو خفض معدلات الضرائب، وهذا ما يجعل هذه الآلية أقل فعالية في تحقيق الاستدامة المالية وعنصر مضاد للنمو الاقتصادي ويمكن أن تؤدي إلى انكماش اقتصادي في وقت غير مناسب.

في هذا السياق، الجزائر ومن خلال قانون المالية 2016 قامت بعدة تعديلات مالية هدفت لزيادة الإيرادات الضريبية وتقليص حجم النفقات العمومية، سواء كانت تتعلق بنفقات التجهيز التي انخفضت بحوالي 16%، أو نفقات التسيير بانخفاض قُدر بـ 3.3%بالمقارنة بسنة 2015.

ففي إطار مساعي الحكومة لتخفيض النفقات، نص قانون المالية 2016 في مادته 53، على إغلاق ستة حسابات تخصيص خاص حتى نهاية سنة 2018 ، وتُحوّل حواصل الإيرادات شبه الجبائية الخاصة بتلك الصناديق إلى الميزانية العامة.

أمّا فيما يخص الإيرادات فقد نصت الإجراءات الجبائية الواردة في قانون المالية لسنة 2016 على تأسيس رسوم جديدة، إضافة إلى الزيادة في معدلات بعض

الرسوم والضرائب القديمة، وهذا في إطار سعي الحكومة إلى زيادة حصيلة الجباية العادية لمواجهة الانخفاض الحاد في إيرادات الجباية البترولية، وتتمثل أهم هذه التعديلات في فرض رسم على القيمة المضافة على عمليات البيع المتعلقة بالغاز الطبيعي والكهرباء والمازوت وغاز أويل الثقيل والبوتان والبروبان، إضافة إلى تأسيس رسم على المنتوجات البترولية والمماثلة لها، والمتمثلة أساسا في البنزين بمختلف أنواعه، كما شملت التعديلات قانون الطابع، حيث تم رفع قيمة تعريفة القسيمة الخاصة بالسيارات، إضافة إلى تعديل نسب توزيع حاصل هذه التعريفة.

كما نص قانون المالية 2016 من جهة أخرى على إنشاء آلية للحفاظ على توازن الميزانية، عن طريق إمكانية سن مراسيم تسوية خلال السنة المالية، من خلال تقارير وزير المالية، وهذا بغية التكفل بوضعية التسوية الضرورية في حالة وجود خلل في التوازنات العامة، عن طريق تجميد أو إلغاء الاعتمادات المالية الموجهة للنفقات، كما تنص على ذلك المادة 70 من مشروع قانون المالية 2016.

لكن استمرار الانعكاسات السلبية للأزمة النفطية على الاقتصاد الوطني، برهنت على عدم فاعلية هذه التعديلات في توفير الاستقرار والتوازن المالي للوضعية المالية في الجزائر، بدليل توجه الجزائر من أجل المحافظة على استمرارية النفقات العمومية، واستعادة توازن ميزانية الدولة على المدى المتوسط، توجهها إلى إدخال التمويل غير التقليدي ضمن مشروع قانون يتضمن تعديل قانون النقد والقرض، هذه التمويلات الداخلية غير التقليدية،التي يمكن تعبئتها خلال فترة انتقال مالي تقدر بـ: 05 سنوات، [1] يقوم فيها بنك الجزائر، بشكل استثنائي بشراء السندات المالية التي تصدرها الخزينة العمومية بشكل مباشر من أجل المساهمة على وجه الخصوص في[2]:

- تغطية احتياجات تمويل الخزينة، من أجل مواجهة عجز الميزانية ؛
- تمويل الدين العمومي الداخلي؛

1مصالح الوزير الأول، مرجع سابق، ص:09.

[2]مشروع تمهيدي لقانون يتمم الأمر رقم 03 11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003 ، المتعلق بالنقد والقرض، متوفر على الرابط التالي:
http://www.premier-ministre.gov.dz/ressources/front/files/pdf/textes-legislatifs-et-reglementaires/avant-projet-de-loi-relative-almonnaie-et-le-credit-ar.pdf

- تمويل الصندوق الوطني للاستثمار لتمكينه من المساهمة في التنمية الاقتصادية.

4/- بيع الأصول (Asset sales): يقصد ببيع الأصول هو تبني الدولة لإستراتيجية تعتمد على بيع الأصول ذات الملكية العمومية من أجل المساعدة على موازنة ميزانية الحكومة، وسداد الدين العام.

حيث يرى بعض الاقتصاديين أن بيع الشركات المملوكة للدولة قد يساعد أيضا في تحسين الكفاءة الاقتصادية والنمو للاقتصاد،[1] وعلى مدار التاريخ نجد أمثلة لأصول حكومية وعقارات وممتلكات، وحتى سفن حربية تم بيعها لسداد الديون، مثال ذلك: شراء الولايات المتحدة للأراضي لويزيانا (Louisiana) من فرنسا النابليونية (Napoleonic France) لأجل سداد الديون العامة لهذه الأخيرة، وهي واحدة من مبيعات الأصول السيادية الأكثر شهرة.

في نفس السياق هناك توجه في الجزائر لفتح رأس مال بعض الشركات المملوكة للدولة إلى مشاركة القطاع الخاص المحلي وذلك للمساعدة في تلبية احتياجات التمويل العمومي، [2] حيث جاء في الصيغة المعدلة للمادة 62 من قانون المالية 2016 المتعلقة بفتح رأسمال المؤسسات الاقتصادية العمومية إزاء المساهمة الوطنية "تلزم المؤسسات الاقتصادية العمومية التي تنجز عمليات شراكة بفتح رأسمالها الاجتماعي لفائدة المساهمة الوطنية المقيمة وفقا لما هو مرخص له قانونا و الاحتفاظ بنسبة 34 بالمائة من مجموع الأسهم أو الحصص الاجتماعية "ويمكن "للمساهم الوطني المقيم امتلاك هذه الأسهم لمدة خمس سنوات، و بعد إجراء معاينة قانونية باحترام جميع التعهدات المكتتبة يمكن رفع أمام مجلس مساهمات الدولة خيار شراء الأسهم المتبقية."

لكن في المقابل، نجد أن:

- عملية بيع الأصول الحكومية تمتاز بالبطيء نسبيا.
- من الصعب استرجاع الأصول الممتلكة للدولة والتي تم بيعها مرة أخرى – إما عن طريق المبادلة التجارية أو التأميم – خاصة تلك التي تتواجد (أو يمكن نقلها) لخارج حدود البلاد.

[1] Garrick Hileman. Op.cit. P:6.
[2] IMF.ALGERIA.2016 ARTICLE IV CONSULTATION.Op.cit.P:15.

- تصفية وبيع الأصول العامة لتسديد الدائنين يمكن أن تثير جدل سياسي، وخاصة عندما يكون الدائنين من الأجانب.
- يمكن أن تخسر الدولة في حالة بيع الأصول العامة، إيرادات مالية متكررة متولدة عن هذه الأصول، مما يجعل إحتمال اللجوء للدين العام وتفاقمه كبيرا في الجزائر، ويجعل خدمة الدين العام أكثر صعوبة.

كل هذه العوامل تتضافر لتجعل من بيع أصول الممتلكة للدولة واحدا من أقل الخيارات فعالية لتحقيق الاستدامة المالية في الجزائر.

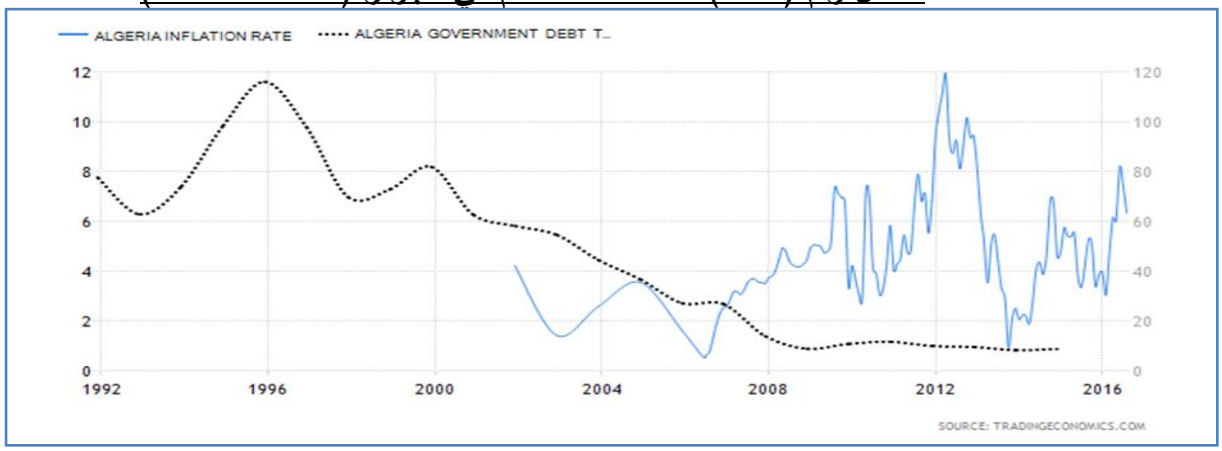
5/- التضخم المفاجئ أو إستراتيجية الورقة الرابحة: التضخم المفاجئ(Inflation surprise)هو أحد استراتيجيات ما بعد حدوث أزمة الديون، حيث تلجأ إليها الحكومة من خلال الرفع الفجائي وغير المتوقع في معدلات التضخم، من أجل التخفيض من عبء الدين الحقيقي، فالتضخم المفاجئ أو ما يطلق عليه بعض الاقتصاديين بإستراتيجية "الورقة الرابحة" 'trump card' للحكومة، يمكنه أن يخفض بشكل كبير من العبء الحقيقي للديون العامة وبالأخص الديون الصادرة بالعملة المحلية في إطار زمني قصير نسبيا، ف التضخم يخفض فقط العبء الحقيقي للدين ذا معدل غير عائم (non-floating rate debt) الذي يصدر بالعملة المحلية ويسيطر على إدارته البنك المركزي،[1] كما يؤدي ارتفاع التضخم مؤقتا إلى خفض تكلفة الاقتراض من السوق المالي المحلية.[2]

و يرافق استعمال هذه الأداة مراقبة مستمرة من طرف الدائنين لمعدل التضخم، حيث أن أي توقع لزيادة في التضخم قد ينجر عنه بداية هروب رؤوس الأموال على نطاق واسع إلى الخارج، ومن هنا كانت الحاجة لعنصر المفاجأة.[3]

بالمقابل، يمكن أن يكون لاستعمال آلية التضخم المفاجئ أثر عكسي، أين يمكن أن يؤدي خفض قيمة العملة المحلية بفعل التضخم إلى رفع عبء الديون الصادرة بالعملات الأجنبية، [4]وهو ما يجعل استخدام هذه الأداة لتحقيق الاستدامة المالية أمر غير مجد وغير فعال.

[1]Garrick Hileman .Op.cit. P:6.
[2] Charles Wyplosz. Op.cit. P:8.
[3]Garrick Hileman .Op.cit. P:6.
[4]Ali Abbas, BernardinAkitoby, Jochen Andritzky, Helge Berger, Takuji Komatsuzaki, Justin Tyson. Dealing with High Debt in an Era of Low Growth.INTERNATIONAL MONETARY FUND. September 2013.P :12.

الشكل رقم (4-3): معدلات التضخم في الجزائر (2001-2016)



المصدر: (تاريخ الاطلاع: 2016/04/01. 21:30)http://ar.tradingeconomics.com/algeria/inflation-cpi

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ:

أن معدلات التضخم في الجزائر غير متحكم فيها، حيث أنه في 2015 بلغت نسبة التضخم السنوية 4.8% في الجزائر مقابل توقعات بنسبة 3 % لقانون المالية الأولي و نسبة 4 % لقانون المالية التكميلي لسنة 2015، أما بالنسبة لسنة 2016 فيتوقع قانون المالية نسبة تضخم سنوية بـ: 4.% لكنه تجاوز حاجز 8% شهر جوان الماضي مما يعرقل استخدام آلية التضخم المفاجئ لتخفيف عبء الدين في الجزائر و ينزع عنها صفة المفاجأة بالنظر للتذبذب الكبير في معدلات التحكم في الجزائر خاصة في الفترة المبينة أعلاه (2001-2016).

6/- الكبح أو الإخضاع المالي (Financial repression): الكبح المالي هو نظام من الضوابط يحدد المستويات القصوى لأسعار الفائدة، ترافقها نسب متدنية للتضخم، مما يقلل من القيمة الحقيقية لأعباء الديون العامة خاصة منها الديون الداخلية المقومة بالعملة المحلية، فالإخضاع أو الكبح المالي الذي يصطلح إليه أحيانا باسم الضريبة الخفية (stealth tax) ، يمكن أن يشمل مجموعة معقدة من السياسات تهدف إلى توفير تمويل للحكومة بأسعار فائدة تفضيلية، من خلال اللوائح القانونية المفروضة على النظام المالي والمصرفي المحلي، مثال ذلك: ضوابط رأس المال والتدابير "الاحترازية" التي تهدف إلى زيادة استقرار النظام المالي مثل: بازلIII *(Basel III)، إضافة إلى مطالبة المؤسسات المالية والمصرفية الاحتفاظ بنسبة معينة

*في سبتمبر 2010 أقرت لجنة بازل للإشراف المصرفي في سويسرا حزمة جديدة من المعايير هي الثالثة منذ العام 1988، عرفت ببازلIII، مضمونها إجبار المؤسسات المصرفية على تحويل احتياطاتها النقدية الى رؤوس أموال مثل سندات الدين السيادية.

من السندات السيادية، التي توصف بأنها نوع من الإخضاع المالي لأنها تجبر هذه المؤسسات على شراء المزيد من الديون الحكومية.[1]

الشكل رقم (4-4): معدلات سعر الفائدة في الجزائر (1963-2016)

المصدر: http://ar.tradingeconomics.com

في سوق الاكتتاب في سندات الدين المحلية في الجزائر يمكن القول أن المتغيرات المستقلة التي تحدد سعر الفائدة الحقيقي تتضمن كل من سعر الصرف في السوق الموازي وسعر الصرف في السوق الرسمي ومتوسط أسعار الفائدة الاسمية وعرض النقود بالمعنى الواسع، وتؤثر أسعار الفائدة بدورها على الاكتتاب في سندات الدين الداخلية، والذي ينعكس على صافي الاقتراض الحكومي من الجهاز المصرفي، وهو ما يؤثر بدوره على السيولة المحلية والقاعدة النقدية.

7/- التخلف عن السداد (default) أو الامتناع عنه (Repudiation): تاريخيا يعد التخلف عن السداد*أكثر الوسائل شيوعا للحد من المستويات الديون العامة المرتفعة التي لا يمكن تحمل أعباءها المالية.[2] حيث يعرف (Grossman and Van Huyck :1988) التخلف عن السداد بأنه "عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المتفق عليها تعاقديا بالكامل"[3] أو "الحالة التي لا تستطيع فيه دولة ذات سيادة أن تلبي التزاماتها القانونية والمتعلقة بخدمة ديونها العام"[4]، أو الحالة التي يتم فيها "التوقف عن دفع مستحقات الدين وإنكاره.[1]

[1]Garrick Hileman. Op.cit.P:7.

*أنظر الملاحق رقم/ 11-12-13: الحالات التاريخية للتخلف عن السداد على الديون العامة.

[2] Garrick Hileman. Op.cit.P:7 .

[3]Grossman, H. I., and J. B. Van Huyck. Sovereigndebt as a contingent claim: Excusable default, repudiation, and reputation. The American EconomicReview78(5).1988:P:1088.

[4]Definition of Debt Default. In Link: (تاريخ الإطلاع. 2017/01/23. 23:02)

مثال: 1 في سنة 2001 أعلنت الحكومة الأرجنتينية الإفلاس والتوقف عن خدمة دينها العام، المقدر بنحو 81 مليار دولار، وهذا ما أدى إلى بيع السندات الأرجنتينية بسعر منخفض جدا (زهيد)في السوق الثانوي، وفي عامي 2005 و2010 قامت الأرجنتين بعمل تسويتين مع نحو 92 % من الدائنين على أساس استبدال كل دولار من السندات القديمة بـ 30 سنتا فقط في صورة سندات جديدة، فيما رفض ذلك 8%من الدائنين، بينهم 1% قضت المحكمة الأمريكية سنة 2014 بأن تسدد الأرجنتين ديونهم وفوائدها والتي وصلت إجماليا إلى مبلغ 1.5 مليار دولار.

مثال 2/-في بعض الأحيان تكون الدول قادرة على سداد ديونها لكنها تفضل ألا تفعل ذلك، كما في حالة "الاكوادور" حينما رفضت حكومتها اليسارية في عام 2008 دفع المستحقات المالية للسندات العالمية المستحقة في عامي 2012 و2030 معتبرة أن هذه المستحقات "غير شرعية ."حيث ووفقا لوكالة "موديز" فان عجز الاكوادور عن السداد لم يكن رغما عنها لأنها كانت تتمتع بأداء اقتصادي قوي نسبيا في ذلك الوقت، وإنما يعود لمعتقدات سياسية وايدلوجية خاصة، وسبب عدم السداد هو "عدم الرغبة في الدفع" وليس "عجزا عن الدفع".

ويترتب عن التخلف عن السداد عدة عواقب سلبية على المقترضين والمقرضين على حد سواء، فالبلدان المتعثرة والتي تتخلف عن السداد أو تمتنع عنه يمكن أن تعاني من عدد من الصعوبات، بما في ذلك انخفاض القدرة على الوصول إلى أسواق رأس المال،[2] التقشف المالي القسري والمفاجئ، وارتفاع أسعار فائدة الاقتراض العام، أما بالنسبة للمقرضين فغالبا ما يؤدي التخلف عن السداد ديونهم المستحقة خسائر كبيرة لهم.[3]

الجزائر في سنة 1993 تخلفت عن سداد ديونها المقدرة بـ: 25,8 مليار دولار وذلك نتيجة ارتفاع قيمة خدمات الدين التي وصلت إلى نسبة 83% مما لجأت إلى إعادة جدولة ديونها بشروط جديد وآجال ممددة الا أن ذلك كان له عدة تأثيرات سلبية اقتصاديا واجتماعيا.

http://www.davemanuel.com/investor-dictionary/debt-default/

[1] ميشيل تودارو، مرجع سابق، ص:827.

[2] Charles Wyplosz. Op.cit.P:2.

[3] Garrick Hileman. Op.cit.P:8.

المبحث الثاني: الإطار المقترح لصياغة استراتيجية إدارة الدين العام تهدف لتحقيق الاستدامة المالية في الجزائر

تحقيق الاستدامة المالية هو من بين الأهداف الأكثر صعوبة للتجسيد [1] في الواقع الاقتصادي والمالي لأي بلد، من هذا المنطلق وبالنظر للوضعية المالية الحالية للجزائر، ينبغي صياغة إطار يوضح خطوات بناء إستراتيجية لإدارة دين عام تهدف لتحقيق الاستدامة المالية في الجزائر.

I: واقع عملية إدارة الدين العام في الجزائر.

في أفريل 2016، شهدت السياسة المالية للجزائر واستراتيجيتها المتعلقة بالاقتراض وعملية إدارة الدين العام تحولا كبيرا، عندما اختارت السلطات المالية في الجزائر–لتغطية العجز المسجل في الميزانية العامة لهذه السنة (2016)، والذي يعتبر ثالث أكبر عجز في عام 2016 بين الدول المنتجة للنفط الأخرى (أعضاء أوبك والدول غير الأعضاء) [2]– اللجوء لإصدار سندات حكومية (القرض السندي) يدعمها في ذلك الكثير من العوامل التي تجعل من إصدار السندات هي الخيار الأفضل الآن لتسديد العجز في الميزانية [*]، هذه العوامل تتمثل في انخفاض مستويات أسعار الفائدة، ارتفاع السيولة لدى البنوك والأفراد والشركات والقطاع الغير رسمي، ومستويات دين عام منخفضة، أين تمثل نحو: 13,6% من إجمالي الناتج المحلي سنة 2015، مما فسح المجال للحكومة لإصدار سندات حكومية لتغطية تراجع الإيرادات الحكومية.

---

[1] Paolo Manasse.Op.cit.P:07.

[2] FCE. Impact de la chute des prix sur les pays producteurs: L'Algérie enregistrerait le 3e plus grand déficit en 2016. Revue de presse. Alger.04 février 2016.P:9.

[*] انطلاقا من أن الحكومات بشكل عام تلجأ لعدة خيارات لتمويل هذا العجز عن طريق :

- السحب من الاحتياطيات المالية للحكومة.
- الاقتراض من البنك المركزي– تنقيد العجز (monetizing the deficit).
- الاقتراض من الجهاز المصرفي، أو القطاع غير المصرفي المحلي، وذلك بإصدار سندات دين حكومية. (الدين داخلي)
- الاقتراض من الخارج، وذلك بإصدار سندات دين سيادية أو التوجه مباشرة إلى هيئات التمويل الدولية كصندوق النقد الدولي.
- أو مزيج من الآليات المذكورة أعلاه.

-إضافة إلى إمكانية إجراء تعديل يمس خفض النفقات ذات الطابع الاجتماعي، أو رفع مستوى التحصيل الضريبي، مما يقلص حجم العجز في الميزانية.

1/- الهدف من الاعتماد على القرض السندي في الجزائر: القرار الحكومي بإصدار سندات حكومية وإطلاق القرض السندي في 17أفريل 2016، تحت شعار "القرض الوطني للنمو الاقتصادي" يهدف للعديد من الغايات نوجزها في:[1]

- حشد موارد مالية جديدة، لمواجهة التراجع الحاد للإيرادات العامة بسبب انهيار أسعار النفط في الأسواق العالمية.
- تعبئة الادخار الوطني لتلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة والوفاء بالتزامات الميزانية وتفادي اللجوء المستعجل للاستدانة الخارجية.
- المساهمة في تغطية متطلبات الإنفاق للحكومي بدلاً من اللجوء للسحب من الاحتياطيات،ذلك أن الحكومة إعتمدت في السنوات الأخيرة في تمويل العجز على الاقتطاع من صندوق ضبط الايرادات.
- الإبقاء على الإنفاق الحكومي عند مستوياته المرتفعة للسنوات الأخيرة بهدف تنفيذ مشاريع اقتصادية ضخمة تجري حالياً، وبهدف الحفاظ على معدلات نمو جيدة للاقتصاد وحمايته من أي انكماش.
- توجيه القرض السندي للدولة حصريا للاستثمار الاقتصادي فالقرض السندي لن يوجه لتمويل النفقات الجارية غير مدرة للعائد، بل سيخصص لتمويل المشاريع الاقتصادية ذات المردود الاقتصادي المرتفع على غرار الموانئ، والمطارات والسكك الحديدية.
- مساعدة الدولة في الحد من الموجات التضخمية بحيث تلجأ إلى جمع الفائض من الأوراق النقدية المتداولة في السوق دون أن يؤثر ذلك على أصحاب الدخل الثابت.
- امتصاص المخزون النقدي المتراكم لدى البنوك التجارية البالغ (حجم المخزون البنوك في الجزائر والذي يتعين استغلاله يبلغ 7 آلاف مليار دج)، أو النقود المتواجدة في القطاع غير الرسمي تتراوح ما بين 1000 إلى 1300 مليار دج)، وذلك بإقناع أصحاب الثروات على إدخالها إلى الدائرة الرسمية، والمشاركة في عملية الاكتتاب في سندات الدين الحكومي (القرض السندي)، والتي ستمتد لمدة 6 أشهر كاملة بهدف جمع أقصى مبلغ ممكن.

[1] فوزي عبد الرزاق، فتحي خن، مرجع سابق، ص ص:600-601.

- تعميق وتطوير سوق السندات والبورصة في الجزائر (سوق الأوراق المالية)، والذي يخدم ثلاث أغراض رئيسية تتمثل في:
  - ✓ المساعدة على توسيع قاعدة المستثمرين.
  - ✓ التقليل من مخاطر إصدار الدين بالعملة المحلية التي لا تحمل مخاطر سعر الصرف الأجنبي.
  - ✓ إيجاد مرجعية استرشادية لأسعار أدوات الدين لشركات القطاع الخاص التي تريد إصدار سندات لتمويل أنشطتها، حيث تفتقر سوق الأوراق المالية في الجزائر إلى التطور في الوقت الحالي، حيث يمثل عدم وجود منحنى عائد قياسي للدين الحكومي عائقا أمام تطور السوق.
- إضافة إلى ذلك، هذا التمويل بالدين كان يهدف إلى مساعدة الجزائر على إبطاء تآكل المدخرات المالية في صندوق ضبط الإيرادات (FRR)، حيث انخفضت الاحتياطات النقدية للجزائر بمقدار 35 مليار دولار في 2015 لتبلغ 143 مليار دولار، مقارنة مع مستوى الذروة سنة 2013 الذي بلغ 194 مليار دولار، [1] لكن هذا الانخفاض تواصل إلى غاية نفاذ الاحتياطات بشكل غير متوقع في فيفري 2017.

2/- خصائص القرض السندي: يتميز القرض السندي في الجزائر بـ:

- **نسبة الفائدة:** تقدر بـ : 5% فائدة سنوية بالنسبة للسندات لمدة ثلاث سنوات، و 5.75% فائدة سنوية للسندات الصادرة لمدة 5 سنوات، وهي ما سيضمن إقبال المدخرين، فهي أكثر ربحية من الودائع البنكية التي تتراوح فوائدها بين 1.75% و2%، كما أنها نسبة تتناسب مع مستوى التضخم المستهدف لعام 2016 المقدر بـ: 4.5 %.
- **الضمان:** الضامن هو الخزينة التي لا يحتمل إفلاسها.
- **سقف الاكتتاب:** لن يتم تحديد أي سقف أو حد أقصى للاكتتاب.
- **الجهة المستهدفة :** القرض السندي موجه لجميع الفاعلين في الاقتصاد الوطني سواء تعلق الأمر بالأفراد والعائلات وكل المؤسسات والشركات.

[1] صندوق النقد الدولي، مشاورات المادة الرابعة لعام 2016 مع الجزائر، بيان صحفي رقم 107/16، 14 مارس 2016، ص:01.

3/- انعكاسات القرض السندي: للتمويل عن طريق اصدار سندات الحكومية عدة انعكاسات، أولها ارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي والذي سيؤثر تأثيراً سلبياً على النشاط الاقتصادي، حيث يدفع الحكومة إلى رفع الضرائب لتمويله، كما سيؤدي إلى تزايد الضغوط لرفع معدلات الفائدة الحقيقية ومزاحمة الحكومة (Crowding Out) للاستثمار الخاص، أي احتمال تحويل مكثف للأموال المودعة في البنوك لشراء سندات الحكومية، فالفرق بين نسبة الفائدة على القرض السندي ونسبة الفوائد البنكية من شأنه دفع المدخرين إلى سحب أموالهم و استثمارها في السندات الحكومية التي تضمن أرباحا أكبر، مما يخفض التمويلات البنكية الموجهة لمؤسسات القطاع الخاص وبالتالي تقلص حجم الاستثمارات الخاصة.

4/- مصادر الاقتراض المتاحة الأخرى : الجزائر مرشحة اليوم، في ظل الأوضاع المالية الراهنة وتقلص ايراداتها العامة بسبب الانخفاض الحاد في أسعار النفط، للجوء مجددا إلى الأسواق المالية الدولية لأجل الاقتراض الخارجي، فالاستدانة الخارجية هي وسيلة فعالة لتغطية النفقات ، لكن آثارها تتوقف على حسن إستخدامها، فإذا خصصت للنفقات الاستثمارية المدرة للعائد لأغراض التنمية الاقتصادية سيؤدي ذلك إلى زيادة رأسمال و رفع مستوى الدخل المحلي الإجمالي مما يساعد على تسديد أصل الدين وفوائده، أما إذا خصصت لتغطية النفقات التسييرية الاستهلاكية فإن ذلك لا يضيف شيئا إلى الطاقة الإنتاجية في الإقتصاد الوطني بل يزيد هذا الإقتصاد عبئا لأجل سداد هذه الديون، لذلك ف الجزائر وكغيرها من الدول يجب عليها وضع استراتيجية إدارة دين عام ضمن إطار متوسطة الأجل، وذلك لما لإستراتيجية إدارة الدين من أهمية في سعي الجزائر لتفادي الوقوع في أزمة مالية والوصول بالجزائر لوضعية مالية مستدامة.

II: أهمية ومحددات وضع إستراتيجية إدارة دين متوسطة الأجل في الجزائر.

تكمن أهمية وجود إستراتيجية إدارة دين متوسطة الأجل (MTDS) في الجزائرفي النقاط التالية:[1]

- وجود إطار واضح لاتخاذ قرارات مدروسة، وتبني الخيارات المناسبة : أين تقلل إستراتيجية (MTDS) من أمكانية السعي نحو مزايا مالية حالية قصيرة المدى تحمل مخاطر مرتفعة طويلة المدى في المستقبل.

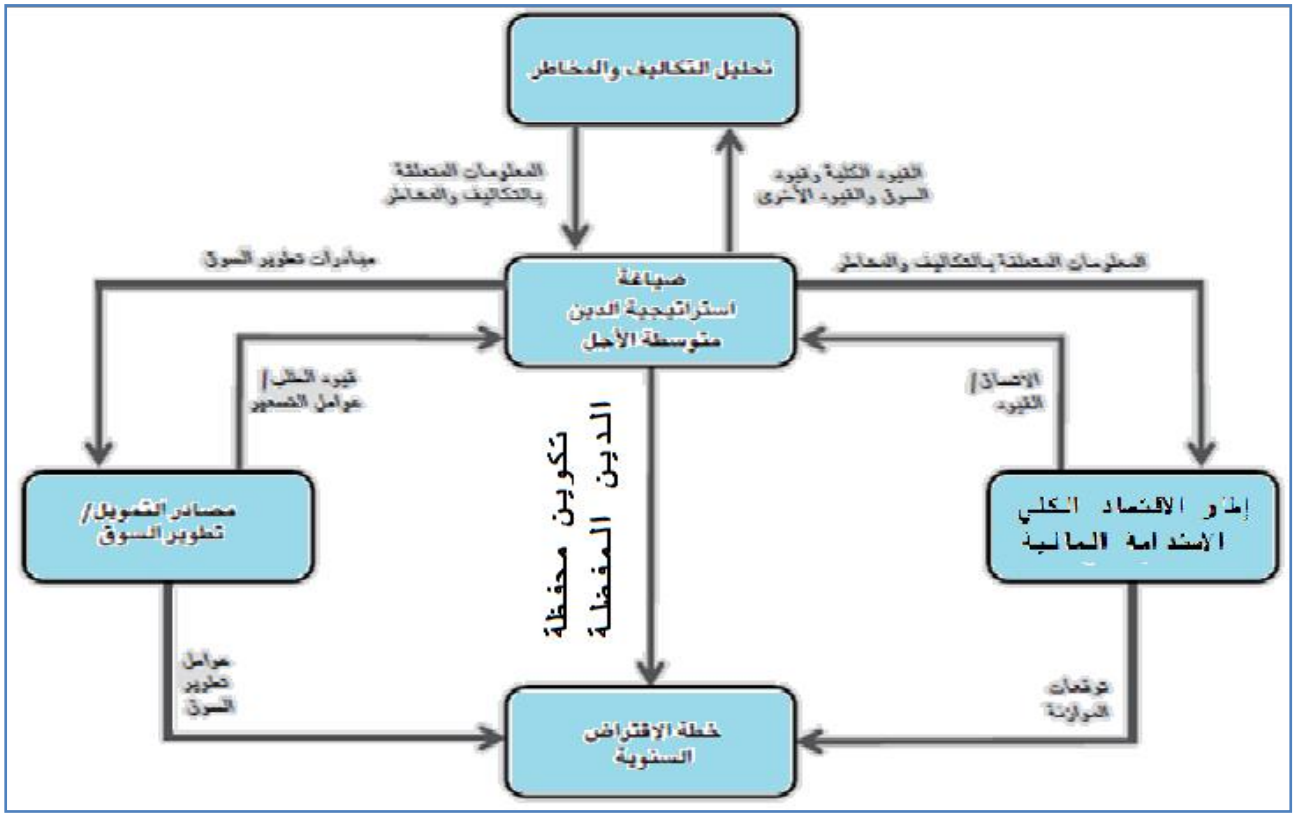
[1]Mike Williams.Medium-Term Debt Strategy. May 2010.P:5.in link:

http://www.mj-w.net/presentations/MTDS-May10.pdf

- ضمان الاتساق في استراتيجيات الاقتراض، وتجنب الاستراتيجيات الفرعية المتضاربة لمختلف مكونات محفظة الديون.
- تحسين الإطار التنسيقي لإدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية.
- إضافة إلى ذلك، يوفر وضع إستراتيجية إدارة دين متوسطة الأجل التكوين المطلوب لحافظة دين القطاع العام، الذي يعكس تحليل التكاليف والمخاطر ويرصد المفاضلة بينهما، وتقييم وإدارة المخاطر التي تنطوي عليها تكوينات الدين المختلفة ، وتعزيز الشفافية، وتنفيذ أهداف إدارة الدين التي تضعها السلطات المالية للبلد المعني.

ويتطلب وضع استراتيجيات فعالة لإدارة الدين متوسطة الأجل أخذ عدد من الروابط والعلاقات المهمة بعين الاعتبار كما هو موضح في الشكل البياني أدناه:

الشكل البياني رقم (4-5): الإطار العام لصياغة استراتيجيات فعالة لإدارة الدين في الأجل



المصدر: International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit. P.151

حسب الشكل أعلاه: ينبغي أن تكون إستراتيجية الدين متوسطة الأجل جزءا لا يتجزأ من إطار شامل يتضمن المحددات التالية:[1]

- تحليل استدامة الدين العام متجدد سنويا؛

[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit. P:151

•أخذ في الحسبان اعتبارات الإطار الاقتصادي الكلي؛

•تحليل تكاليف ومخاطر مختلف استراتيجيات التمويل المتاحة؛

•خطة اقتراض سنوية لتنفيذ الاستراتيجية؛

•خطط لتطوير سوق الأوراق المالية.

III/- خطوات المقاربة المرحلية لبناء استراتيجية متوسطة الأجل تحقق الاستدامة المالية.

الإطار العام لصياغة استراتيجية الدين متوسطة الأجل (MTDS) يتجسد في مقاربة مرحلية تنطوي على ثماني خطوات أساسية: [1]

1/-الخطوة الأولى: تحديد أهداف ونطاق استراتيجية الدين العام

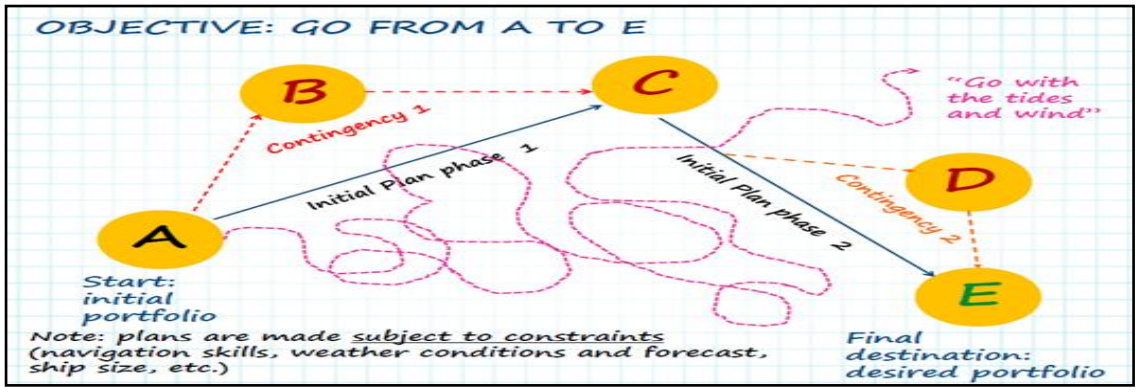
أول الخطوات الثمانية في إطار (MTDS) هو تحديد أهداف الإستراتيجية وتحديد نطاقها:

1-1/- الأهداف (OBJECTIVES): تواجه كل حكومة خيارات إستراتيجية تتعلق بتحديد أهداف واضحة لإدارة الدين العام، ولاسيما مستوى تحمُّل المخاطر، والجزء المختار من الموازنة العمومية للحكومة الذي يتحمَّل مسؤوليته القائمون على إدارة الدين، وكيفية إدارة الالتزامات الطارئة، وارساء أساليب سليمة لإدارة الدين العام تضمن الحد من إمكانية تعرُّض البلدان للإصابة بعدوى الأزمات الخارجية والصدمات المالية.[2]

فالهدف الرئيسي لإدارة الدين العام هو ضمان تلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة وسداد التزاماتها بأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط إلى الطويل، بدرجة معقولة من المخاطرة بما يحقق الاستدامة المالية، [3]لكن الاستدامة المالية هدف صعب التحقيق، [4] لذا يجب أن تتضمن استراتيجية ادارة الدين العام المتوسطة الأجل عددا من الأهداف الوسيطة اللازمة لتحقيق هذا الهدف، فالأهداف الوسيطة تساعد في معرفة ما إذا كانت استراتيجية إدارة الدين على الطريق الصحيح لتحقيق الهدف النهائي، فالاستراتيجية هي الخطة التي تقدم التوجه و ترسم وتحدد أهداف إدارة الدين العام على المدى المتوسط، كما هو موضح في الشكل رقم (4-6) أدناه:

[1] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit.P:8.
[2] Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). Op .cit. P: 11.
[3] idem. P:13.
[4] Paolo Manasse. . Op .cit.P:07.

الشكل رقم (4-6): شكل توضيحي لأهداف إستراتيجية إدارة الدين العام الوسيطة والنهائية



كما هو موضح في الشكل أعلاه، تحديد الهدف النهائي لإدارة الدين العام (تحقيق الاستدامة المالية) ليس كافيا، فمدراء الدين في حاجة الى وضع استراتيجية وخطة تبين التوجه وتحدد الأهداف الوسيطة لمسار عملية إدارة الدين العام وتضع المعايير لأجل تحقيق الهدف النهائي والوصول الى تركيبة محفظة الدين المطلوبة.

إضافة الى ذلك، وضع استراتيجية إدارة الدين العام تحتوي على تحديد عدة أهداف وسيطة يجعل من الممكن تخطيط ومراقبة خطوات تنفيذ هذه الاستراتيجية في إطار متسق مع تحقيق الهدف النهائي المتمثل في الاستدامة المالية.[1]

ففي معظم البلدان، هناك عدة أنواع من الأهداف الوسيطة لاستراتيجية إدارة الدين العام مثل:

- **بلوغ مستوى معين من المخاطر وتكلفة لمحفظة الديون العام** : يحتاج مديرو الدين في الجزائر إلى تحليل العلاقة التفاضلية بين التكلفة والمخاطر لإنشاء محفظة توازن بين العاملين (التكلفة / المخاطر) تتماشى مع توازن المحفظة، فالأدوات أقل تكلفة تميل إلى أن تحمل كثيرا من المخاطر، والعكس صحيح.
- **ضمان تلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة و الوفاء التزاماتها المالية المدى المتوسط إلى الطويل** : والتي من المتوقع أن تبلغ 75,1% من (GDP) للخمس سنوات القادمة.[2]
- **تطوير سوق الأوراق المالية** : تطوير سوق محلي لتداول أدوات الدين العام ومختلف الأوراق المالية في الجزائر يخدم ثلاث أغراض رئيسية تتمثل في:

[1] Torben M. Andersen, Op.cit. P:02.

[2] أنظر الملحق رقم: (02): الإطار التحليلي لاستدامة الدين العام 2016 (DSA) الخاص بالجزائر.

- ✓ المساعدة على توسيع قاعدة المستثمرين
- ✓ التقليل من مخاطر المحفظة عند إصدار الديون بالعملة المحلية التي لا تحمل مخاطر سعر الصرف الأجنبي.
- ✓ وضع مرجع أو معيار لإصدارات القطاع الخاص لأدوات الدين لتمويل أنشطتها.

1-2/- القيود المفروضة على الأهداف و الاستراتيجية : تحديد الأهداف ووضع استراتيجية لإدارة الدين العام يخضع لبعض القيود و الحدود نوجزها في ما يلي:

1-2-1/- التوقعات الاقتصادية الكلية المتوسطة الأجل : الاستراتيجية والأهداف يجب أن تأخذ في الاعتبار الوقائع الكلية، مثل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحالي (current GDP growth)، والتضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف، حيث يجب أن يكون مدير الدين العام حذرا من الافراط في التفاؤل حين يتوقع معدلات المتغيرات الاقتصادية الكلية على مدى 3-5 سنوات القادمة.

1-2-2/- رصيد الدين (Stock of Debt): بافتراض وجود ديون متراكمة تحمل شروط وظروف معينة، فإن الرصيد الحالي للدين وتكوينه (مقدار الدين الخارجي بالمقارنة مع الدين الداخلي، ومقدار الدين القصير الأجل بالمقارنة مع الدين الطويل الأجل،... الخ)، سيؤثر كل ذلك على قدرة الدولة على الاقتراض في الحاضر أو في المستقبل.

1-2-3/- درجة تطور سوق الأوراق المالية : بافتراض وجود سوق اوراق مالية متطور إلى درجة معينة في دولة ما، يجعلها قادرة على إصدار سندات دين بعملتها المحلية، أما العكس (سوق دين غير متطورة)، فإن ذلك يحد من نطاق استراتيجيتها التمويلية المحتملة.

1-2-4/- درجة الوصول إلى الأسواق : :مثال ذلك، إذا كانت دولة معينة قد تخلفت عن سداد ديونها قبل عامين، فهي قد لا تكون قادرة على الاقتراض من الأسواق الأوراق المالية الدولية، أو الاقتراض بتكلفة عالية جدا، وهو ما يجب أن يؤخذ بعين الاعتبار عند وضع الاستراتيجية.

1-2-5/- الإطار القانوني والمؤسسي: لكل دولة إطار قانوني ومؤسسي فريد تمارس من خلاله السلطات المالية ومديري الدين عملية إدارة الدين العام، فأثناء صياغة استراتيجية يجب مراعات الإطار القانوني والمؤسسي المطبق، واقتراح تغييرات تساعد على تحقيق هدف استراتيجية إدارة الدين العام المتمثل في الاستدامة المالية.

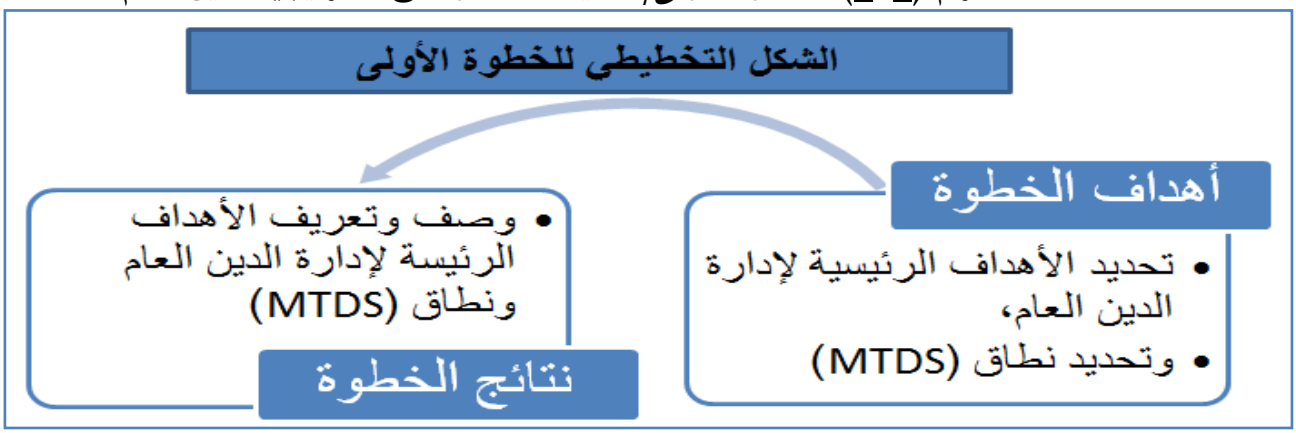
وباختصار، فإن أهداف واستراتيجية الديون تخضع حتما لبعض القيود و واقع الوضعية المالية في البلاد، وذلك يوجب على مديري الديون أن يخططوا ضمن هذا الواقع، ثم التشاور والسلطات الوصية للمساعدة في تغيير واقع الاقتصادي والقانوني للدولة.

2/ نطاق أو مجال الاستراتيجية : ينطوي نطاق استراتيجية المتوسطة الاجل لإدارة الدين العام على اختيار التعريف المناسب لـ : "للدين العام "، وما هي أنواع الدين العام التي سوف نعتبرها "ضمن " محفظة الدين الحكومي؟ وهل ينبغي لنا أن تشمل الديون الخارجية و الالتزامات الاحتمالية في تحليلنا؟.

كحد أدنى، النطاق ينبغي أن يشمل مجموع الدين الحكومي المركزي المباشر (الداخلي والخارجي)، ويمكن توسيع نطاق استراتيجية (MTDS) تدريجيا عندما تصبح المعلومات المتوفرة وتسمح للترتيبات المؤسسية باستراتيجية أوسع وأشمل لتنفيذها.[1]

تجدر الإشارة أن أهداف ونطاق الاستراتيجية المتوسطة الاجل لإدارة الدين العام (MTDS) تكون مختلفة من بلد الى آخر، لذا تحديد كليهما يعد الخطوة الأكثر أهمية في تطبيق (MTDS)، وفيما يلي الشكل التخطيطي الذي يلخص مضمون الخطوة الأولى.

الشكل رقم (4-7): الخطوة الأولى/ تحديد أهداف ونطاق استراتيجية الدين العام.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)-Guidance Note for Country Authorities, 2009, PP:9-10.

[1] IMF and World Bank, Op .cit. P:9-10.

2/- الخطوة الثانية: تحديد الاستراتيجية الحالية لإدارة الدين العام وتحليل تكاليف ومخاطر الدين القائم.

الخطوة الثانية من استراتيجية MTDS تتمثل في تحديد التكاليف والمخاطر من الديون القائمة (الديون المتراكمة من الماضي) في الفترة الحالية، حيث يجب أن تعكس استراتيجية MTDS وضع الدين العام الحالي للحكومة.[1]

2-1/- تحديد الاستراتيجية الحالية لإدارة الدين العام:

في البداية، لدينا كل من الدين الجديد الذي يجب أن يصدر لتغطية أي عجز كلي للفترة الحالية، بالإضافة الى المدفوعات المستحقة من الدين المتراكم في الماضي (مدفوعات الفوائد وأقساط أصل الدين) لأنه من المحتمل أن بعض من هذه الديون المتراكمة سوف تستحق هذه الفترة، وبالتالي يجب علينا إما (1) تسديد الديون أو (2) تدويرها* (roll it over) عن طريق إصدار المزيد من الديون.

المعادلات التالية تساعدنا على فهم المبلغ الإجمالي للدين العام، وكذلك أنواع الديون الجديدة التي يجب أن تصدر:

المعادلة 1: محفظة الديون السيادية في الزمن t هي مجموع الديون يساوي الدين المتراكم من الفترة السابقة والتي لا تستحق في هذه الفترة، بالإضافة إلى أية إصدارات الديون الجديدة.

المعادلة 2: الإصدارات الجديدة للديون التي يجب تمويلها تتكون من (1) الدين المتراكم المستحق خلال الفترة الحالية، (2) مدفوعات الفائدة على الديون من الفترة السابقة، (3) أي عجز أولي في الفترة الحالية، (4) الالتزامات الطارئة المحتملة على النحو المحدد في نطاق استراتيجية MTDS، و (5) آثار إعادة التقييم بالنظر لحركة سعر الصرف أو أسعار الفائدة.

تركز استراتيجية MTDS على تغيير تركيبة إصدارات الديون الجديدة لتحسين صورة محفظة الدين، فعلى المدى القصير، ستظل تراكمات الدين العام تهيمن على محفظة الدين العام، لكن عند تنفيذ الاستراتيجية MTDS ، فالهدف هو التخفيف من

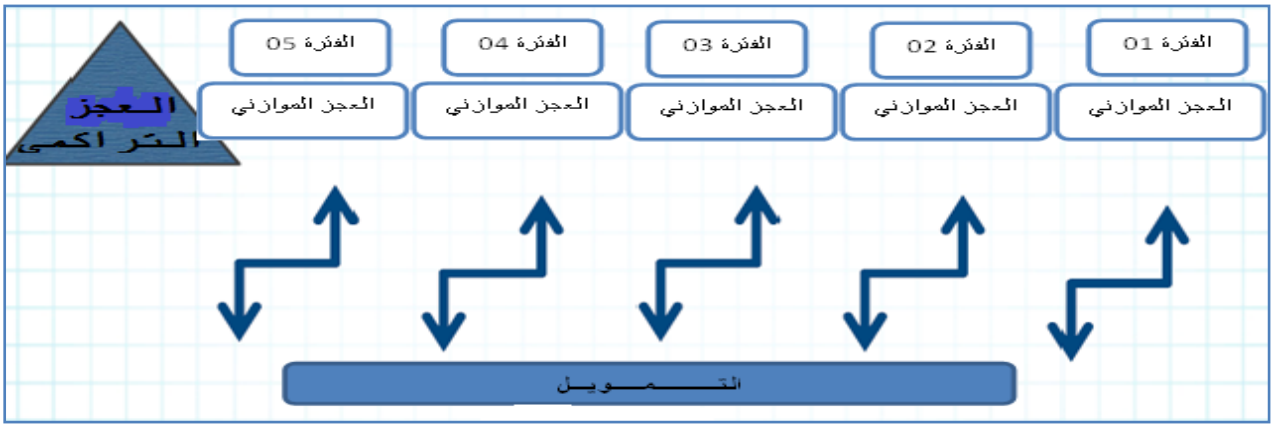
[1] World Bank Groub. Debt Management Performance Assessment (DeMPA) Methodology. Public Disclosure Authorized 96671.2015.P:20.

* الملاحظ أن تدوير الديون لا يضمن الحصول على نفس الشروط على الديون الجديدة أو على نفس الدائنين ، الذين ربما لن يكونوا على استعداد لإقراض لنا مرة أخرى (أي مخاطر التمديد) (rollover risk).

الخصائص المكلفة جدا أو عالية الخطر، والتحرك نحو محفظة أكثر جذبا (more desirable portfolio).

مثال على حالة يبرز فيها دور استراتيجية الديون متوسطة الأجل : وجود عجز كلي (overall deficit) يتطلب التمويل: كما هو موضح في الشكل رقم أدناه.

الشكل رقم (4-8): شكل توضيحي لعملية تمويل العجز التراكمي



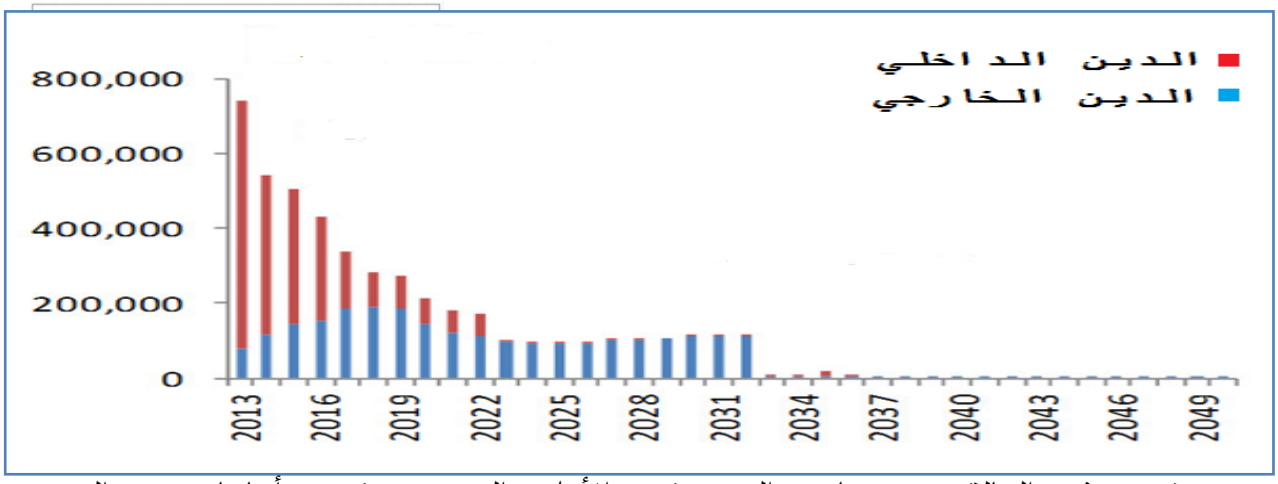
المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ماسبق.

الشكل أعلاه يبين:

- أنه في كل فترة، الحكومة يجب أن تقرر كيفية تمويل الديون الجديدة، ولكن قراراتها قد تكون محدودة على أساس خصائص محفظة الديون الحالية.
- مع مرور الفترات الزمنية، الديون "المتراكمة " من الماضي يأتي أجل استحقاقها، على سبيل المثال، ونحن ننتقل من فترة 1-2، 2-3، ...الخ، سيكون لدينا رصيد من الديون القديمة التي يجب خدمتها، وكذلك ديون أو احتياجات تمويلية جديدة يجب تمويلها.
- الشروط التي تواجهنا عند إصدار دين الجديد تعتمد إلى حد كبير على شروط التمويل في الماضي، وهذا ما يجعل القدرة على تغيير خصائص محفظة الدين العام تستغرق عدة فترات زمنية.

تحليل محفظة الحالية يعني استخدام أداة تحليلية تساعد على رؤية الوضع والسيناريو الأساسي لتطورها عبر الزمن، مثل استخدام بعض المصفوفات التي تصف مقدار الدين المحلي بالمقارنة مع الديون الخارجية في محفظة الدين العام، وملف استرداد ديون محفظة الدين العام عبر الزمن.

الشكل رقم (4-9): مثال لملف استرداد الديون محفظة الدين العام



في هذه الحالة، مستحقات الدين في الأجل القصير تتكون أساسا من الدين الداخلي، وبالتالي فإن مخاطر العملة ليست كبيرة جدا، هذا هو الحال بالنسبة للبلدان ذات أسواق الدين المحلية المتقدمة التي لديها القدرة على استيعاب كل هذه الديون.

في العديد من الدول في العالم ، فإن الوضع هو العكس، أين يتكون مجموع دين العام بشكل كبير من الديون الخارجية، خاصة في البلدان ذات الدخل المنخفض وبعض الاقتصاديات الناشئة.

2-2/- محفظة الدين العام وتحديد التكلفة: يجب على مدير الدين عند وضع استراتيجية إدارة الدين العام تقييم رصيد الدين القائم على أساس التكاليف، وهذا يتطلب تعريف واضح لها.[1]

إن البحث على أفضل مفهوم للتكلفة فيما يتعلق محافظ الدين العام، يقودنا للحديث عن التكلفة المحاسبية (القيمة الدفترية) للمبلغ الإجمالي للديون العام، والذي يعطينا نقطة البداية لقياس التكلفة، لكن المقاييس التي تقتصر على الممارسات المحاسبية غالبا ما تكون غير كافية، فالمنطق الاقتصادي يفرض علينا مراعات المفهوم الاقتصادي للتكلفة الذي يدمج الخصائص النوعية ومواطن الضعف في محفظة الدين العام القائمة، أين يمكن قياس التكاليف الاقتصادية للدين العام من خلال عدة أبعاد:*

[1] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit. p:10.

* طرق قياس التكاليف المختلفة تقدم معلومات مختلفة على تكلفة ، إذن لا يجب أن نعتمد على طريقة قياس تكلفة واحدة.

2-2-1/- القيمة الاسمية والقيمة السوقية لأدوات الدين : من حيث المبدأ، ينبغي تقييم أدوات الدين والأصول المالية ضمن إحصاءات الاقتصاد الكلي بالقيمة السوقية، أي كما لو كانت حيازتها قد تمت بمعاملات سوقية في تاريخ إبلاغ بيانات الميزانية العمومية (التاريخ المرجعي) وبالنسبة لأدوات الدين بخلاف سندات الدين، فإن عدم توافر القيم السوقية المتاحة عموما يعني ضرورة تقدير هذه القيم باستخدام القيمة الاسمية كبديل.

- **القيمة الاسمية لأداة الدين** :هي مقياس القيمة من منظور المدين، فهي تمثل مقدار ما يدين به المدين للدائن في أي لحظة، وغالبا ما يتم تحديد هذه القيمة بالرجوع إلى شروط العقد بين الدائن والمدين، وتمثل القيمة الاسمية لأداة الدين انعكاسا لقيمة الدين عند نشوئه بالإضافة إلى أي تدفقات اقتصادية لاحقة، كالمعاملات (مثل سداد أصل الدين)، وتغيرات سعر الصرف وتغيرات القيم الأخرى بخلاف تغيرات سعر السوق[1] .

ومن حيث المفهوم، يمكن حساب القيمة الاسمية لأداة الدين بخصم مدفوعات الفائدة من أصل الدين وفقا لأسعار الفائدة التعاقدية الحالية على الأداة، والتي قد تكون ثابتة أو متغيرة .

ويسري هذا المبدأ مباشرة على الأدوات ذات أسعار الفائدة الثابتة والمحددة مسبقا في العقد، نظرا لأن الجدول الزمني للمدفوعات وسعر/أسعار الفائدة المستقبلية معروف مسبقا، بينما ينطبق بدرجة أقل على خصوم الدين ذات أسعار الفائدة المتغيرة حسب أوضاع السوق.

- **القيمة السوقية لأداة الدين:** تُحدد القيمة السوقية لسندات الدين المتداولة بسعرها السائد في الأسواق، *فإلى جانب القيمة الاسمية المبينة في أداة الدين، يراعى في القيمة السوقية التصورات المتعلقة بمخاطر السداد، وأسعار الفائدة السوقية، وسيولة السوق، والقدرة على استخدام الأداة في معاملات إعادة الشراء (أو معاملات لها نفس الطابع)، وعزوف المشترين المحتملين عن المخاطر، وغير ذلك من الفرص المتاحة في السوق، والقيمة السوقية مفيدة بصفة خاصة للدائنين، نظرا لأنها تمثل المبلغ الذي يمكن تحقيقه .[2]

ولتعدد العوامل المؤثرة واختلاف طبيعة أدوات الدين ولتبسيط عملية الحساب يؤخذ عامل وحيد بعين الاعتبار وهو معدل الفائدة، فالقيمة السوقية (MV) لسند أو أداة دين أخرى هي القيمة الحالية (PV)

---

[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit,P:23.

*المصدر المثالي لسعر السوق بالنسبة لسند الدين المتداول هو السوق المنظمة أو أي سوق مالية أخرى يجري تداول السند فيها بكميات كبيرة ويعلن فيها سعر السوق على فترات منتظمة .وفي غياب مثل ذلك المصدر، يمكن تقدير القيمة السوقية عن طريق خصم المدفوعات المستقبلية بسعر فائدة سوقي ملائم.

[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:22.

للتدفقات النقدية المستقبلية (CF) باحتساب معدل الفائدة السوقي (r) عند تاريخ التقييم (t) كما هو مبين في الصيغة الرياضية التالية:[1]

$$MV_t = \sum_{i=1}^{n} CF_i \times (1 + r_t)^{-i}$$

2-2-2/- تقييم أدوات الدين المتداولة و أدوات الدين غير متداولة: أين يتم التمييز بينهما على النحو التالي:[2]

- **تقييم أدوات الدين المتداولة** :ينبغي تقييم سندات الدين المتداولة(أو القابلة للتداول)في الأسواق المنظمة أو غيرها من الأسواق المالية– مثل :الأذونات، والسندات ...إلخ– على أساس القيمة الاسمية والقيمة السوقية على حد سواء، وبالنسبة لسند الدين المتداول، يمكن تحديد القيمة الاسمية من قيمة الدين عند نشأته والتدفقات الاقتصادية اللاحقة، بينما تستند القيمة السوقية إلى السعر الذي يتم تداولها به في السوق المالية.
- **تقييم أدوات الدين غير المتداولة** : ينبغي تقييم أدوات الدين غير المتداولة عموما(أو غير القابلة للتداول)في الأسواق المنظمة أو غيرها من الأسواق المالية، كالقروض، والحسابات الأخرى مستحقة الدفع/القبض بالقيمة الاسمية، وقد تكون القيمة الاسمية لأداة الدين أقل من المبلغ المقدم أصلا إذا كان قد تم أداء مدفوعات سداد للمبلغ الأصلي أو حدث إعفاء من الدين أو غير ذلك من التدفقات الاقتصادية)كالتدفقات الناشئة عن الربط بمؤشرات)، مما يؤثر على قيمة المبلغ القائم .وقد تكون القيمة الاسمية لأداة الدين أكبر من المبلغ المقدم أصلا مما يرجع على سبيل المثال للفائدة المستحقة أو التدفقات الاقتصادية الأخرى.

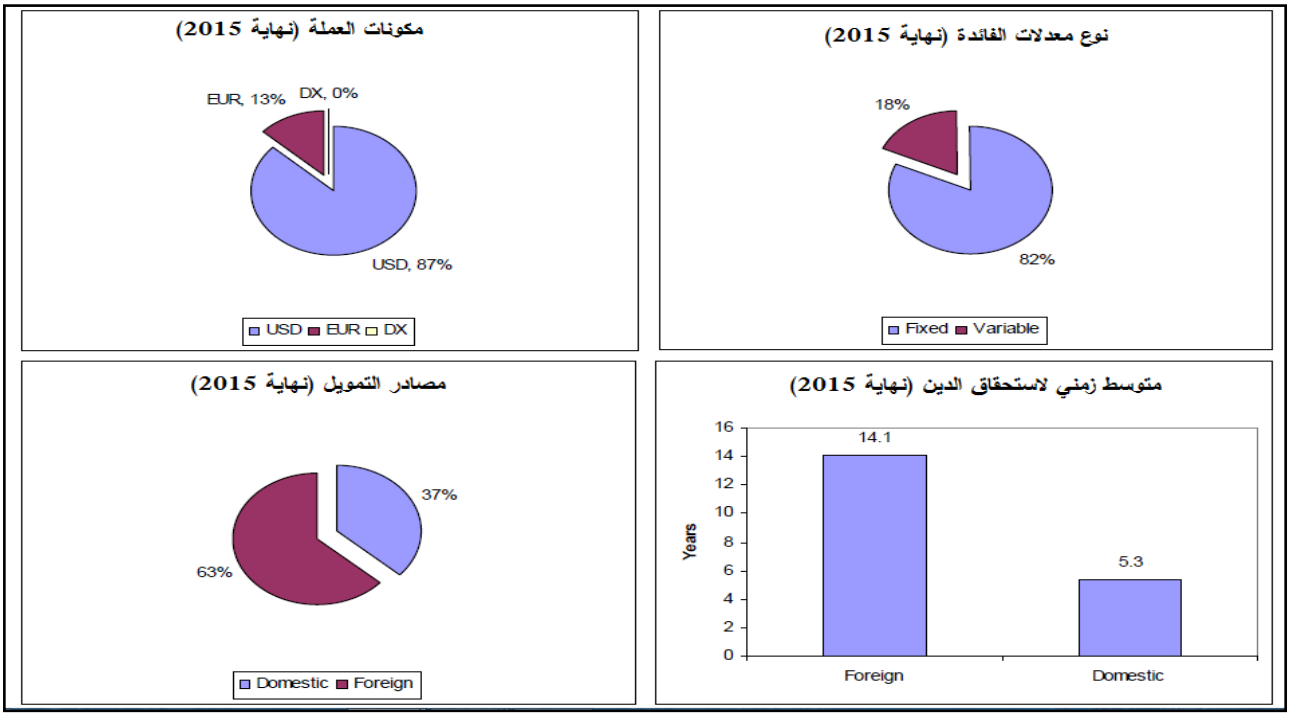
2-3/- محفظة الدين العام وتحديد المخاطرة : درجة المخاطرة تعتمد أساسا على عوامل الخطر المولدة لها، وفي العادة يتم التركيز على المخاطر السوقية مثل التغير في اتجاهات أسعار الفائدة، وأسعار الصرف،[3] غير أن الإدارة الفعالة للدين العام تعني إدارة مجموعة متنوعة من المخاطر التي تشمل أيضا مخاطر إعادة التمويل والمخاطر التشغيلية، فعلى سبيل المثال : قد ينجر عن مخاطر إعادة التمويل أي إعادة تمويل

[1] Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt. Introduction and Institutional Framework. op.cit,P:38.
[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit, P:24.
[3] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit. P:10.

الدين بتكلفة أعلى كثيراً من المتوقع أو تعذر تجديد الاكتتاب فيه نهائيا، إلى زيادة كبيرة جدا في تكاليف التمويل الحكومي، أو إلى عدم القدرة على إعادة تمويل القروض التي يحين أجل استحقاقها، وقد تتفاقم هذه المخاطر نتيجة الاعتماد المفرط في إعادة التمويل على بعض الدائنين أو بعض قطاعات السوق.[1]

الفهم السليم لهيكل المخاطر المتعلقة برصيد الدين المستحق هو أمر أساسي في وضع استراتيجية MTDS أين يجب جمع البيانات حول محفظة الدين الحالية، موزعة حسب العملات، نوعية الدائنين، نوع أداة الدين من حيث كونها ذات معدل فائدة ثابت أو عائم، بالإضافة الى طريقة إطفائها .[2] والشكل التالي يمثل مثال توضيحي لخصائص محفظة دين عام لبلد معين.

الشكل رقم (4-10):كيفية تحديد خصائص محفظة الدين الحالية.



المصدر :

IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)-Guidance Note for Country Authorities, 2009,P:47.

كخلاصة لمضمون الخطوة الثانية، تحديد خصائص الاستراتيجية الحالية لإدارة الدين العام ومكونات الرصيد الحالي للدين تعد الأساس لصياغة استراتيجيات بديلة

[1]International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, Op.cit, P:152.
[2] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit p:10.

للإستراتيجية الحالية [1]، وذلك بإتباع الخطوات القادمة في المقاربة المرحلية لاستراتيجية MTDS، وفيما يلي شكل تخطيطي يلخص مضمون الخطوة الثانية:

الشكل رقم (4-11): الخطوة الثانية/ تحديد الاستراتيجية الحالية لإدارة الدين العام وتحليل تكاليف ومخاطر الدين القائم.

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)--Guidance Note for Country Authorities, 2009, PP:10-11.

3/- الخطوة الثالثة: تحديد وتحليل مصادر التمويل المحتملة، بما في ذلك خصائص التكلفة والخطر

ينبغي أن تشمل استراتيجية (MTDS) (إضافة إلى تحليل الديون العامة القائمة في الخطوة 2) توقع للديون العامة الواجب اقتراضها في أفق ثلاث سنوات كحد أدنى مع تحديثه سنويا - وتحدد استراتيجية إدارة الدين كيف تختلف خصائص التكاليف والمخاطر مع التغيرات في تكوين محفظة الديون في المستقبل.[2]

ينبغي على مديري الدين التعرف على خصائص كل مصادر التمويل المحتملة (والتي تتضمن أدوات الدين محتملة)، وتقييم تكلفتها النسبية ومخاطرها كل أداة دين على حدا،[3] والخصائص الأخرى التي تؤثر أيضا على تفضيل نوع معين من أنواع أدوات الدين المحتملة، (مثل: اشتراط اقتصار التمويل على أغراض معينة، مثل تمويل المشاريع العمومية أو دعم الميزانية)، والتي تختلف باختلاف أنواع أدوات الدين من قابلة للتسويق وغير قابلة لها.

[1] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit. P:10.
[2] World Bank Groub. Debt Management Performance Assessment (DeMPA) Methodology. Op.cit. P:18.
[3] Mike Williams.Op.cit.P:12.

3-1/- خصائص أدوات الدين غير القابلة للتداول : وفيما يلي سرد لأهم خصائصها:[1]

3-1-1/- خصائص قروض القطاع الرسمي: والتي تتجسد في:

أولا/- المقرضين (Lenders): يشمل الدائنون الرسميون الثنائيين ومتعددي الأطراف.

ثانيا/- خصائص التكلفة (Cost Characteristics): القروض الميسرة هي أدوات دين منخفضة التكلفة تتضمن جزء يعتبر كمنحة*، كما تحتوي على فترة سماح* (grace period)، أما القروض الشبه ميسرة فيتم التفاوض حول خفض تكلفتها وفق آليات تحديد الأسعار في السوق المالي.

ثالثا/- خصائص المخاطر للقروض الميسرة وشبه ميسرة: والتي تتمثل في:

- **مخاطر سعر الفائدة:** محدودة بسبب الشروط الميسرة لقرض (طويل الأجل، منخفض التكلفة، معدل العائد ثابت).
- **مخاطر سعر الصرف:** معظم المدفوعات تكون بالعملة الأجنبية، ولكن خطر التخفيف هيكل اطفاء القروض.
- **مخاطر إعادة التمويل/ التجديد :** التخفيف من هيكل الإطفاء وطبيعة الدائن (محاولة تعزيز الملاءة المالية للدولة بدلا من خلق ضغوط الدفع).

رابعا/- العوامل المؤثرة على حجم المبالغ المتاحة بالنسبة للقروض الميسرة:

- مستوى الدخل (**Income Level**): تمنح عادة للبلدان والدول ذات الدخل المنخفض فقط.
- الجودة للمؤسسات (**Quality of Institutions**): تكون الحكومة عادة في حاجة إلى مساعدة لإدارة الديون
- الحصول على تمويل السوق (**Access to Market Financing**): القليل من دون تمويل السوق.
- حجم الميزانية العمومية المتعددة الأطراف: وهو عدد ما تم تخصيصه لكل بلد على أساس قواعد التخصيص متعدد الأطراف (multilateral allocation rules) (مثلا: حقوق السحب الخاصة لدى الـIMF)

[1] IMF and World Bank. Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit.P:43-44.

* المنحة: عادة ما تقدر بـ: 35٪ من إجمالي الدين بالنسبة للدائنين المتعدد الأطراف وأقل قليلا للدائنين الثنائي.

* فترة سماح: هي فترة لا يكون خلالها أي مدفوعات مستحقة.

- التطورات الاقتصادية: قد يواجه اقتصاد دولة معينة مشاكل تجعله يحتاج الحصول على تمويل، لكن يمكن أن يكون غير متوفر في الوقت الملائم وبالقدر المناسب.

خامسا/- العوامل المؤثرة المبالغ المتاحة بالنسبة للقروض شبه الميسرة:

- توافر الأموال (**Availability of Funds**).
- العوامل الإستراتيجية (**Strategic Factors**): قد يكون هناك بعض الأسباب تدفع الدائنين للإقراض، مثال: الإقراض لحفز دولة للانضمام لاتحاد اقتصادي معين.
- التطورات الاقتصادية: يمكن أن يكون التمويل مرتبط بتحقيق أهداف الأمم المتحدة الإنمائية للألفية الثالثة (**MDGs**)، والمتضمنة المعالجة الشاملة لمشاكل ديون البلدان النامية.[1]

3-1-2/- خصائص قروض البنوك التجارية: والتي تتجسد في:

أولا: المقرضين: البنوك المحلية والدولية

ثانيا : خصائص التكلفة : تحدد عن طريق التفاوض وفق أسعار السوق، وهي عادة تكون أكثر تكلفة من السندات، لكن تكلفة التحويل المالي تكون أقل.

ثالثا: العوامل المؤثرة على حجم المبالغ المتاحة:

- **العوامل الاستراتيجية** : توجد عدة عوامل تجعل البنك يقرض دولة منها المعدلات المرتفعة للجدارة الائتمانية (worthiness credit).
- **الظروف الاقتصادية:** الظروف الاقتصادية الأفضل المرتبطة زيادة في القروض والأموال المتاحة.
- **شرط السيولة:** فائض السيولة في النظام المالي (المحلي والعالمي) قد تدفع بالبنوك الى تحويل أموالها إلى قروض ذات العوائد العالية.
- **القدرة على تسويق القروض من خلال الترويج:** إذا كان البنك قادرا على تغطية حزمة من القروض التجارية السيادية وبيعها للمستثمرين، قد يدفعه ذلك لتقديم المزيد من القروض.

رابعا: خصائص المخاطر: تمثل مخاطر قروض البنوك التجارية في:

- **مخاطر سعر الفائدة** : ترتفع في حالة معدلات الفائدة العائمة.

[1] Official list of MDG (Millennium Development Goals) indicators, Effective 15 January 2008.in link: http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/MDGsOfficialList2008 .pdf

- **مخاطر سعر صرف:** تعتمد على نوع من القرض، فاحتمالات التعرض لها ترتفع في حال كان القرض ليس من البنوك المحلية.
- **مخاطر إعادة التمويل/ التجديد:** تكون أكبر من القروض ميسرة أو شبه ميسرة بسبب أن فترة الاستحقاق أقصر بكثير من هذه القروض (1-5 سنوات).

3-2/- خصائص أدوات الدين القابلة للتداول: وفيما يلي سرد مختصر لخصائصها:[1]

3- 2-1/- السندات السيادية الدولية: السندات السيادية تمتاز بالخصائص التالية:

أولا: المقرضين: المستثمرين من المؤسسات الدولية والمحلية.

ثانيا: خصائص التكلفة: تكاليف سندات اليورو تتحدد وفق آليات السوق، وتتضمن عادة ارتفاع تكاليف المعاملات، مثل الرسوم القانونية وتكاليف المعاملات الأخرى.

ثالثا: العوامل المؤثرة في حجم المبالغ المتاحة: تتمثل في بالنسبة للسندات السيادية:

- **سجل لمتابعة الأداء الاقتصادي الجيد:** الدول التي يكون أداؤها جيدا في الفترة الأخيرة يمكنها الحصول على المزيد من التمويل مع خفض العائد.
- **التوقعات المتوسطة الأجل:** سندات اليورو هي أدوات دين متوسطة وطويلة الأجل تساعد الدول على تحديد وتوقع حجم التمويل المتاح خلال السنوات 3-10 القادمة.
- **التصنيف الائتماني(Credit Rating)** : الاقتصاديات التي تمتاز بتصنيفات ائتمانية دنيا سيكون عليها أن تدفع عائد على سنداتها أكبر من الدول التي تمتاز بتصنيفات أفضل.
- **الرغبة في المخاطرة المستثمر / شروط السوق العالمي** (Investor Risk Appetite/Global Market Conditions): تتجسد في التمويل المتاحة على أساس الرغبة في المخاطرة عند قاعدة الدائنين، إذا كانت قاعدة الدائن بالبحث عن العائد، فيمكن إصدار السندات السيادية ذات المخاطر العالية بسهولة أكبر.

رابعا: خصائص المخاطر: تتمثل مخاطر السندات السيادية في:

- **مخاطر التجديد ومخاطر سعر الصرف :** تتفاقم بسبب ما يعرف بـ: " كرة الثلج"، حيث تصدر دولة معينة سندات، وبعد ذلك لا تسدد التزاماتها حتى تاريخ

[1] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit. PP:43-44.

الاستحقاق، فيؤدي ذلك إلى إعادة التمويل عن طريق تجديد الاكتتاب مما يزيد مخاطر السيولة ومخاطر سعر الصرف.

- **مخاطر سعر الفائدة:** أسعار الفائدة على هذه السندات يمكن تقسيمه (الثابتة والعائمة)
- **قاعدة المستثمرين (Investor Base):** تنويع قاعدة المستثمرين يساعد البلدان على تخفيف بعض المخاطر.

خامسا: التخصيص: يوجد عادة حد أدنى للاكتتاب في السندات يقدر بـ: (200 مليون $) يجب على الدولة اقتراضه.*

3-2-2/-أذونات الخزينة (T-bills): وفيما يلي سرد مختصر لخصائصها:

أولا: المقرضين: المستثمرين المحليين (البنوك وصناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، الخ) والمستثمرين الدوليين.

ثانيا: خصائص التكلفة: يتم تحديد تكلفة أذونات الخزانة بواسطة السوق المالي، وعادة ما يتم الطلب على هذه الأذونات في السوق الاولي (سوق الاصدار) أو في السوق الثانوية حيث يتم تداول السندات الحكومية بعد أن تكون قد صدرت.[1] (أذون الخزانة عادة ما تكون أقل تكلفة من السندات).

ثالثا: العوامل المؤثرة على حجم المبالغ المتاحة: تتمثل في

- التطورات الاقتصادية: تستخدم على نطاق واسع أذون الخزينة لتمويل الثغرات في التمويل الحكومي.
- حجم القطاع المصرفي (**Size of Banking Sector**): القطاع المصرفي أكبر يمكن استيعاب المزيد من أذونات الخزينة.

---

* في حالة دولة تحتاج لأقل من 200 مليون $، يتعين عليها أن تجد استثمارات مربحة توظف فيها باقي المال من أجل دفع كامل المبلغ مرة أخرى مع الفائدة.

[1] The public debt management network for emerging markets. Primary Market,Secondary Market. in link : http://www.publicdebtnet.org/public/BEST-PRACT/

- تنمية السوق: يجب على الدول من أجل تنمية أسواقها المالية، إصدار حزمة من الأذونات كل 3 أشهر، على مدار السنة، لكي تمنح المستثمرون الثقة في استرداد أموالهم مرة أخرى.

رابعا: خصائص المخاطر:

- مخاطر سعر الفائدة: عالية للغاية بسبب الحاجة إلى تدوير (rollover) الأذونات في الأجل القصير كل فترة.
- مخاطر إعادة التمويل/ التجديد: عال جدا.

خامسا: التخصيص: بعض الحكومات تعلن الحد الأدنى والحد الأقصى للعرض المالي وتسمح لحد معين من المستثمرين لتقديم عطاءات مالية لتحديد السعر النهائي لإصدار أذونات خزينة معينة.

خامسا: خصائص أخرى:

- مفيدة في المراحل الأولى من تطوير السوق.
- أداة مالية متعددة الاستخدامات (Versatile financial tool): تستخدم أذون الخزانة من البنوك لتلبية نسب الاحتياطي الإلزامي وهي أداة رئيسية لعمل نظام الدفع الكلي في الدولة.
- أداة السياسة النقدية (Tool of monetary policy): البنك المركزي يصدر أذون الخزانة وسندات الخزانة لمساعدة البنوك على البقاء في حالة من السيولة وتعتبر بمثابة "مساندة backstop " للاقتصاد.

3-2-3/- سندات الخزينة (T-bonds): وفيما يلي سرد مختصر لخصائصها:

أولا: المقرضين : المحلي (البنوك وصناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، الخ) والمستثمرين الدوليين

ثانيا: خصائص التكلفة: يتم تحديد تكلفة T-السندات بواسطة السوق المالي. السندات الخزينة تحمل علاوة مخاطر .

ثالثا: العوامل المؤثرة على حجم المبالغ المتاحة:

- **التطورات الاقتصادية:** الحكومات التي تلجأ للمزيد من الديون تضطر لدفع عوائد أعلى على سنداتها.

- **حجم القطاع المصرفي:** القطاع المصرفي أكبر يمكن استيعاب المزيد من سندات الخزينة والتي تستخدم من قبل بعض المؤسسات لتغطية مراكزهم المالية في الميزانيات العمومية.
- **تنمية السوق:** الأسواق الأكثر نموا تتطلب المزيد من السندات الخزينة من أجل التحوط (hedging) والتمويل.

رابعا: خصائص المخاطر:

- **مخاطر سعر الفائدة** : السندات الأقصر أجل تحمل أكثر المخاطر.
- **مخاطر التجديد / إعادة التمويل:** السندات الخزينة تحمل مخاطر التجديد / إعادة التمويل منخفضة.
- **مخاطر سعر الصرف:** توجد إذا صدرت سندات الخزينة بالعملة الأجنبية.

خامسا: التخصيص: بعض الحكومات تعلن الحد الأدنى والحد الأقصى لمحاولة عرض وتسمح للمستثمرين لتقديم عطاءات لتحديد السعر النهائي للسندات إصدار معين.

- بالإضافة إلى ما سبق، يحتاج مديري الدين إلى: [1]

- مراعاة ما إذا كان استخدام بعض الأدوات (مثل التمويل من خلال أسواق رأس المال الدولية) يترتب عليه تكاليف غير مباشرة أخرى مثل الخدمات الاستشارية القانونية أو المالية اللازمة لنجاح عملية التمويل.
- تحديد ما إذا كانت أي من أدوات الدين تأتي مع مزايا إضافية، مثل الخدمات الدعم والمرافقة لإدارة المشاريع، والتي يمكن أن تعوض بعض من عوامل التكلفة الأخرى.
- الاهتمام بعامل التوقيت يمكن أن يكون حاسما في تحديد جدوى أدوات دين محددة، والتي تؤثر على تنفيذ استراتيجية (MTDS).

وفيما يلي شكل تخطيطي يلخص مضمون الخطوة الثالثة:

[1] IMF and World Bank, Op .cit.P:11-12.

الشكل رقم (4-12): الخطوة الثالثة/ تحديد وتحليل مصادر التمويل المحتملة

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS) -Guidance Note for Country Authorities, 2009, PP :12-11.

4/-الخطوة الرابعة: تحديد التوقعات الأساسية و المخاطر الرئيسية في المجالات المالية والنقدية والعوامل الخارجية ومخاطر السوق.

تنطوي الخطوة الرابعة من استراتيجية (MTDS) على تحديد التوقعات الأساسية* للمتغيرات الرئيسية للسياسة المالية والنقدية سواء كانت داخلية أو خارجية في المدى المتوسط، فضلا عن المخاطر المحتملة لهذه التوقعات، أين ينبغي أن يكون لمدير الدين فهم واضح لإطار الاقتصاد الكلي الكامن وراء تنفيذ استراتيجية (MTDS) وكيفية تفاعل حسابات الاقتصاد الكلي في الدولة (القطاع الحقيقي، وميزان المدفوعات، والحسابات المالية، والحسابات النقدية) مع القرارات المتخذة بخصوص إدارة الدين العام.[1]

4-1/- توقعات السياسة المالية العامة، والسياسة النقدية والعوامل الخارجية :

وتشمل تقييم الظروف المالية التي من المحتمل مواجهتها عند إصدار دين جديد أوتجديد الديون القائمة، أين ينبغي على مديري الدين أن:

- تحليل المسار المحتمل للسياسة النقدية، معدلات الفائدة وأسعار الصرف.[2]

* التوقعات الأساسية للمتغيرات الاقتصاد الكلي بشكل عام تكون هي نفسها التي تستخدمها السلطات المالية في تحليل استدامة الدين العام (DSA).

[1] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit. p:13.
[2] Mike Williams. Op.cit. P:13.

- تحليل المسار المتوقع للميزانية الأولية، بما في ذلك الإيرادات المتوقعة والنفقات الحكومية، والنمو الاقتصادي.
- مراعاة مصداقية (credibility) السياسة النقدية لأنها قد تؤثر على اعتبارات التكلفة النسبية للدين المحلي القصير والطويل الأجل والتأثير في اختيار أفضل إستراتيجية (preferred strategy)، في هذه الحالة تساهم إستراتيجية (MTDS) في إطار التنسيق لتعزيز المصداقية وتقليل علاوة خطر التضخم .
- وأخيرا، ينبغي على مديري الدين الرجوع للخبرة والتحليلات المالية المتاحة من مصادر أخرى، على سبيل المثال، البنوك الاستثمارية، التي يمكن أن توفر بعض الرؤية المفيدة في كيفية تطور أوضاع السوق.[1]

حيث يمكن لمديري الدين الاعتماد على المسؤولين المعنيين في مجالات أخرى، وخاصة الرقابة المصرفية، لفهم حجم نقاط الضعف المحتملة في البنوك التي قد تؤثر على الطلب على الدين العام، وأولئك المعنيين بالرقابة على رؤوس الأموال لفهم الحجم المحتمل للمخاطر الانتقال في الدين المحلي، بشكل عام، الفهم الواسع للقطاع المالي، والسياسات التنظيمية أو الضرائب سيكون مفيدا لتقييم التطورات المحتملة التي يمكن أن تؤثر على بيئة السوق لإصدار الديون.

4-2/- توقعات المخاطر ومساهمتها في تحديد استراتيجية (MTDS): يمثل تقييم درجة المخاطرة عامل مهم لمساعدة مديري الدين على تحديد استراتيجية(**MTDS**)، وتحديد الدين الذي ينبغي أن يكون جزءا من حافظة الدين متوسطة وطويلة الأجل ومكونات الدين الذي يدار حاليا.

ولفهم المخاطر الكلية التي تهدد الملاءة المالية، من المهم إجراء تقييم يشمل مختلف المخاطر في وقت واحد، وينبغي أن يتم ذلك من خلال تحليل السيناريوهات البديلة، على غرار تحليلات استدامة الدين العام (DSA) ، أين ينبغي على مديري الدين تحديد سيناريوهات المخاطر ذات الصلة، والتي من المحتمل أن تؤثر على حجم وتكلفة التمويل المطلوب،[2] حيث يجب أن تعكس هذه السيناريوهات أبرز المخاطر

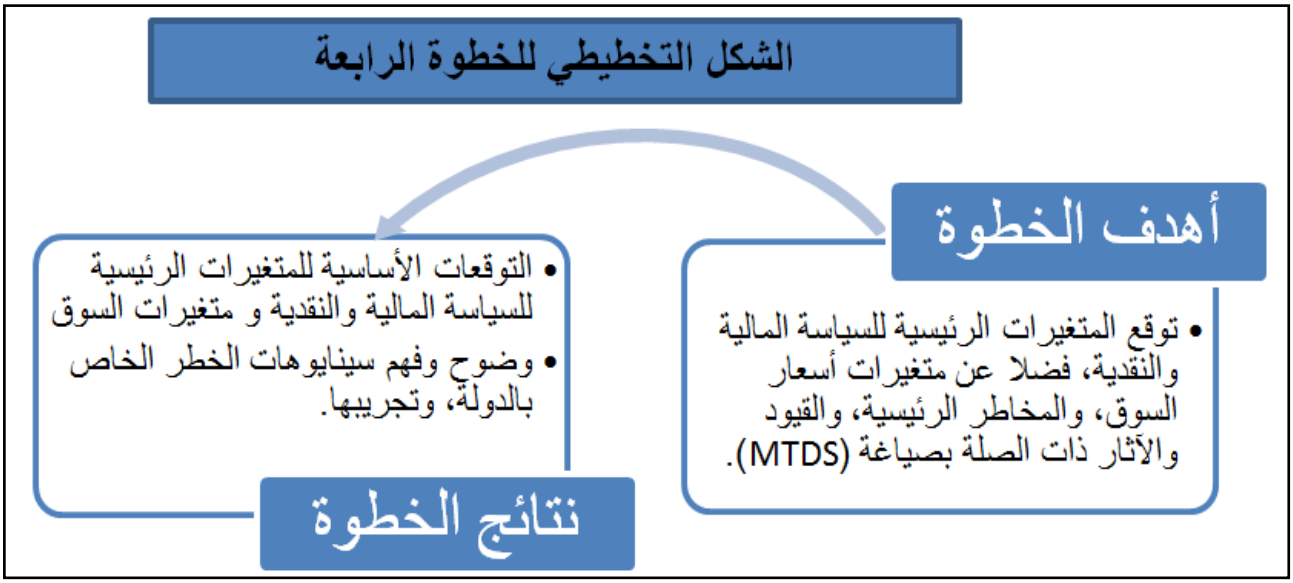
[1] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit. p:14-13.
[2] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit. P:153.

الموجودة في إطار استدامة الديون عند اختبار الاستراتيجيات البديلة لإدارة الدين العام.*

أضافة الى ذلك، هناك حاجة إلى توخي الحذر عند إجراء تقييم استدامة الدين العام والاعتماد على نتائجها في استراتيجية إدارة الدين العام متوسطة الأجل، حيث يمكن أن يكون لهذه التحليلات تأثير عكسي مباشر على استدامة المالية، أين يمكن اتباع استراتيجية ترتكز على الزيادة في عائد السندات الحكومية لأجل تسويقها بشكل أفضل استنادا على تقييم الاستدامة مالية غير معبرة على الأسواق المالية، مما قد ينشأ عن ذلك حلقة مفرغة من خلال زيادة تكاليف إعادة تمويل الدين العام ومن ثم زيادة تعرض الاستدامة المالية للخطر.[1]

وفيما يلي شكل تخطيطي يلخص مضمون الخطوة الرابعة:

الشكل رقم (4-13):الخطوة الرابعة/ تحديد التوقعات الأساسية و المخاطر الرئيسية في المجالات المالية والنقدية والعوامل الخارجية ومخاطر السوق.



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)--Guidance Note for Country Authorities, 2009, PP : 12-15.

* ينبغي على مديري الدين والقائمين بعملية تحليل استدامة الدين العام (DSA) التنسيق لتحديد الاستراتيجيات الأقل خطر، خاصة خطر التخلف عن سداد الدين.

[1] Monthly Bulletin. Op .cit. P:55.

5/-الخطوة الخامسة: مراجعة العوامل الهيكلية الرئيسية التي قد تؤثر على تركيبة الدين العام.

تنطوي الخطوة الخامسة في إطار صياغة استراتيجية (MTDS) على مراجعة العوامل الهيكلية التي من المحتمل أن تؤثر على الاتجاه المطلوب لتكوين الدين العام على المدى الطويل، أين ينبغي على مديري الدين بالتشاور مع واضعي السياسات الاقتصادية تحديد:[1]

•مدى اعتماد الاقتصاد على السلع الأساسية، ونقاط ضعف المرتبطة بالتقلبات في أسعار السلع الأساسية؛

•التوقعات على المدى الطويل لاستمرار الحصول على التمويل بشروط ميسرة من عدمها؛

•الاتجاهات المحتملة طويلة الأجل في سعر الصرف الفعلي الحقيقي؛

•الاتجاهات التضخمية على المدى الطويل.

تهدف استراتيجية (MTDS) لتحليل كيفية تغطية احتياجات التمويل الحكومي بالموازاة مع وجود ديون متراكمة واحتياجات تمويلية جديدة و ممدودة (متجددة)، الحسابات المالية متوسطة الأجل تعطي مؤشرات تنبأ بالأرصدة المالية الإجمالية في المستقبل، وبذلك ستتأثر هذه الأرصدة بالتطورات الحاصلة في الاقتصاد ككل، ولكي تكون التوقعات المالية أكثر دقة و أكادة يجب أن تستند إلى التوقعات متسقة بالمتغيرات الرئيسية للاقتصاد الكلي، ولذلك فمن المهم أن نفهم العلاقات التبادلية بين العمليات البينية بين مختلف قطاعات الاقتصاد، طبقا للحسابات القطاعية للاقتصاد الكلي.

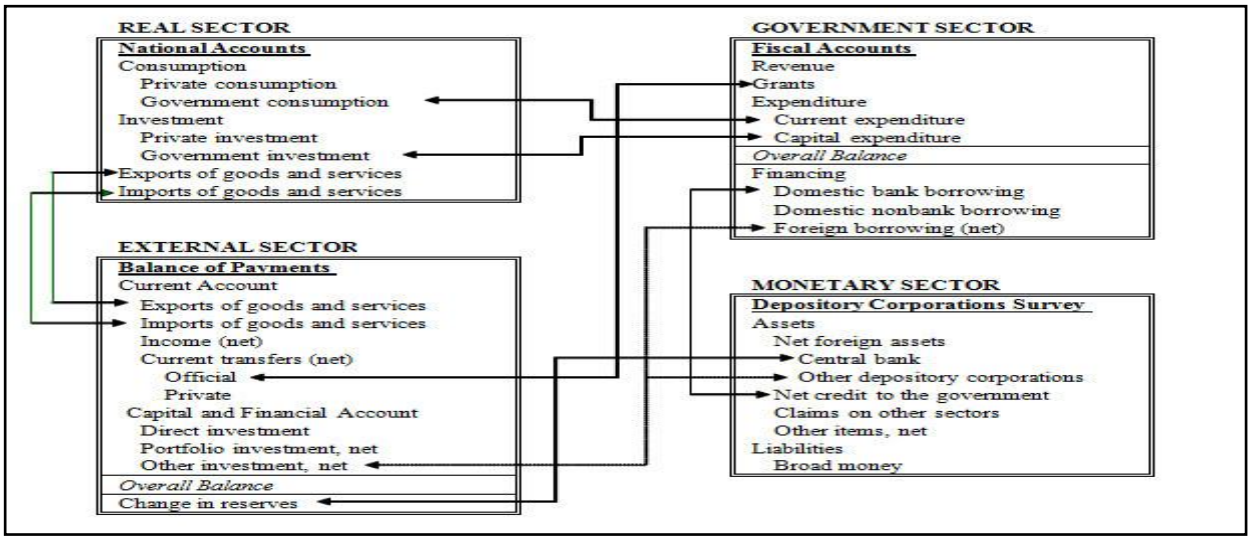
ويمكن وصف الاقتصاد بأنه مركب من أربعة القطاعات الرئيسية التالية: (1) القطاع الحقيقي، والمتمثل في المجاميع الرئيسية الكلية كالنمو والتضخم. (2) القطاع الخارجي: ميزان المدفوعات (BOP*) الذي يتضمن أرصدة الحساب الجاري، أسعار الصرف وحجم الاحتياطيات. (3) القطاع الحكومي: الحسابات المالية، والعجز المالي، والتوازن الاولي؛ و (4) القطاع النقدي.

البيانات المستخرجة من هذه القطاعات الأربعة تشكل اللبنات الأساسية لتحليل الاقتصاد الكلي، أين ترتبط حسابات هذه القطاعات لأنها متشاركة مع بعضها البعض من خلال معاملات الاقتصادية داخل

[1] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit. p:15.
* **BOP:B**alance **o**f **P**ayments

أسواق السلع والخدمات وعوامل الإنتاج، والأصول المالية، والتي تشمل كل من العلاقات المحاسبية والعلاقات السلوكية، كما يلي:

الشكل رقم (4-14):العلاقات المحاسبية الرئيسية المتبادلة بين القطاعات الرئيسية للاقتصاد



الشكل المبسط أعلاه يبين العلاقات المحاسبية الأساسية المتبادلة بين القطاعات الرئيسية للاقتصاد، أين يتم وفق هذه الطريقة اشتقاق المجاميع الرئيسية للاقتصاد الكلي من شبكة مترابطة من حسابات الاقتصاد الكلي، من خلال فهم الروابط بين مختلف الحسابات وهو أمر أساسي لبناء صورة متسقة للإطار الكلي الاقتصاد (macroeconomic framework)، وفيما يلي شكل تخطيطي يلخص مضمون الخطوة الخامسة:

الشكل رقم (4-15): الخطوة الخامسة/ مراجعة العوامل الهيكلية الرئيسية التي قد تؤثر على تركيبة الدين العام.

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

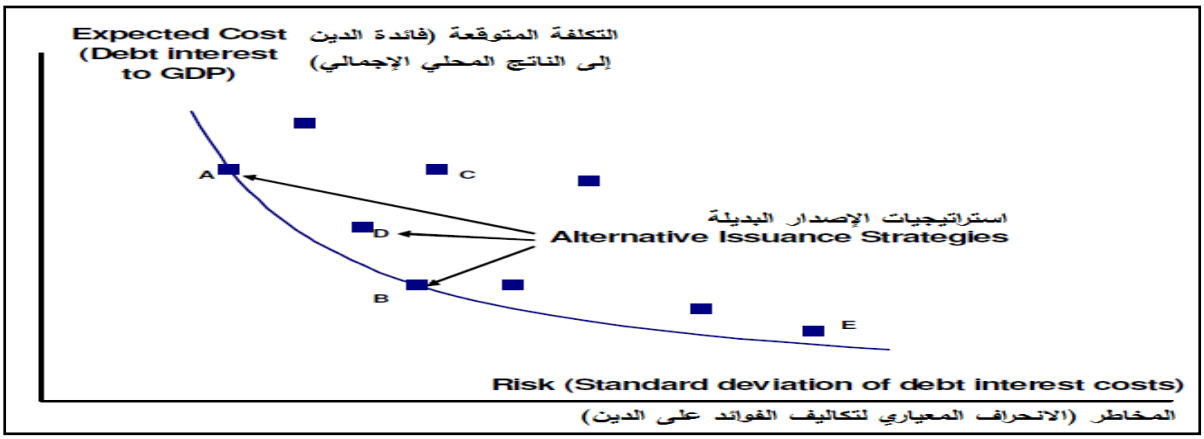
IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)--Guidance Note for Country Authorities, 2009, PP:15-16.

6/- الخطوة السادسة: تقييم وترتيب الاستراتيجيات البديلة على أساس المفاضلة بين التكلفة والخطر.

تهدف الخطوة السادسة لتحديد وتحليل الاستراتيجيات الممكنة لإدارة الدين العام، وتقييم أدائها، واختيار عدد قليل من استراتيجيات المرشحة لإدارة الدين العام، فمن أجل تحديد أفضل استراتيجية (MTDS)،[1]حيث ينبغي تقييم الأداء نوعيا أو كميا لمجموعة من الاستراتيجيات البديلة وتأثيرها على مؤشرات استدامة الدين العام.[2]

ولتحديد الاستراتيجية الملائمة لإدارة الدين، ينبغي تقييم أداء الاستراتيجيات البديلة من حيث تأثيرها من منظور التكاليف والمخاطر، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (4-16):الاستراتيجيات البديلة على أساس المفاضلة بين التكلفة والخطر



المصدر: Mike Williams. Medium-Term Debt Strategy. May 2010.P:5. In link: Http://www.mj-w.net/presentations/MTDS-May10.pdf

اضافة الى تقييم مدى تغير التكاليف في ظل سيناريوهات المخاطر المختلفة في ترتيب استراتيجيات الدين البديلة كما هو موضح أعلاه، ينبغي مراعاة نقاط أخرى في التقييم لأجل ترتيب الاستراتيجيات البديلة المقترحة:[3]

أولا: تقييم مدى مساهمة كل استراتيجية في التخفيف من نقاط ضعف المالية العام، من خلال مراعاة:

- استحقاق أطول للديون يساعد في تقليل نقاط الضعف المالية : يخفض من مخاطر تجديد الدين.
- المزيد من التمويل المحلي يخفض من خطر التعرض لمخاطر أسعار الصرف.

[1] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit. p :16.
[2] Mike Williams. Op.cit.P:15.
[3] IMF and World Bank, Op.cit.P:48.

- الحد من معدل تغير الديون يمكن من تخفيض درجة عدم اليقين في الميزانية والتعرض لمخاطر أسعار الفائدة.

ثانيا: تقييم مدى تلبية كل استراتيجية لأهداف إدارة الدين، على حد سواء كانت أهداف نهائية أو وسيطة.

ثالثا: تقييم ما مدى جدوى كل إستراتيجية لتنفيذ في الوصول إلى مصادر التمويل المحتملة.

6-1/- أمثلة للبدائل الاستراتيجية (Alternative Strategies Example):

كما ذكر سابقا، يجب أن تكون استراتيجيات واقعية وتشمل أرقام محددة بشأن كيفية و إمكانية تمويل الحكومة لنفسها في السنوات المقبلة. وفيما يلي بعض الأمثلة لاستراتيجيات الممكنة:

جدول رقم (4-2): أمثلة لبعض الاستراتيجيات الممكنة في إطار استراتيجية (MTDS)

% of gross borrowing - Over Projection Period					
New debt		S1	S2	S3	S4
IDA	FX	100%	0%	20%	50%
AfDF	FX	0%	0%	30%	0%
Bilateral semi-conc	FX	0%	0%	50%	0%
Bilateral semi-conc	FX	0%	0%	0%	0%
Bilateral semi-conc	DX	0%	0%	0%	0%
Bilateral semi-conc	DX	0%	100%	0%	0%
Eurobond	FX	0%	0%	0%	0%
Dom 1 an	DX	0%	0%	0%	25%
Dom 3 ans	DX	0%	0%	0%	0%
Dom 5 ans	DX	0%	0%	0%	25%
Dom 7 ans	DX	0%	0%	0%	0%
Commercial	DX	0%	0%	0%	0%
Arrears	FX	0%	0%	0%	0%
Arrears	DX	0%	0%	0%	0%
0	FX	0%	0%	0%	0%
External		100%	0%	100%	50%
Domestic		0%	100%	0%	50%
		100%	100%	100%	100%

الاستراتيجيات الأربع أعلاه توفر أساليب مختلفة للتمويل على أساس مستوى الحكومة ماليا وتطور سوق الدين المحلي.

- **استراتيجية S1:** تنطوي على التمويل الميسر 100٪ من المؤسسة الدولية للتنمية (IDA) (قد لا يكون خيار الاقتراض بشروط ميسرة متاحا لجميع الدول)
- **استراتيجية S2:** تنطوي على 100٪ تمويل شبه ميسر من المقرض الثنائي.

- **استراتيجية S3**: تحتوي على مزيج من القروض نصف ميسرة (half concessional) من المؤسسة الدولية للتنمية وصندوق التنمية الأفريقي ونصف شبه ميسرة (half semi-concessional) من المقرض الثنائي.
- **استراتيجية S4**: مزيج من 50٪ قروض ميسرة من المؤسسة الدولية للتنمية، و 25٪ أدوات الدين المحلية قصيرة الأجل (سنة واحدة) و 25٪ الأدوات الدين المحلية لمدة 5 سنوات. (ملاحظة: هذه الاستراتيجية ستكون واقعية فقط بالنسبة لدول التي لديها سوق الدين محلي متطور إلى حد ما)

في إطار صياغة استراتيجية (MTDS) نحتاج إلى تمويل لا يأتي فقط من مصدر واحد، وفيما يلي بعض الاستراتيجيات الأخرى التي تشمل العديد من المصادر وتهدف إلى تحقيق توازن بين المصادر المحلية والخارجية:

جدول رقم (4-3): أمثلة لبعض الاستراتيجيات(MTDS) المتعددة مصادر التمويل

% of gross borrowing - Over Projection Period					
New debt		S1	S2	S3	S4
IDA	FX	19%	13%	8%	15%
AfDF	FX	11%	8%	5%	9%
Bilateral semi-conc	FX	11%	8%	5%	9%
Bilateral semi-conc	FX	11%	8%	5%	9%
Bilateral semi-conc	FX	11%	8%	5%	9%
Bilateral semi-conc	FX	11%	8%	5%	9%
Eurobond	FX	0%	0%	0%	0%
Dom 1 year	DX	13%	0%	14%	7%
Dom 3 year	DX	13%	0%	28%	13%
Dom 5 year	DX	0%	0%	14%	10%
Dom 7 year	DX	0%	50%	14%	9%
Commercial loan	DX	0%	0%	0%	0%
Arrears	FX	0%	0%	0%	0%
Arrears	DX	0%	0%	0%	0%
Instrument EUR Var	FX	0%	0%	0%	0%
External		75%	50%	30%	60%
Domestic		25%	50%	70%	40%
		100%	**100%**	**100%**	**100%**

6-2/-تقييم أداء استراتيجيات مختلفة: تقييم أداء مختلف الاستراتيجيات ينطوي على طرح عدة أسئلة والإجابة عنها:

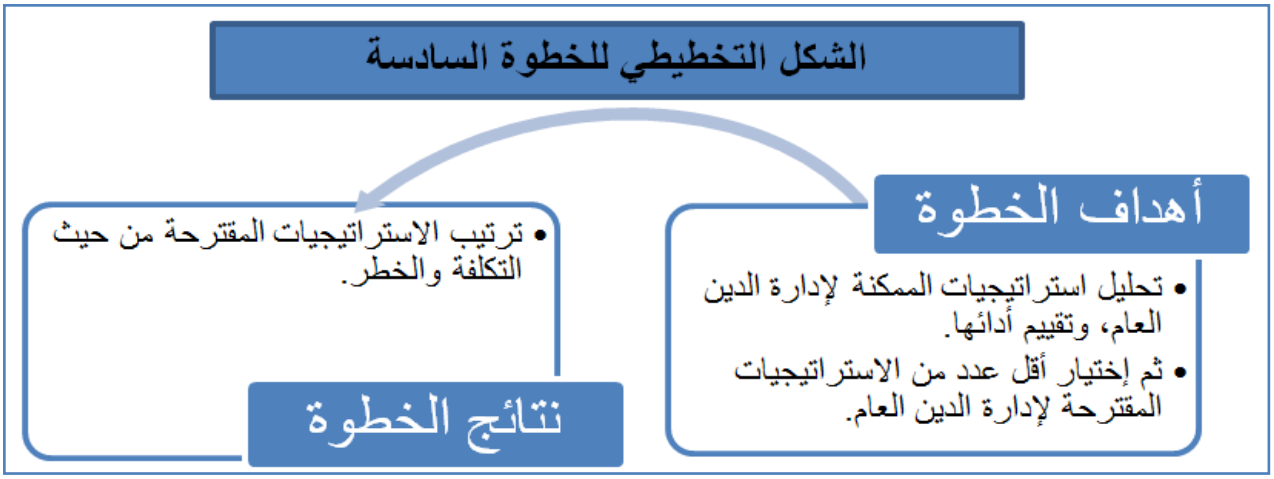
1. أي من الاستراتيجيات تنسجم مع الهدف النهائي المضبوط في الخطوة الأولى؟
2. أي من الاستراتيجيات مرجح أن تكون أقل تكلفة؟ ما احتمال زيادة التعرض للمخاطر عند كل استراتيجية؟
3. كيف يمكنني تزن المخاطر مقابل التكلفة؟ ما هي المقاييس المساعدة على اتخاذ القرار؟

حيث ينبغي تقييم تكلفة اتباع كل استراتيجية في إطار السيناريو الأساسي (baseline scenario) للمتغيرات الاقتصادية الكلية والسوقية الأساسية، وفي إطار سيناريوهات المخاطر المختلفة، ولسلامة اختيار

الاستراتيجية وما يرتبط بها من اتخاذ قرارات متعلقة بالاقتراض في المستقبل، من المهم أن تكون سيناريوهات المخاطر محددة كما ينبغي وأن تعكس فهما سليما للإطار الاقتصادي الكلي، فعلى سبيل المثال، سيكون من المهم الفهم السليم لكيفية التفاعل بين أسعار الفائدة و أسعار الصرف الاسمية وكيفية تأثير التضخم على النسب الرئيسية، مثل نسبة الفائدة إلى إجمالي الناتج المحلي أو نسبة الدين بالقيمة الحالية إلى إجمالي الناتج المحلي.[1]

وفيما يلي شكل تخطيطي يلخص مضمون الخطوة السادسة:

الشكل رقم (4-17): الخطوة السادسة/ تقييم وترتيب الاستراتيجيات البديلة على أساس المفاضلة بين التكلفة والخطر.



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

Imf And World Bank, Developing A Medium-Term Debt Management Strategy (Mtds)--Guidance Note For Country Authorities, 2009, Pp :16-18.

7/- الخطوة السابعة: مراجعة الآثار الناتجة عن تطبيق الاستراتيجيات البديلة على السياسات الاقتصادية الكلية وتطور السوق

يجب أن تتفق استراتيجيات (MTDS) المقترحة مع الإطار الاقتصادي الكلي ومستوى تطور السوق المالي المحلي،[2] أين ينبغي مراجعة الاستراتيجيات المقترحة و التكاليف والمخاطر المرتبطة مع السلطات المالية والنقدية، وتقييم آثارها على استدامة الدين العام،[3] وكذلك تحديد:

- الآثار المترتبة على الميزانية.

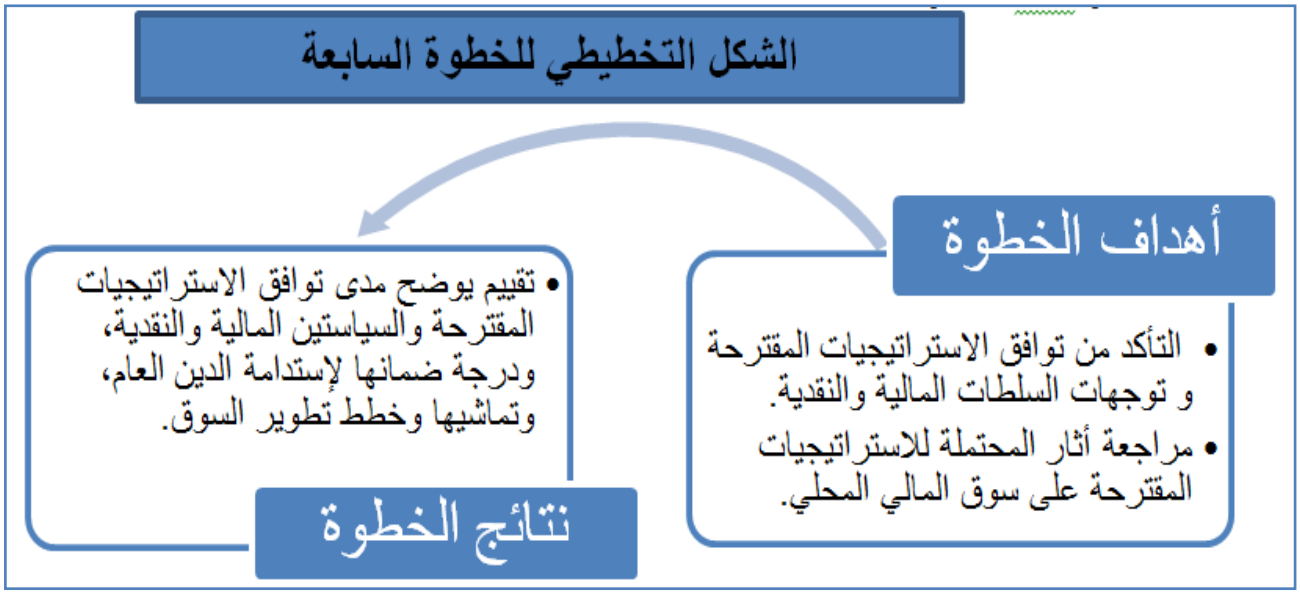
[1] International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit. P:150.
[2] World Bank Groub. Debt Management Performance Assessment (DeMPA) Methodology. Op.cit.P:20.
[3] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit.P:19.

- التأثير على قدرة البنك المركزي على إجراء عمليات السوق المفتوحة (السياسة النقدية).
- التأثير على ميزان المدفوعات أو سعر الصرف.
- التأثير على السوق المالي المحلي، ومراعاة هشاشة النظام المصرفي، وخطر المزاحمة للقطاع الخاص.[1]

بشكل عام، إذا كانت استراتيجية إدارة الدين لها انعكاسات كبيرة على الافتراضات الأساسية للاقتصاد الكلي، قد تكون هناك حاجة إلى نهج تفاعلي حيث تحلل الديون واستراتيجيات الاقتصاد الكلي معا، من أجل الوصول الى تقييم واضح للاستراتيجيات المقترحة بما يتفق مع السياسات المالية والنقدية، ويحافظ على استدامة الدين العام، ويتماشى مع خطط تطوير السوق.[2]

وفيما يلي شكل تخطيطي يلخص مضمون الخطوة السابعة:

الشكل رقم (4-18):الخطوة السابعة/ مراجعة الآثار الناتجة عن تطبيق الاستراتيجيات البديلة على السياسات الاقتصادية الكلية وتطور السوق



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)--Guidance Note for Country Authorities, 2009, PP :18-19.

[1] Mike Williams. Op.cit.P:16.
[2] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit. P:19.

الخطوة الثامنة: رفع استراتيجية الدين متوسطة الأجل الى السلطات والحصول على موافقتها على اعتماد الاستراتيجية

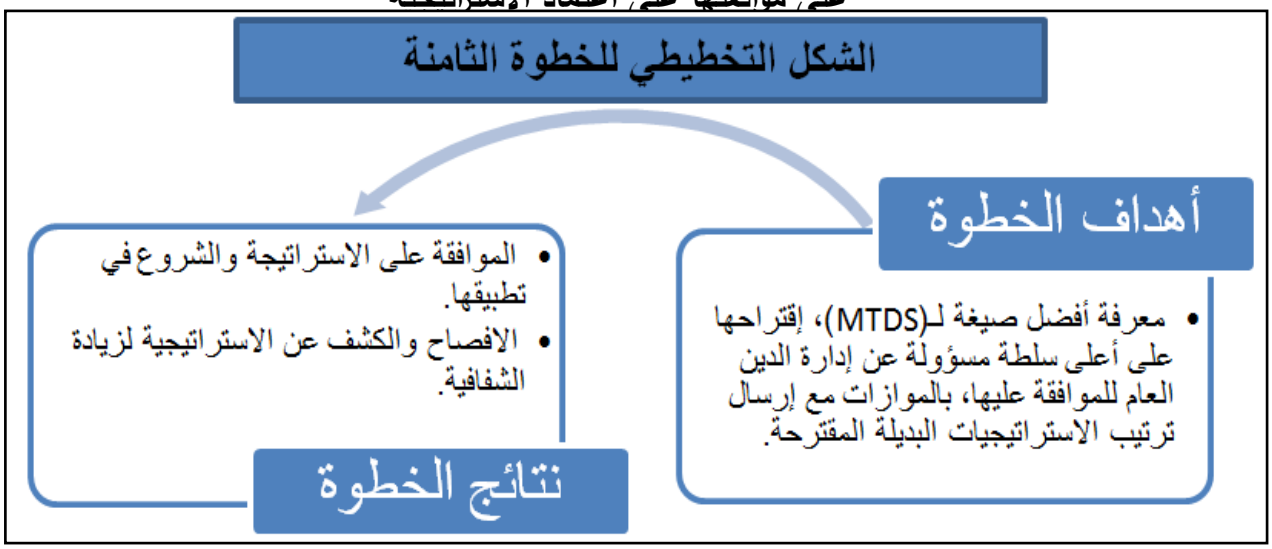
في الخطوة الثامنة وبناءا على الخطوات من 1 إلى 7 يتم التعرف على أفضل استراتيجية (MTDS)، بالموازاة مع ترتيب استراتيجيات المرشحة البديلة، وإرسالها كاقتراح الى أعلى سلطة مسؤولة عن إدارة الدين العام للموافقة عليها.[1]

وبمجرد الموافقة عليها، تتصف استراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل (MTDS) بالطابع الرسمي ويتم تفويض مديري الدين بتنفيذها، مع مراعاة أهمية المراجعة الدورية لاستراتيجية (MTDS) سنويا.[2]

حيث وجود استراتيجية متوسطة الأمد لإدارة الدين العام يساهم في تجنب اعتماد أساليب تمويل آنية غير مدروسة المخاطر، كما أن الافصاح عنها يؤمن قدرًا من الشفافية والقدرة على التنبؤ،[3] ويزيد من اليقين عند المستثمرين في الديون الحكومية.

وفيما يلي شكل تخطيطي يلخص مضمون الخطوة الثامنة:

الشكل رقم (4-19):الخطوة الثامنة/ رفع استراتيجية الدين متوسطة الأجل الى السلطات والحصول على موافقتها على اعتماد الإستراتيجية



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)--Guidance Note for Country Authorities, 2009, P:20.

[1] IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS), Op.cit.P:20.
[2] Mike Williams. Op.cit. P:17.
[3] Ministry of Finance. DEBT MANAGEMENT STRATEGY 2014-2016.REPUBLIC OF LEBANON. May 20, 2014.P:2.

وفيما يلي شكل تخطيطي يلخص مضمون خطوات المقاربة المرحلية لبناء استراتيجية متوسطة الأجل (MTDS):

الشكل رقم (4-20):مضمون خطوات المقاربة المرحلية لبناء استراتيجية متوسطة الأجل (MTDS)

المصدر: من إعداد الباحث من خلال ما سبق.

الملاحظ من خلال الشكل :

- أن استراتيجيات المقترحة تتحدد في الخطوة 7، فإذا كانت غير متوافقة مع سياسات الاقتصاد الكلي أو بنية السوق، يمكن للبلد في هذه الحالة، العودة إلى الخطوة 4 ومراجعتها، (قد يلزم إجراء إصلاحات هيكلية إضافية في المستقبل)، بعد ذلك تكرار الخطوات 5-7 حتى يتم تحديد الاستراتيجيات البديلة التي تتوافق مع النظرة الكلية المتوسطة المدى، و تتماشى مع الإصلاحات التي يمكن أن توضع في هذه الحالة. كما هو موضح أعلاه.
- نلاحظ أيضا أن خطوات 1-6 هي "خطوات الإدخال " التي يمكنك تضمين خلالها أدوات لإجراء تحليلات كمية للبدائل الإستراتيجية المختلفة استنادا إلى تكاليف ومخاطر.

المبحث الثالث: نحو إستراتيجية بديلة تحقق الاستدامة المالية وتوافق مبادئ الشريعة الاسلامية.

في ظل تجاهل السلطات المالية في الجزائر الاعتماد على أساليب التمويل الإسلامية التي تطرحها الهندسة المالية الإسلامية مثل إصدار الصكوك السيادية في إطار تمويل مشاريعها الاستثمارية ومخططاتها التنموية وتغطية نفقاتها العمومية، والتي تشكل حل أكثر كفاءة لإشكالية تحقيق الاستدامة المالية، وذلك بالنظر لعدة تجارب عالمية ناجحة في هذا المجال، نقترح من خلال هذا المبحث إستراتيجية بديلة توفر آلية لتلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة بعيدا عن أعباء الدين و مخاطر أسعار الفائدة، وتتوافق ومبادئ الشريعة الإسلامية وتحقق الاستدامة المالية من منظور الفكر الاقتصادي والمالي الإسلامي.

I: المنظور الإسلامي لتحقيق الاستدامة المالية:

إن أهم ما يميز الفكر الاقتصادي الإسلامي هو غياب الفائدة من معاملاته المختلفة، وهذا ما يؤدي إلى غياب خيار اللجوء إلى القروض المحملة بأعباء الفوائد، وبالتالي عدم تمكن الحكومة من تمويل عجز موازناتها بالا ستدانة خاصة من القطاع الخاص ، حيث حرمت الشريعة الإسلامية العمل بالفائدة على القروض والسندات، لكنها أحلت التمويل والاستثمار الحلال، القائم على المشاركة، وتفاعل رأس المال بالعمل والاقتصاد الحقيقي في إطار قاعدة الغنم بالغرم، حيث ساهمت الهندسة المالية الإسلامية في صناعة منتجات وبناء آليات وتقديم حلولا مبتكرة ونموذجية ملائمة للمشكلات الاقتصادية والمالية المعاصرة، والتي من بينها إشكالية تحقيق الاستدامة المالية، فالوضع المالي الحالي يؤكد بما لا يدع مجالا للشك أن وجود الديون العامة أصبح واقعا، وأن غالبية الدول الإسلامية في الوقت الحالي، تعاني من مشكلة عجز الموازنة العامة، وتفاقم مستويات الدين، وما يترتب على ذلك من نتائج سلبية على جميع المجالات المالية، الاقتصادية والاجتماعية.

لذلك استوجب على الباحثين في الدول الإسلامية أن يقوموا بالتفكير في حلول إبداعية والاعتماد على قواعد جديدة لعمليات الابتكار المالي وإيجاد آليات بديلة للصناعة المالية التقليدية، تحفظ التوازنات المالية للاقتصاد، وتحقق الاستدامة المالية،

وتبتعد في تعاملاتها عن المديونيات الربوية والمجازفات الخطيرة، المتواجدة في طيات المنتجات المالية التقليدية.

أين برزت في المقابل بدائل الصناعة المالية الإسلامية، في شكل منتجات مالية ومصرفية إسلامية، تحقق درجات عالية من الكفاءة التخصيصية و الاستخدامية للموارد، وتقوم على مبادئ نظام المشاركة الذي تنتفي في إطاره التكاليف المسبقة للتمويل، وما يرتبط بها من مشروطية مجحفة وضمانات مرهقة، ويتطور في ظله التصكيك القائم على الأصول الحقيقية، البديل للتوريق التقليدي للديون.

إذن فالاستدامة المالية من منظور إسلامي تتجسد في استبدال وسائل الدين التقليدية، المبنية على الفائدة والمولدة للأزمات، بتطبيق ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية، في شكل صيغ ومنتجات وصيغ مالية إسلامية، وذلك لما تتميز به من كفاءة في تحقيق الاستدامة المالية من خلال قدرتها على تلبية الاحتياجات التمويلية الحالية للحكومة دون نقل أعبائها إلى الأجيال القادمة ودون تحميل دافعي الضرائب أعباء أكثر قد تعرقل مسار النمو الاقتصادي.[1]

إضافة إلى ذلك، تجسيد مبدأ الإنصاف بين الأجيال يتجلى في الشريعة الإسلامية من خلال مقصد المسؤولية التضامنية للأجيال بعد حد الكفاية، ففي عهد الفتوحات الإسلامية زادت إيرادات بيت المال مع فتح العراق، ولذلك أقر الخليفة الثاني عمر بن الخطاب بعد استشارة المهاجرين والأنصار: ضرورة حماية الثغور ورعاية احتياجات الصغار والأرامل ومصلحة أجيال الأمة القادمة في تدبير المال العام وادخاره، وبهذه الإدارة للمال العام المتجسدة في ادخار الفائض لتكوين احتياطيات وقائية مما قد يحدث من أزمات في السنوات المقبلة، يتم ضمان استدامة المالية، وتحقيق المصلحة العامة للأجيال المتعاقبة.[2]

لذلك، فالاستراتيجية التي نقترحها تأخذ اتجاها معاكسا للاستراتيجيات المعتمدة على لجوء الدولة إلى الاقتراض والاستعانة بالدين العام لتمويل احتياجاتها التمويلية،

[1] فتحي خن،كفاءة المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستدامة المالية للديون السيادية، مرجع سابق، ص ص:8-9.

[2] فتحي خن، البعد الإسلامي لحوكمة إدارة المال العام بما يضمن الاستدامة المالية ويحقق المصلحة العامة للأجيال المتعاقبة، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 51، أغسطس 2016، ص:76.

حيث ترتكز الإستراتيجية المقترحة على ضرورة تعادل الميزانية العامة للدولة سنوياً، واللجوء إلى منتجات التمويل غير تقليدية المتوافقة مع أحكام الشريعة والمبنية على عائد المشاركة من أجل المساهمة في تمويل مختلف المشاريع العمومية خارج نطاق الميزانية، بحيث نتجنب الآثار السلبية للعجز المتراكم في الميزانية وما يترتب عنه من أعباء للدين العام وانعكاساته السلبية التي من الممكن أن تتعدى لعدة أجيال مقبلة، وتؤدي إلى وضع غير مستدام ماليا.

حيث تعتبر القروض والسندات المبنية على علاقة الدائنية في إصدارها والمرتبطة بالفائدة وسيلة مستعجلة للحصول على الإيرادات المالية، لذا فهي تعتبر ضريبة مؤجلة يتحمل أعباءها الأجيال القادمة بينما يستفيد من انفاقها الأجيال الحالية، لذا يجب تجنب إصدارها لصالح أدوات التمويل غير تقليدية مبنية على مبدأ المشاركة والتي لا تحمل الأجيال القادمة أعباء مالية إضافية مرتبطة بالفائدة.

II: كفاءة المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستدامة المالية:

يعد انتشار المنتجات المالية الإسلامية بدرجة جعلت منها بديلا للمنتجات المالية التقليدية، مؤشرا على كفاءة المنتجات المالية الإسلامية وتميزها بخصائص تجعلها تختلف عن نظيرتها التقليدية.

1/- المزايا التي توفرها المنتجات المالية الإسلامية: حيث توفر المنتجات المالية الإسلامية المزايا التالية:[1]

- ارتباط ربح الممول بالملكية، فالاستحقاق للأرباح يكون لسبب موضوعي وشرعي هو الملك، وهذا عكس المنتجات المالية التقليدية التي تقوم على الاستغلال؛
- ارتباط انسياب التمويل بين أطراف العملية الاستثمارية بانتقال ملكيات وتدفق تيار من السلع والخدمات، وهذا الأسلوب يقلِّل من الطرق الربوية التي تحول الاقتصاد إلى اقتصاد وهمي، بحيث كل عملية انتقال للملكية أو السلع أو الخدمات تتطلب انتقال وانسياب عشرات الدورات المالية والنقدية، فالمنتجات المالية الإسلامية لا تنشأ إلا مقابل نشاط حقيقي، من سلع ومنافع وخدمات، ولما

[1] صالح صالحي، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي: دراسة للمفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل للأركان والسياسات والمؤسسات، دار الفجر للنشر والتوزيع،2006، القاهرة. ص:408.

كانت الفائدة الربوية في جوهرها دين في الذمة دون مقابل حقيقي، فإن استبدالها بعقود تمويل تراعي أحكام الشريعة، يحقِّق هدفين هما:

- تحجيم المديونية ومنع نموها دون ضوابط؛
- توجيه التمويل لتوليد القيمة المضافة وتعزيز النمو الاقتصادي، وهذا ما يسمح بتحقيق عائد للتمويل من خلال القيمة المضافة التي أسهم في إيجادها.

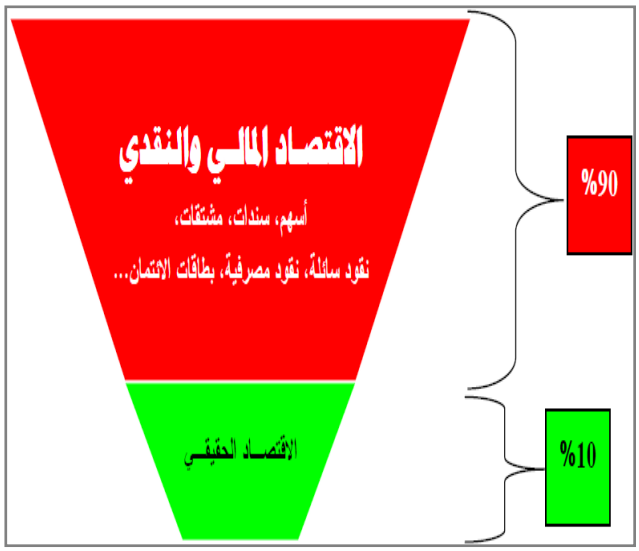
وهذا ما يبين الكفاءة المالية للمنتجات المالية الإسلامية في تحقيق استدامة مالية من خلال حركية اقتصادية حقيقية، تنتج عوائد من خلال المشاركة في الاقتصاد الحقيقي، بعكس الأدوات المالية التقليدية، التي لا ترتبط في معظم الأحيان بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، وهو ما يؤدي إلى تفاقم حجم الدين، وتضخم فوائده لتتجاوز القيمة المضافة التي ولَّدها أصل التمويل بأضعاف مضاعفة.

2/- درجة ارتباط المنتجات المالية الإسلامية بالاقتصاد الحقيقي: في الأصل أن الاقتصاد المالي نشأ لخدمة الاقتصاد الحقيقي، ولكن ما حدث هو الانفصال والانفصام بينهما حيث أضحى التعامل بالنقود والتمويل ذاته بيعا وشراءً من خلال المداينات والائتمان أكبر بأضعاف بالمقارنة مع الاقتصاد الحقيقي، مما يؤدي إلى خلل في التوازن بينهما، [1] حيث تشير إحصائيات إلى أن إجمالي حجم الاقتصاد الحقيقي بلغ على المستوى العالم حوالي 50.000 مليار دولار، في حين بلغ إجمالي حجم الاقتصاد المالي والنقدي حوالي 500,000 مليار دولار.

هذا الخلل بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، يمكن تجسيده في هرم التوازن الاقتصادي، لصالح التفاقم المتوالي للاقتصاد المالي، فيصبح الهرم مقلوبًا في غير صالح النمو الاقتصادي الحقيقي، كما هو موضح في الشكل التالي:

[1] هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الاسلامية في معالجة الازمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، 2ديسمبر 2010، الأردن، ص:14.

الشكل رقم (4-21) : الهرم المقلوب للاقتصاد في ظل الأدوات المالية التقليدية



المصدر: صالحي صالح، عبد الحليم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 20و21 أكتوبر 2009، سطيف. ص:09.

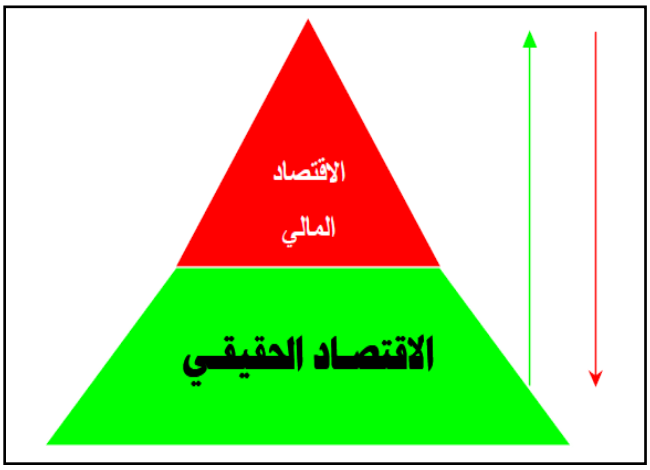
يؤكد هذا التحليل، أن النتيجة الطبيعية لآلية الفوائد المسبقة، هي أن ينمو الاقتصاد المالي بمتتالية هندسية بينما ينمو الاقتصاد الحقيقي بمتتالية حسابية، وهو ما يؤدي إلى حدوث تقلبات اقتصادية دورية وأزمات متتالية على المستوى الكلي تهدد الاستدامة المالية للدولة،مثل أزمة عدم السداد للديون السيادية.

في المقابل فإن المنتجات المالية الإسلامية مضبوطة دائما بمعدلات المشاركة المرتبطة بالاقتصاد الحقيقي، ولذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تكون محدودة، ولا يمكن أن تصبح أضعاف الثروة، وبذلك فإن صيغ المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام لهرم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي، والاقتصاد المالي والنقدي.[1]

كما هو موضح في الشكل التالي:

[1] صالح صالحي، عبد الحليم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 20و21 أكتوبر 2009، جامعةسطيف1،ص:9.

الشكل رقم (4-22): هرم التوازن الاقتصادي في ظل تطبيق الابتكارات المالية الإسلامية



المصدر: صالحي صالح، عبد الحليم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية،20و21 أكتوبر 2009، سطيف. ص:09.

3/-درجة استقرار النظام المصرفي والمالي الإسلامي: باعتبار أن إنشاء البنوك الإسلامية هو أحد أبرز الابتكارات المالية، وذلك ما يجعله المنافس، والبديل الكفء للبنوك التقليدية، لما يتميز به من استقرار، وذلك للاعتبارات التالية:[1]

- مشاركة المودعين والمساهمين في المخاطرة تؤدي إلى تجنُّب الانهيار وقت الأزمات؛
- عدم تداول الديون في سوق ديون متكاملة يمنع من الاختلال والعدوى؛
- ارتباط التدفقات النقدية بالتدفقات السلعية يؤدي إلى زيادات متوازنة في الطلب والعرض؛
- منع عقود الربا والغرر وبيع البائع ما لا يملكه من أصول يؤدي إلى تحجيم المجازفات في الأسواق.

ففي الأزمة المالية العالمية 2008 وباستعراض سريع للبنوك التي انهارت في الولايات المتحدة الأمريكية نجد أن في مقدمتها (lehman brothers) البنك الاستثماري الذي أشتهر بحصانتهم من الاختلالات والهزات الاقتصادية، وقدرتهم على إدارة المخاطر وتقليلها وإيجاد منتجات ومشتقات

[1] صالح صالحي، عبد الحليم غربي، مرجع سابق، ص:17.

بديلة(Derivatives) في سبيل التحوط (Hedging)، إلا أنه لم ينجو من الانهيار كدليل فعلي على فشل النظام المالي والمصرفي التقليدي، كفكر وتطبيق في تحقيق الاستقرار والاستدامة.

في المقابل أثبتت البنوك الإسلامية، بأنها أكثر استقرارًا وأقل تأثُّرًا من البنوك التقليدية، وهذا ما يدعم الاقتصاد ويعزز استدامته المالية.

4/-درجة تنوع صيغ الاستثمار وأساليب التمويل الاسلامي: لقد قام المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، بتكليف فرق علمي متخصص، تمكن من استخراج 1357 منتجا ماليا من 14 مرجعا فقهيا أصيلا من المذاهب الأربعة،[1] حيث يؤدي تعدد صيغ الاستثمار وتنوع الأساليب التمويلية إلى تغطية الاحتياجات التمويلية لمختلف وحدات العجز، بما يتناسب مع طبيعتها وحجمها ومجال نشاطها، مما يجعل المجال واسعا للاختيار بين مختلف بدائل التمويل، مما يزيد من الملاءة المالية لوحدات العجز، ودرجة السيولة لديها، مما يمكنها من الوصول إلى وضعية مالية أكثر استدامة.

حيث يشير نايجل دينيسون (Nigel Denison)،مدير ورئيس إدارة الأصول، في بنك لندن والشرق الأوسط (BLME*) ، "أن إصدار الصكوك ليس بالضرورة هدفه تنمية حجم المعاملات ذات الطابع الإسلامي، ولكن من أجل الوصول إلى توفير مصادر تمويل بديلة وتنويع قاعدة المستثمرين فيها."[2]

وفيما يلي إيجاز لمختلف صيغ الاستثمار وأساليب التمويل المرتبطة بها في هذا الشكل التخطيطي:

---

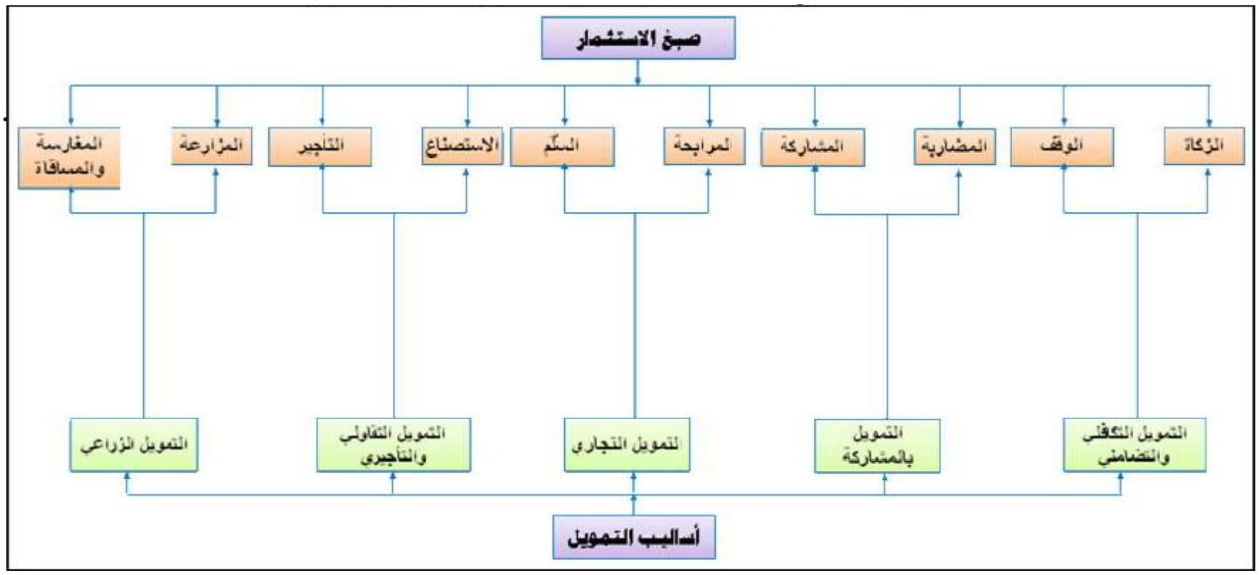
[1] المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مشروع المنتجات والأدوات المالية في الفقه الإسلامي: المرحلة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الأولى، 2008، ص:16.

*(BLME) :Bank of London and the Middle East.

[2]willsukukmake a comeback in 2012.in Link:(13:03. 2017/02/25:تاريخ الإطلاع)

http://www.ftseglobalmarkets.com/issues/issue-56-november-2011/will-sukuk-make-a-comeback-in-2012.html

الشكل (4-23): صيغ الاستثمار وأساليب التمويل الاسلامي



المصدر: صالحي صالح، عبد الحليم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 20و21 أكتوبر 2009، سطيف. ص:08.

من خلال الشكل اعلاه نلاحظ:

-درجة تنوع الكبيرة لصيغ الاستثمار وأساليب التمويل الإسلامي، والتي تتيح المجال الواسع لإختيارات الاستثمار في كل من : صكوك السَّلَم، و صكوك الاستصناع، صكوك المرابحة، و صكوك المشاركة، وصكوك الشركة، وصكوك المضاربة، وصكوك الوكالة بالاستثمار، وصكوك المزارعة، وصكوك المساقاة، وصكوك المغارسة... وكل هذه الصكوك التي أقرها مجمع الفقه الإسلامي الدولي، التي تمثل إبداعات جديداً من ضمن ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية؛ وبديلا فعالا للسندات السيادية وأذونات الخزينة المرتبطة بمعدلات الفائدة في توفير السيولة لمشروعات الدول النامية وحتى المتقدمة.

حيث يمكن للدولة الاعتماد على الضرائب لسد النفقات الاستهلاكية للدولة والإعانات الاجتماعية ونفقات الدفاع والإدارة العامة، أما المشاريع ذات العائد الاقتصادي التي يمكن فرض رسوم على استخدامها فيجب أن يتم تمويل إنتاجها بواسطة وسائل التمويل الإسلامية كالمضاربة والمشاركة والمرابحة الإجارة ، أو بأساليب أخرى مستحدثة المبينة أعلاه التي لا تتنافى مع الشريعة الإسلامية، حيث يمكن استخدام أسلوب المرابحات والبيوع الآجلة في تأمين نقص الاحتياجات السلعية والخدمية

والإدارة العامة والدعم السلعي لأغراض اجتماعية واقتصادية، واستخدام أسلوب المشاركة لبناء البنية التحتية الاقتصادية.

إضافة إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تطرح أسلوب تمويلي حديث، ومبتكر متمثل في إصدار الصكوك السيادية (sovereign sukuk)، ما يشكل حل أكثر كفاءة لإشكالية تحقيق الاستدامة المالية، و توفر آلية لتلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة بعيدا عن أعباء الدين و مخاطر أسعار الفائدة.

III: واقع مساهمة الصكوك السيادية كأحد الخيارات الإستراتيجية تحقيق الاستدامة المالية

استطاع الفقهاء الماليون عن طريق الهندسة المالية الإسلامية تطوير مجموعة من المنتجات المالية الإسلامية تراعي اعتبارات إدارة السيولة والموجودات دون أن تتضمن علاقة دائنية ومديونية، ونجد من أبرز ما تحقق هو الصكوك السيادية (sovereign sukuk) كبدائل عملية بديلا للسندات السيادية القائمة على الفائدة.

فحسب قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي فإن التوريق التقليدي المتمثل في تحويل الديون إلى أوراق مالية (سندات) متساوية القيمة قابلة للتداول يمثل سندات دين بفائدة لحاملها في ذمة مصدرها غير جائز، ولا يجوز إصدار هذه السندات ولا تداولها شرعا، أما التوريق الإسلامي أو التصكيك فهو "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات أعيان، أو منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون القائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه" [1]

فالصكوك هي المعادل الإسلامي للسندات والبديل الاستراتيجي لها، وهي تشبه السندات المضمونة بأصول وتختلف عن السندات التقليدية من عدة أوجه، فبينما تمثل السندات التقليدية تعهدا بسداد الدين بسعر فائدة محدد، تتهيكل الصكوك على نحو يضمن وجود أصل أساسي، وعدم ضمان استرداد المبلغ الأصلي، وربط عائد المستثمر بأداء الأصول الأساسية.[2]

---

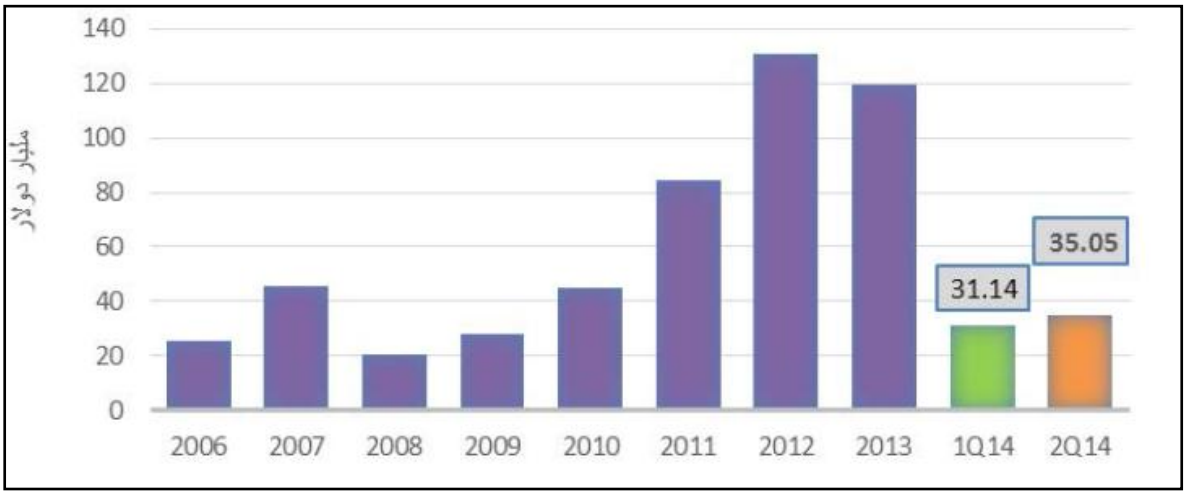
[1] حمزة بن حسين الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية –عرض وتقويم– جامعة الملك عبد العزيز، 24و25 ماي 2010، جدة، ص:2.

[2] صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الدولي والتمويل الإسلامي، متوفر على الرابط التالي:(تاريخ الإطلاع:2017.13:24/01/23)
http://www.imf.org/external/arabic/themes/islamicfinance/index.htm

وعليه فان الصكوك تمثل: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أو نشاط استثماري،وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وفق باب الاكتتاب، وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله.[1]

أما عن إصدارات الصكوك، ففي تقرير صادر في سنة 2014، عن مؤسسة "بيتك للأبحاث" المحدودة التابعة لمجموعة بيت التمويل الكويتي "بيتك" عن سوق الصكوك في شهر جوان، أنه على الرغم من مختلف التحديات أمام الاقتصاديات الكلية، والظروف المالية التي فرضتها الأزمة المالية العالمية، فقد تفوقت سوق الصكوك الأولية العالمية خلال النصف الأول من عام 2014 على حجم الصكوك المصدرة خلال نفس الفترة من العام السابق، بحجم إصدار بلغ 11.6 مليار دولار وهو ما يمثل ارتفاع بنسبة 32.5% عن الشهر السابق، وقد مكن ارتفاع حجم الإصدارات للنصف الأول من 2014 من الوصول إلى 66.2 مليار دولار، بزيادة قدرها 8.2% في القيمة مقارنة بإصدارات بمبلغ 61.2 مليار دولار خلال نفس الفترة من العام السابق.[2]

الشكل رقم (4-24): وتيرة إصدار الصكوك للفترة(2006- النصف الأول 2014)



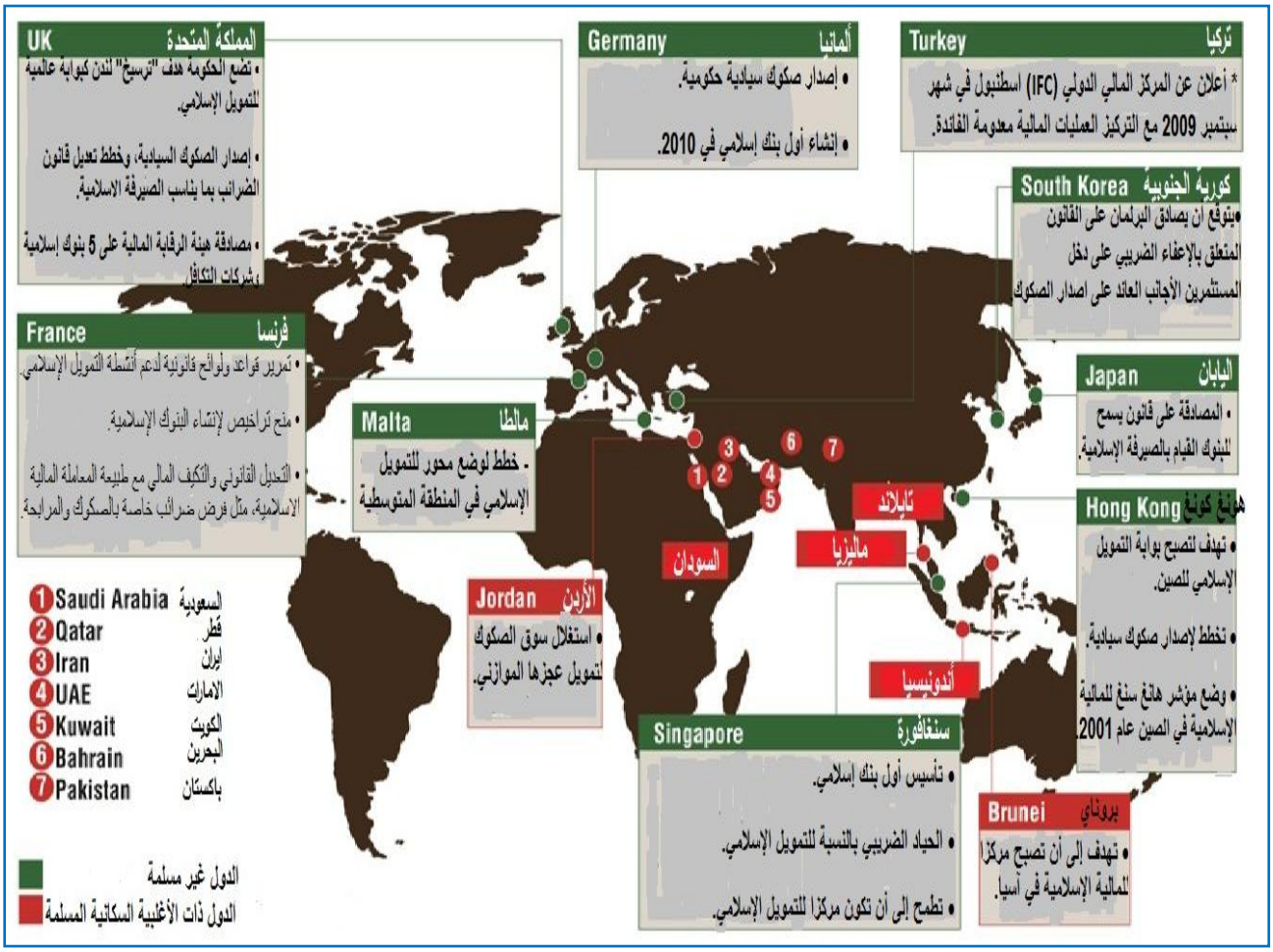
المصدر: بيتك للتمويل الكويتي للأبحاث المحدودة، تقرير عن الصكوك العالمية للنصف الأول من 2014، 24يوليو 2014 .

1المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم17، 2009، البحرين، ص:288.

[2]بيتك للتمويل الكويتي للأبحاث المحدودة، تقرير عن الصكوك العالمية للنصف الأول من 2014، 24 يوليو 2014.

بناءً على إحصائيات أداء النصف الأول من سنة 2014، المبينة أعلاه، تبقى توقعات سوق الصكوك العالمية إيجابية ومن المتوقع أن يتجاوز حجم إصدارات سنة 2014، الحجم المسجل في سنة 2013 والبالغ 119.7 مليار دولار، ولا تزال آفاق سوق الصكوك مستمرة في توسعها حيث يتوقع دخول المزيد من البلدان إلى سوق الصكوك وكذلك زيادة عدد قطاعات الأعمال المصدرة للصكوك، أين دخل ما لا يقل عن 29 بلدا إلى سوق الصكوك حاليا، والشكل التالي يمثل عينة للدول التي شرعت في ارساء قواعد وأسس للاعتماد على منتجات الهندسة المالية الاسلامية ضمن منظومتها المالية.

الشكل رقم (4-25): خريطة الدول التي تعتمد على المنتجات المالية الاسلامية والصكوك السيادية.



المرجع:

willsukukmake a comeback in 2012.in Link:(13:03. 2017/02/25:تاريخالإطلاع)

http://www.ftseglobalmarkets.com/issues/issue-56-november-2011/will-sukuk-make-a-comeback-in-2012.html

- **من خلال الشكل أعلاه:** نستعرض بعض أمثلة للتجارب الناجحة في إصدار مختلف المنتجات المالية الإسلامية:[1]

- تعتبر باكستان من أوائل الدول التي تعاملت في السوق المالية الإسلامية حيث أصدرت الحكومة صكوكا سيادية بمبلغ 600 مليون دولار سنة 2006، ونظرا للإقبال الكبير عليها وصل الاكتتاب فيها إلى مبلغ 2,1 مليار دولار.

- في تركيا قامت الدولة بإصدار صكوك مشاركة بمبلغ 200 مليون دولار سنة 1984 لتمويل بناء جسر معلق على مضيق البوسفور كما أصدرت سندات تتوافق مع الشريعة سنة 2003 بقيمة 500 مليون دولار.

- في قطر بجانب الإصدار الذي يديره البنك الإسلامي للتنمية لصالح الحكومة القطرية، أصدرت أيضا الحكومة القطرية صكوكا سيادية بقيمة 700 مليون دولار، سنة 2015.

- تعتبر ماليزيا من أكبر الدول نشاطا و تعاملا في السوق المالية الإسلامية، إضافة إلى البحرين التي أصدرت فيها الحكومة صكوكا سيادية سنة 2001 بمبلغ 750 مليون دولار.

أما بالنسبة للدول خارج منظمة التعاون الإسلامي فمن الناحية التاريخية، تعتبر المملكة المتحدة البريطانية رسميا، أول دولة من خارج منظمة التعاون الإسلامي تقوم بإصدار صكوك سيادية وسبقت في ذلك كل من ألمانيا، لوكسمبورج وهونج كونج، أين أعلن رئيس الوزراء البريطاني السابق ديفيد كاميرون في المنتدى الاقتصادي الإسلامي العالمي لعام 2013، أنه يريد أن يرى لندن وقد أصبحت ''واحدة من أكبر مراكز التمويل الإسلامي في العالم أجمع.''[2] حيث أعلنت بعدها الحكومة البريطانية في أكتوبر 2013 أنها أصدرت نحو 200 مليون جنيه إسترليني (339.5 مليون دولار) من الصكوك السيادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية كجزء من إستراتيجية لإدارة الديون للحكومة البريطانية تهدف للتخفيض المباشرة للمستحقات النقدية الصافية للحكومة المركزية للفترة (2014-2015) لـ: 200 مليون جنيه إسترليني،[3] وحظي البرنامج بطلب قوي للغاية بقيمة إجمالية تقدر بـ 2.3 مليار جنيه إسترليني أو ما يعادل تغطية قدرها 12 مرة للاكتتاب،في حين جذب مجموعة متنوعة من المستثمرين منها صناديق ثروة سيادية ومصارف مركزية ومؤسسات مالية محلية

[1] محمد بوحديدة، النظام المالي الإسلامي. التحديات، التجارب والآفاق، دار كليك للنشر، 2011، الجزائر، ص:365-366.
[2] ANANTHAK RIHANAN. Islamik Finance and development. Septemper 2015.P :50.
[3] H.M. Treasury, Op .cit.P:9.

ودولية، وكانت التوزع الجغرافي النهائي لهذا البرنامج على النحو التالي: المملكة المتحدة (39%) والشرق الأوسط (37%)؛ وآسيا (24%).

لكن من حيث الهيئات والجهات العمومية، تعتبر ولاية سكسونيا بالمانيا هي أول من أصدر صكوكا إسلامية تتمثل في صكوك الإجارة سنة:2004، بمبلغ 100 مليون يورو مدتها خمس (05) سنوات.[1]

هذه مجرد أمثلة توضح مدى الإنتشار الجغرافي والتنوع في إصدارات الصكوك عبر مختلف دول العالم، وذلك في ظل غياب الجزائر التي أخرت مجموعة من العراقيل دخولها مجال إصدار وتداول الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، رغم تصريحات وزير المالية الأسبق حاجي بابا عمي بتفعيل مشروع إطلاق قروض سندية "صكوك متوافقة مع الشريعة" ويكون هذا القرض مرتبط بنسبة النمو الاقتصادي.

عراقيل وصعوبات تفعيل إصدار وتداول الصكوك السيادية في الجزائر، وكيفية تجاوزها.

يمكن إبراز أهم الأسباب التي تؤخر إصدار وتداول الصكوك السيادية في الجزائر في النقاط التالية:

- **تأخر الإطار التشريعي والقانوني في دمج المنظومة المالية الإسلامية ضمن النظام المالي المصرفي الجزائري:** حيث لا يوجد قانون ينظم عمل الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر، وذلك ما يعيق تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية بالنظر للأهمية البالغة للإطار التشريعي، وذلك نظرا للعوامل التالية:[2]

- تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مستحدثة، ولذلك فهي تحتاج الى صياغة إطار تشريعي ينظم عملية التعامل بها، ويوحد أسس تداولها حتى لا تتعدد وتختلف وجهات النظر، ويكون الإطار التشريعي هو الذي يضمن توحيد نظم التعامل في الواقع القانوني والعملي.
- جذب الصكوك الاسلامية الفوائض المالية لجمهور الشركات والمؤسسات وأفراد المجتمع، مما يتطلب توفي حماية لهذا الوعاء المالي العام تتناسب مع طبيعته وعموم التعامل به بين أفراد والمؤسسات.
- تنوع الصكوك الاسلامية بحسب العقود ومجالات التوظيف والجهات المصدرة، يوجب كذلك وضع إطار قانوني أساسي لتنظيم المعاملات بالصكوك يحدد فيه الأحكام والشروط العام لهذه الصكوك، والإجراءات الواجب إتباعها لإصدار هذه الصكوك وكيفية تداولها وحقوق والتزامات الجهات المصدرة والمستثمرين.

---

1 محمد بوحديدة، مرجع سابق، ص:367.

2 كتاف شافية، أهمية الصكوك الاسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، 2014، جامعة سطيف1، ص: 85.

- **تأخر الجانب التنظيمي والمؤسسي الخاص في الجزائر عن مواكبة تطور الصناعة المالية الاسلامية:** فالملاحظ بأن الجزائر ليس لها بنوك اسلامية وطنية، وإن ما أنشئ كان بجهد خارجي لا يرافقه جهد فعال من الدولة، إضافة الى عدم استغلال الإمكانيات التمويلية للصكوك وصناديق الاستثمار الاسلامية في العمليات التمويلية الكبيرة المتعلقة بإنجاز البنية التحتية والقاعدة الهيكلية، وكان الاعتماد كليا على العائدات الريعية من المصادر الطاقوية غير متجددة.
- **تأخر مستوى التكوين والتأهيل والبحث العلمي في الصناعة المالية الاسلامية:** من الملاحظ أن الجزائر لا زالت بعيدة عن مستوى مثيلاتها في آسيا واوروبا التي أدخلت برامج المالية الاسلامية والفكر الاقتصادي الاسلامي في مختلف أطوار التعليم العالي، وأنشأت مراكز أبحاث متخصصة لمتابعة تطورات هذه الصناعة ورصد الفرص الاستثمارية التي تتيحها لبلدانها، كما أنشأت الكثير من مكاتب الاستشارات والخبرة.[1]

من خلال ما سبق نلاحظ أن النظرة غير الاستراتيجية للسلطات المالية في الجزائر جعلت الجزائر تفقد الكثير من الوقت لتكون مركزا عالميا للصناعة المالية الاسلامية وذلك نتيجة التأخر في اتخاذ إجراءات توطين المنظومة المؤسسية للصناعة الاسلامية لتحويل الجزائر عبر خطة استراتيجية الى منطقة لاستقطاب الموارد المالية الاسلامية، وتحقيق فوائض مالية بعيدا عن اللجوء للاستدانة المحملة للأعباء المالية الإضافية، وكانت سوق الصكوك –من الناحية التاريخية– إلى حد كبير تقتصر على الإصدارات السيادية والكيانات المرتبطة بالحكومة (GREs*)، إلى أن ظهرت إصدارات الصكوك من قبل البنوك والمؤسسات المالية الأخرى[2]، كما هو موضح في الشكل أدناه:

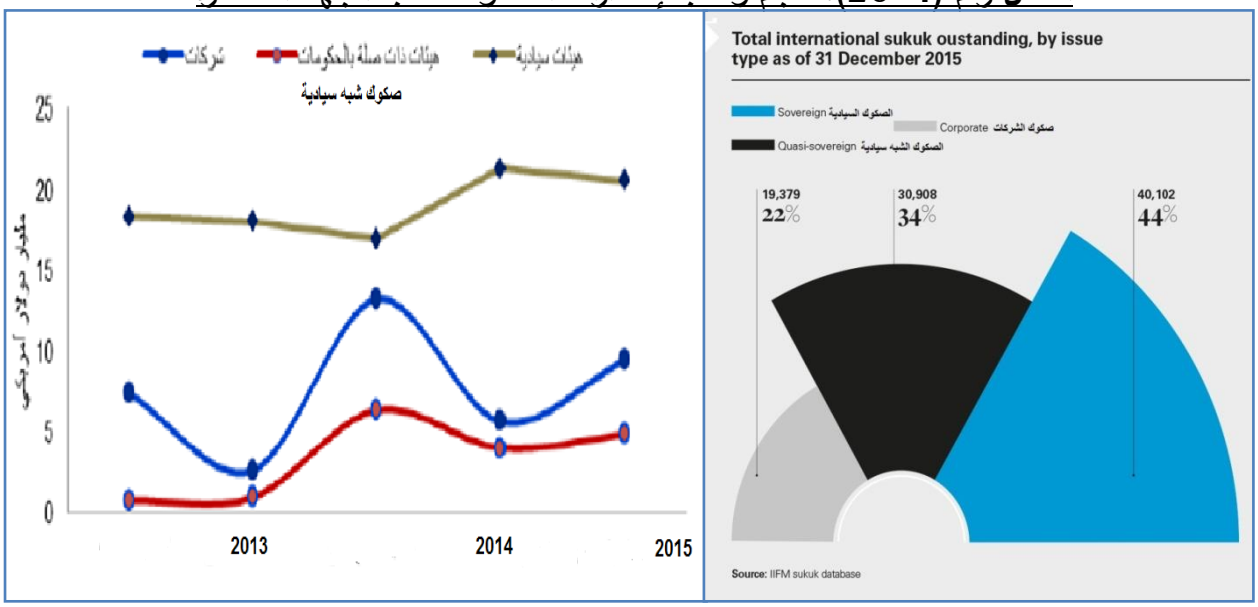
[1] صالحي صالح، مشروع إقامة أكبر منطقة لتوطين الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بحجم 150 مليار دولار في آفاق 2024، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، 2014، جامعة سطيف1، ص ص: 5-6.

*GREs: governmentrelatedentities.

[2] willsukukmake a comeback in 2012.01 November 2011.in Link :

http://www.ftseglobalmarkets.com/issues/issue-56-november-2011/will-sukuk-make-a-comeback-in-2012.html

الشكل رقم (4-26): حجم ونسب إصدارات الصكوك حسب الجهة المصدرة



المصدر: -ILFM Sukuk database

- بيتك للتمويل الكويتي للأبحاث المحدودة، تقرير عن الصكوك العالمية للنصف الأول من 2014، 24 يوليو 2014.

من خلال الشكل نلاحظ انه:

رغم وجود العديد من إصدارات الصكوك من طرف مختلف الشركات ، ومختلف الهيئات ذات الصلة بالحكومة والتي توصف بالإصدارات شبه سيادية، الا انه تبقى الإصدارات السيادية تشكل الحجم الأكبر نظرا للإحتياجات التمويلية الحكومية الكبيرة لمختلف الدول التي لجأت في تغطية هذه الإحتياجات خاصة الاستثمارية منها الى إصدار السندات السيادية، حيث يتوقع دخول المزيد من البلدان في أعقاب الإصدار الناجح للصكوك السيادية من قبل المملكة المتحدة مستفيدة من هذه التجربة، وهناك عدد من الجهود الرامية إلى تمكين الصكوك في أن تكون أدوات حيوية لتلبية احتياجات السيولة العالمية، ويشمل ذلك على سبيل المثال دعم احتياجات تطوير البنية التحتية في أفريقيا، وهو ما يمثل مؤشر حول كفاءة الصكوك السيادية في تحقيق الاستدامة المالية، فالصكوك السيادية تساهم في تحقيق الاستدامة المالية من خلال:

1/- مساهمة الصكوك السيادية في حل مشكلة تفاقم الدين العام:

يتجسد عادة الدين العام، في ديون سيادية أو ديون حكومية في صورة قروض وسندات ربوية، لكن بإمكان الدولة، استبدال تلك السندات إلى صكوك ملكية خدمات

عامة تقدمها الدولة كخدمات التعليم، الصحة، النقل، حيث يتم مبادلة القروض الربوية للمواطنين على الدولة بما يقابل قيمتها من صكوك خدمات تقدمها الدولة مستقبلا.

كما يمكن مبادلة هذه الديون بصكوك استصناع سلع تنتجها الدولة، وبموجب تلك الصكوك يحصل حملتها على سلع بقيمة ما قدموه من قروض سابقا ،[1]حيث تشكل صكوك الاستصناع، بديلا عن التمويل الربوي، من خلال القروض الخارجية، وما يترتب عليها من زيادة عبء خدمة الدين، وربما حدوث عجز عند سداده ومن ثم عدم استدامة المالية العامة.

2/- مساهمة الصكوك السيادية في تغطية الاحتياجات التمويلية للميزانية العامة:

يمكن تمويل العجز في الموازنة العامة عن طريق إصدار صكوك سيادية تفتح الباب للمشاركة الشعبية من قبل الأفراد، لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، الناتجة عن البرنامج المالي المتوقع تنفيذه من قبل الحكومة، والذي يحتاج إلى أموال ضخمة لتنفيذ برامجها الاقتصادية، وسد العجز القائم في موازنتها.[2]

كما يمكن أن تمول الدولة نفقاتها العادية والمتكررة من حصيلة إيراداتها العادية والضريبية، أما نفقات الدولة التنموية في بناء البنية الأساسية أو المشاريع الصحية والاجتماعية والتي يمكن تسعير خدماتها فيجب أن ينجزها القطاع العام بمشاركة القطاع الخاص بأسلوب المشاركة.[3]

3/- مساهمة الصكوك السيادية في تجميع وحشد الموارد المالية:

تتميز الصكوك السيادية بقدرتها على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات وذلك لتنوع آجالها ما بين قصير، متوسط وطويل الأجل، وتنوع فئاتها من حيث قيمتها المالية،وتنوع أغراضها، وكذا تنوعها من حيث طريقة الحصول على العائد، ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوية.

إضافة إلى تلك المميزات تتمتع الصكوك السيادية بعدم تعرضها لمخاطر سعر الفائدة، لأنها لا تتعامل به أصلا، كما أن الصكوك الإسلامية لا تتعرض لمخاطر

---

[1] معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، 03 و04 ديسمبر 2012، جامعة قالمة، ص:255.

[2] زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي، للمؤتمر الدولي حول الصيرفة والمالية الإسلامية، الجامعة العالمية الإسلامية، 15و16جوان 2010،ماليزيا، ص:1.

[3] عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص:14.

التضخم، بل تتأثر بالتضخم إيجابيا، لأن هذه الصكوك تمثل أصولا حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع عائدات الصكوك الممثلة لتلك الأصول.

حيث يمكن أن تساهم الاسترتيجية القائمة على اصدارات الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، على التشجيع على الادخار المنتظم لشريحة واسعة من المجتمع الجزائري الذي ينحاز للحلول الادخارية والاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

وتعتبر صكوك الإجارة الأداة المالية الإسلامية الأكثر كفاءة في تعبئة الموارد المالية الضخمة التي تحتاجها مشاريع البنى التحتية نظرا لجاذبيتها لدى أصحاب رؤوس الأموال من أفراد ومؤسسات لما تتميز به من مرونة في تحديد العائد (حيث يمكن ربط الأجرة بمؤشر معين يتم على أساسه احتساب الأجرة وتعديلها كل فترة إجارية) ،وقابلية هذه الصكوك للتداول كما تتميز بتدني مخاطرها، وإمكانية السيطرة على هذه المخاطر، مما يمكن الدول من استقطاب رؤوس الأموال المحلية، والعالمية، واستخدامها في التنمية المستدامة.

4/- مساهمة الصكوك السيادية في تمويل المشاريع العمومية:

الصكوك السيادية أداة يمكن استغلالها لتمويل مشاريع البنى التحتية، والمشاريع الضخمة التي تتطلب إقامتها رؤوس أموال كبيرة، وهي بذلك تحقق فوائد لكل من المصدر والمستثمر.

بالمقابل فإن اللجوء في تمويل المشاريع العمومية إلى الاستدانة، وما ينتج عنها من مدفوعات الدين المرتفعة، قد يؤدي إلى انخفاض الاستثمارات العامة، وهو ما يمكن أن يؤدي بدوره إلى تراجع الاستثمار الخاص.

حيث تخلص دراسة (Clements, Bhattacharya, and Nguyen2003) إلى أن زيادة خدمة الدين في البلدان منخفضة الدخل بواقع نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي تؤدي إلى تراجع الاستثمار بنحو 0.2 نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي.[1]

إذن يمكن أن نعتبر الصكوك السيادية الوسيلة أكثر ملائمة لتمويل البنية التحتية، وذلك من خلال الشراكات بين القطاعين العام والخاص حيث يقوم المستثمرون

[1] صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، الآمال والواقع والمخاطر، أفريل 2014، ص:36.

بتمويل الأصول ثم يمتلكونها، مما يؤدي إلى عملية توريق حقيقية تنتهي فيما بعد بتحويل هذه الأصول إلى الحكومة عند حلول الأجل المقرر.[1]

5/- مساهمة الصكوك السيادية في التوزيع العادل للثروة:

فصكوك الاستثمار الإسلامي تعد وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر، إذ تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، وبهذا تنتشر الثروة على نطاق أوسع بين مختلف أفراد المجتمع، وهذا ما يساهم في تحقيق العدالة الاجتماعية، وهذا ما يمثل أحد أهداف الاستدامة المالية.[2]

كرؤية مستقبلية لتطور المنتجات المالية الإسلامية بصفة عامة – وإصدار الصكوك السيادية بصفة خاصة، فقد ساهمت الأزمة المالية العالمية في تعزيز الثقة بقوة في النموذج المالي الإسلامي،وقدرته على تجاوز الأزمات وتحقيق الاستدامة المالية ، حيث أظهرت قدرتها على البقاء بعيدا عن أزمات الأسواق العالمية، مما يجعلنا نتوقع أن يكون هناك إقبال كبير خلال المرحلة المقبلة على إصدار الصكوك السيادية ليس فقط في السوق المحلية أو في البلدان الإسلامية، بل حتى في الدول الغربية، وخير دليل على هذا إصدارات الصكوك السيادية الأخيرة للملكة المتحدة البريطانية، وهذا مما يشجع و يحتم على ضرورة تطوير وابتكار منتجات مالية إسلامية جديدة حتى تتوافق مع متطلبات المرحلة ، حيث تعتبر المنتجات المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، بديلا أكثر كفاءة من الأدوات المالية التقليدية التي تعتمد في مبدئها على الفائدة الربوية المحرمة شرعا.

وتبين التجارب المختلفة لإصدارات الصكوك السيادية، كأحد المنتجات المالية الإسلامية، أنها أصبحت تتسم بكفاءة أكبر من استخدام أدوات الدين التقليدية، وأن استخدامها بالنسبة للدول ذات العجز المالي أفضل، وأكثر استدامة، حيث تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال، واستخداماتها من حيث التكلفة والوقت بما يساهم في تقليل مخاطر الوقوع في أزمة عدم القدرة على سداد الديون في الوقت المحدد.

---

[1] صندوق النقد الدولي، التمويل الإسلامي ودور صندوق النقد الدولي، متوفر على الرابط التالي:
http://www.imf.org/external/arabic/themes/islamicfinance/index.htm

[2] معطى الله خير الدين، مرجع سابق، ص:254.

خلاصة الفصل الرابع

ألقينا من خلال هذا الفصل الضوء على مختلف الآليات والميكانيزمات المقترحة لتحقيق الاستدامة المالية وإسقاط ذلك على الواقع في الجزائر، ثم تناولنا الإطار الواجب إتباعه لصياغة إستراتيجية إدارة دين عام متوسطة الأجل تحقق الاستدامة المالية في الجزائر وفق إطار (MTDS) المقترح من طرف صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ، وفي الأخير حاولنا اقتراح إستراتيجية تعتمد في جوهرها على استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية وفي مقدمتها الصكوك السيادية كبديل استراتيجي لأدوات الدين التقليدية التي تحمل في طياتها بذور الأزمة وعدم الاستدامة، بالمقارنة مع نظيرتها الإسلامية التي يضمن استخدامها بالطريقة الصحيحة الاستقرار المالي والملاءة، واستقرار معدلات النمو و عدم تحميل الأجيال القادمة أعباء مالية ناتجة عن القرارات المالية الحالية، وهي ما تضمن في المحصلة تحقيق الاستدامة المالية المنشودة.

كون الاستدامة المالية ترتكز أساسا على تلبية احتياجات التمويلية الحكومية بصورة مستمرة ومستدامة، على نحو يمكِّن الحكومة من المضي قدماً في الإنفاق على الخدمات العامة والإيفاء بالتزاماتها المالية بما يضمن الإنصاف بين الأجيال في تحمل الأعباء المالية والاستفادة من المزايا المالية، وكون إصدار سندات الدين العام أو الاقتراض السندي أحد الآليات التي يمكن أن تلجأ لها الدولة لتغطية الاحتياجات التمويلية في حالة عجز الإيرادات العامة على تلبيتها، وباعتبار أن هذه العملية يجب أن تكون في إطار إستراتيجية عامة لإدارة الدين العام تضمن عدم تحميل الأجيال المستقبلية أعباء القرارات المالية المتخذة حاليا، فإفراط الحكومات المتعاقبة في الإنفاق العام الذي يسبب نمو في مستويات الدين العام في الوقت الحالي، سيمثل عبئا على المالية العامة للدولة في المستقبل، ومن ثم ستتحمل الأجيال القادمة الجانب الأكبر من أعبائه، ما يؤثر سلبا في مستويات رفاهيتهم نتيجة تحمل أعباء لم يشاركوا في اتخاذ القرارات الخاصة بها، بل ربما لم يستفيدوا منها أساسا، وذلك حينما تذهب منفعة هذه الديون بالكامل إلى الجيل الحالي.

إذن، لكي تمتاز إستراتيجية إدارة الدين بالكفاءة والفعالية يجب أن تختص بالمميزات التالية:

- يجب أن تهدف إستراتيجية إدارة الدين العام لتحقيق جميع أبعاد الاستدامة المالية من تعزيز للملاءة المالية واستقرار العبء الضريبي والحفاظ على وتيرة النمو الاقتصادي، وتحقيق مبدأ الإنصاف بين الأجيال المتعاقبة.
- يجب أن تكون إستراتيجية إدارة الدين جزءا لا يتجزأ من عملية إعداد الميزانية، هذه الأخيرة التي تنطوي على تحديد مصادر تمويل الميزانية التي يجب أن تتوافق والتحليلات والتوصيات الواردة في إستراتيجية الديون، وبالتالي يجب أن تكون خطة الاقتراض السنوية في الاتساق مع إستراتيجية الديون متوسطة الأجل.
- يجب أن تتضمن إستراتيجية إدارة الدين العام الإطار التفاضلي بين التكلفة والخطر في حدود مصادر التمويل المتاحة لتغطية احتياجات التمويل الحكومية بشكل يحافظ على قدرة الدولة على وفاء بالتزاماتها الحالية والمستقبلية.

- يجب أن يتماشى تطبيق إستراتيجية إدارة الدين العام مع درجة تطور سوق الأوراق المالية الحكومية والتي تعتبر ركيزة أساسية في عملية إدارة الدين العام.
- وضع إستراتيجية إدارة الدين العام كُفأه وفعالة في تحقيق الأهداف المخطط لها تحتاج لمعلومات كافية عن حجم القطاع العام والدور المناط به داخل الاقتصاد.
- يجب أن يمتد نطاق إستراتيجية إدارة الدين العام للأجلين المتوسط والطويل، مع إعادة النظر بشكل دوري للإستراتيجية لتقييم ما إذا كانت الافتراضات المطروحة لا تزال واقعية في ضوء الظروف المتغيرة، وذلك من خلال تقارير سنوية تُفصح عن تفاصيل الإستراتيجية القائمة والتعديلات الواجب تجسيدها وآثارها المرتقبة على الاقتصاد والمجتمع، (وهذا ما ينفي صحة الفرضية الرئيسية).

فالاستدامة المالية هي مقياس لتقييم الآثار الاجتماعية والسياسية والمالية للسياسات المالية الحالية والمستقبلية، فالمفهوم الموسع لها يضع قاعدة أن الحكومات مسؤولة عن كل الآثار السلبية المستقبلية للسياسات المالية المنتهجة من طرفها، لكن الملاحظ غياب إستراتيجية لإدارة الدين العام في الجزائر تأخذ النقاط السالفة الذكر بعين الاعتبار.

-نتائج الدراسة:

من خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى جملة من النتائج العامة أهمها:

- لا تقتصر الاستدامة المالية على ضمان تجسيد مبدأ الإنصاف بين الأجيال في الأعباء والعوائد، بل تتعداه أيضا إلى زيادة الكفاءة في التمويل العام، والاستمرارية في سياسات الإيرادات والنفقات الحالية، وتحقيق الرفاهية الاجتماعية، (وهذا ما يؤكد بشكل جزئي صحة الفرضية الأولى).
- تتمثل مهمة الحكومات الأساسية في ضمان بقاء مواردها المالية على مسار قابل للاستمرار الآن وفي المستقبل، مع العمل على تعزيز النمو والعدالة في توزيع الثروة، والقيام بذلك مع مواجهة الضغوط الرافعة للإنفاق بصورة ما، وحتى تكتمل هذه المهمة، ينبغي أن تحقق الحكومات توازناً دقيقاً بين سياسة تعبئة الإيرادات وترشيد

النفقات من أجل تقليص فجوة العجز وخفض نسبة الاستعانة بالدين العام لتمويل احتياجات التمويل الحكومية.

- التوازن بين الإيرادات والنفقات يعد أمراً ضروريا، لاسيما حينما تكون مخاطر التعرض إلى الصدمات (سواء الداخلية أو الخارجية) عالية والتي قد تفضي إلى مستويات من الدين العام غير قابلة للاستدامة.
- زيادة أو انخفاض حجم الدين العام له تأثير على عمل أي اقتصاد، فالدين العام يؤثر تأثيرا مباشرا على تشكيل السياسة الاقتصادية الكلية للدولة، واستغلاله يمكن أن يعزز أو يعيق استدامة التنمية الاقتصادية.
- إفراط الدولة بالاستعانة بالدين العام يجعله يتحول من وسيلة للحصول على الموارد المالية لتمويل احتياجات الحكومة التمويلية، إلى ضريبة مؤجلة يتحمل أعباءها الأجيال القادمة، حيث ستؤدي خدمة الدين العام إلى زيادة العبء الضريبي المفروض عليهم.
- تبين التجارب المختلفة لإصدارات الصكوك السيادية أنها أصبحت تتسم بكفاءة أكبر من استخدام أدوات الدين التقليدية، وأن استخدامها بالنسبة للدول ذات العجز المالي أفضل، وأكثر استدامة، حيث تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال، واستخداماتها من حيث التكلفة والوقت بما يساهم في تقليل مخاطر الوقوع في أزمة عدم القدرة على سداد الديون في الوقت المحدد.

- أما بالنسبة لتقييم مدى تحقق الاستدامة المالية في الجزائر بالمقارنة بالدول محل الدراسة، فإنه بناءا على الدراسة التطبيقية وعملية التحليل التقييمي للاستدامة المالية في الجزائر بناءا على خصائصها الاقتصادية والمالية باعتبارها دولة نفطية تمتاز بمواردها النفطية الكبيرة، خلصنا من خلال هذا البحث أن الجزائر في وضع مالي غير مستدام و قابل للتأثر للصدمات سواءا الداخلية و/أو الخارجية والتي تمثل التقلبات النفطية المتتالية أبرزها، وذلك في ظل غياب إستراتيجية واضح لإدارة الدين العام في الجزائر، (وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثانية والرابعة)
- إضافة إلى ذلك، الوضع المالي غير مستدام في الجزائر بالنظر لعاملين رئيسيين هما، العامل الأول هو تطور نسب الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي بمعدلات

أعلى من معدلاتها التاريخية، أما العامل الثاني فيتمثل في أن الحفاظ على استقرار نسب الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي يحتاج إلى تعديلات كبيرة في السياسات المالية العامة في الجزائر سواء من جانب الإيرادات أو من جانب النفقات العمومية من أجل تقليص حجم الفجوة المالية الناتجة جراء الصدمة النفطية الأخيرة، وهذا ما يتنافى مع مفهوم الاستدامة المالية.

- على عكس ما هو واقع في كل من الجزائر، إدارة الدين العام في النرويج يتم وفق إستراتيجية لإدارة الدين العام متوسطة الأجل (MTDS) توضح أهداف إدارة الدين والمبادئ التوجيهية لها، وتكشف عن تفاصيل مكونات محفظة الديون الحالية وعناصر الخطر التي تعترضها، وكذا كيفية الإفصاح عن المعلومات للجهات الفاعلة في السوق المالي والمستثمرين فيه وتحدد الهيكل المؤسسي المسؤول عن إدارة الدين العام والمتمثل في وزارة المالية والشؤون الاقتصادية في النرويج، و يتم تحديث إستراتيجية إدارة الدين ومراجعتها سنويا، (وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثالثة.)
- في الجزائر والعربية السعودية، رغم وجود مستويات منخفضة من الدين العام إلا أنها تدير بشكل سنوي عجزا موازنيا هيكلي يقود الوضعية المالية في البلدين لمسار غير مستدام ماليا، على عكس ما هو واقع في النرويج، فرغم وجود مستويات الدين العام مرتفعة نسبيا فإن وجود فوائض مالية تُكسب النرويج قدرة أكثر على تحمل أعباء الدين العام وتقود المالية العامة في النرويج إلى وضعية أكثر استدامة ماليا.
- السياسة المالية في الجزائر على مسار غير مستدام يمكن أن تقود لوضع مالي صعب وأقل رفاهية بالنسبة للأجيال المقبلة، فالرفاهية الاجتماعية مرتبطة بمدى تحقيق الاستدامة المالية، حيث أن عدم الاستدامة المالية سيضعف قدرة الدول على تقديم الخدمات الضرورية في المستقبل.
- في الجزائر، حصة الديون الخارجية من الناتج المحلي الإجمالي(GDP)، انخفضت في حين ارتفعت حصة الاقتطاعات المالية من صندوق ضبط الموارد لتمويل العجز في الميزانية بشكل متسارع مما أدى إلى نفاذ أرصدة الصندوق في فيفري 2017.
- لجوء الجزائر إلى الدين الداخلي سيخفض من تأثير العوامل الخارجية ويقلص من مخاطر سعر الصرف التي قد تقود إلى نتائج سيئة على مستويات الدين العام، لكن

إذا توجهت الدولة أكثر نحو الاستدانة في السنوات القادمة بمعدل أكبر من معدل النمو الاقتصادي، يعني ذلك المزيد من تدخل الدولة في الاقتصاد وزيادة الضرائب في المستقبل.

- أدى التراجع الكبير في الإيرادات النفطية إلى زيادة أهمية الإيرادات غير نفطية ودورها في توازن المالية العامة في الجزائر، ومن ثم فإن تحقيق استدامة المالية العامة في الجزائر يعني استهداف التوازن المالي غير النفطي المستدام حتى مرحلة ما بعد النفط.
- تعتبر المنتجات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، بديلا أكثر كفاءة لتعبئة الموارد المالية الداخلية بالنظر للمعتقدات الدينية التي تحكم السلوك المالي للفرد الجزائري، وبذلك تحقيق الاستدامة المالية في الجزائر يتجسد من خلال إستراتيجية تعتمد على أدوات التمويل غير تقليدية مثل الصكوك السيادية في تغطية احتياجات التمويل الحكومية بدل أدوات الدين التقليدية.

مقترحات الدراسة:

من خلال هذه الدراسة وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها أعلاه، يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

- ✓ ضرورة وضع إستراتيجية لإدارة الدين العام في الجزائر ضمن إطار تنسيقي بين عملية إدارة الدين العام والسياستين المالية والنقدية، يحدد من خلالها الجهة المخولة قانونا بالتخطيط إدارة وتنفيذ إستراتيجية لإدارة الدين العام، حيث يجب إعلان توزيع المسؤوليات بين وزارة المالية، والبنك المركزي، أو أية هيئة مستقلة لإدارة الدين، فيما يتعلق بإسداء المشورة بشأن إستراتيجية إدارة الدين، وطرح إصدارات الدين جديدة، وترتيبات السوق الثانوية، وجهات الإيداع، وترتيبات المقاصة والتسوية المتعلقة بتداول الأوراق المالية الحكومية.
- ✓ إنشاء هيئة رئيسية مسؤولة عن إدارة الدين العام في الجزائر مثل "مكتب مستقل لإدارة الدين SDMO"، (Separate Debt Management Office)، كجهة حكومية تمتلك الصلاحية الكاملة لتنفيذ

إستراتيجية إدارة الدين من خلال الاقتراض، الاستثمار المالي، والعمليات الأخرى المتعلقة بالدين، المتمثلة في:

- إدارة دين العام بشكل يخفض تكاليف الاقتراض ومخاطره.
- المشاركة في تطوير إستراتيجية إدارة الدين العام.
- المشاركة في صياغة مشروع الميزانية السنوية لخدمة الدين العام

والجداول الزمنية لتنفيذها.

- تنسيق ومراقبة برنامج العمل لأقسام الدين الخارجي والداخلي.
- إضافة إلى ذلك، ينبغي للقائمين على إدارة الدين النظر في مواصفات

المخاطر المالية وغيرها من المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية الحكومية، للمساعدة في إرشاد قرارات الاقتراض وخفض المخاطر التي تتعرض لها الحكومة.

- ✓ يجب أن يتأكد القائمون على إدارة الدين من أن السلطات المالية تدرك أثر احتياجات الحكومة التمويلية ومستويات ديونها على تكلفة الاقتراض، وتأثيرها على مسألة الاستدامة المالية.
- ✓ ضرورة إعلان أهداف السياسة المالية بشكل عام وإستراتيجية إدارة الدين العام بشكل خاص وتحديدها بوضوح، وشرح التدابير المعتمدة للتكاليف والمخاطر، وإعلان عن كامل الجوانب المهمة في عملية إدارة الدين العام، وذلك من خلال نشر تقارير سنوية بانتظام تتضمن معلومات عن رصيد وتكوين الديون العامة، بما في ذلك العملة المستخدمة فيها وآجال استحقاقها وهيكل أسعار الفائدة المرتبط بها، إضافة إلى تحليلات الاستدامة المالية للوضعية المالية الحالية وتوقعات استشرافية للسيناريوهات المالية المستقبلية.
- ✓ يجب أن يتولى مراجعون خارجيون تدقيق حسابات أنشطة إدارة الدين العام على أساس سنوي، ويجب أن يكون الإطار التنظيمي لإدارة الدين محددا بدقة، وأن يضمن الوصف الدقيق للصلاحيات والأدوار المختلفة.

- ✓ إقرار إطار قانوني ينظم ويحفز الصيرفة والصناعة المالية الإسلامية، وذلك من خلال مراجعة قانون القرض والنقد، والاعتماد على صيغ التمويل غير التقليدية في تمويل الديون العامة .
- ✓ إيجاد آلية لإنشاء صندوق ثروة سيادي بدل صندوق ضبط الموارد في ظل مقاربة اقتصادية شاملة يعمل وفق إطار قانوني منظم مع الميزانية العامة للدولة، ومحدد لمساهمته في عملية سداد التزامات الدين.
- ✓ إضافة إلى ذلك، هناك حاجة إلى إصلاحات واسعة النطاق لحفز تنويع الصادرات، وهو أمر حيوي لضمان الاستدامة المالية والحد من التعرض للصدمات الخارجية

الناتجة عن تقلب أسعار النفط ، أين يتعين أن يرتكز الإصلاحات المالية في الجزائر على تنويع الإيرادات العامة بعيدا عن الإيرادات النفطية ، من خلال تدابير جديدة تساعد على الحد من التأثير السلبي المعاكس لانخفاض الإيرادات النفطية على التوازنات المالية العامة، وتدعم النمو في الإيرادات المالية للاقتصاد غير النفطي، بالموازاة مع تدابير تهدف لتقويم سياسات الإنفاق العام وإعادة توجيهها لتكون أكثر رشادة وكفاءة، مع الحد من المخاطر التي تهدد النمو الاقتصادي والاستقرار الاجتماعي، من خلال:

1. إيجاد سبل لزيادة الإيرادات غير النفطية، نظرا لأن الموارد الطاقوية محدودة وناضبة، بالإضافة إلى طبيعة أسعارها المتقلبة.
2. المزيد من الاستثمارات في قطاع النفط والغاز لعكس اتجاه الانخفاض في إنتاج النفط والغاز وتوسيع الاستكشاف.
3. إصلاحات هيكلية لتنويع الاقتصاد على نطاق واسع، وتشجيع تنمية القطاع الخاص وخلق البيئة تمكن من ازدهار الإنتاج والصادرات الغير نفطية، فمن شأن قطاع غير نفطي أكثر ديناميكية وقاعدة تصدير أكثر تنوعاً أن تسفر عن مزيد من الإيرادات، تحد من تعرض الميزانية للتقلبات في أسعار النفط، فلاستعادة الاستدامة المالية يجب تنويع الاقتصاد، وتحسين القدرة التنافسية له، وتقليل الاعتماد على صادرات النفط والغاز، وتعزيز النمو الذي يقوده القطاع الخاص.

4. ترشيد الإعفاءات الضريبية وتوجيهها لخدمة النمو الاقتصادي خارج القطاع النفطي، وتشجيع الاستثمار الذي يؤدي إلى توسيع نطاق الضريبة الأساسية و زيادة فعالية التحصيل غير النفطي.
5. اعتماد إجراءات مالية ملائمة تنطوي أساسا على اعتماد سعر مرجعي واقعي لبرميل النفط يقلص من العجز المالي الحاصل في الميزانية.

– أما من جانب الإنفاق، فضمان الاستدامة المالية يتطلب:

6. احتواء النفقات الجارية والحفاظ على الإنفاق الرأسمالي لتعزيز النمو، بالإضافة إلى إعادة توجيه الإنفاق بطريقة تحفز القطاعات والأنشطة المنتجة، وتحمي الفئات الضعيفة في المجتمع.
7. زيادة كفاءة الاستثمار العام من خلال تحسين اختيار المشاريع وتنفيذها ومراقبتها.
8. يجب ربط المزيد من الزيادات في الأجور بالزيادات في إنتاجية العمل.
9. يجب إصلاح النظام البنكي الجزائري وترقية عمل بورصة الجزائر لتقوم بدورها في تمويل الاقتصاد الوطني وتخفيف العبء على الخزينة.
10. ينبغي التقليص التدريجي للإعانات (سواء الصريحة والضمنية) والتحول من دعم المواد إلى دعم الفئات من خلال اعتماد نظام التحويلات النقدية الموجهة بدقة لمستحقيها، بما يحقق مبدأ التمكين.

✓ في الأخير، يمكن القول أنه إذا طبقت مفاهيم الاستدامة المالية ودرست الوضعية المالية العامة في الجزائر وفق مؤشرات ومعايير الاستدامة المالية وتم إعداد تقارير سنوية حول الاستدامة المالية ضمن متطلبات الحكم الراشد، ستتضح الطريق أمام السلطات المالية في الجزائر لاتخاذ قرارات مالية تراعي فيها مصالح الأجيال الحالية والأجيال المستقبلية، وتضمن الملاءة المالية واستقرار وتيرة النمو،وتحقق الانصاف بين الأجيال والرفاه الاجتماعي المستدام.

آفاق الدراسة.

من خلال هذه الدراسة، يمكن أن نقترح المواضيع التالية التي نعتبرها جديرة بالبحث:

- تقلب العوائد النفطية وتأثيرها على تحقق الاستدامة المالية.
- الإطار التنسيقي بين السياسات المالية والنقدية وإدارة الدين العام بما يحقق الاستدامة المالية.
- الاستثمار المسؤول ودوره في تحقيق الإنصاف بين الأجيال.
- إدارة الدين العام في الدول النفطية وقضايا الإنصاف ما بين الأجيال في الأعباء والمزايا المالية.
- حوكمة إدارة المال العام و دورها في تحقيق الاستدامة المالية.

ختاما، ينبغي التوسع أكثر في الدراسات والبحوث المتعلقة بموضوع الاستدامة المالية واستراتيجيات إدارة الدين العام لمالها من أهمية في تعديل وتوجيه إجراءات السياسة الاقتصادية والمالية وتصويب مسارها المستقبلي لتجنب التأثر بالتقلبات الدورية، والوقوع في الأزمات الاقتصادية والمالية.

الملحق رقم (01): قائمة الدول المصنفة في إطار تحليل استدامة الدين العام للدول المتقدمة والأسواق الناشئة (MAC DS)

Country	Code	AE?	Country	Code	AE?
Albania	914	0	Guatemala	258	0
Algeria	612	0	Hong Kong SAR	532	1
Angola	614	0	Hungary	944	0
Antigua and Barbuda	311	0	Iceland	176	1
Argentina	213	0	India	534	0
Armenia	911	0	Indonesia	536	0
Australia	193	1	Iran, Islamic Republic of	429	0
Austria	122	1	Iraq	433	0
Azerbaijan	912	0	Ireland	178	1
Bahamas, The	313	0	Israel	436	1
Bahrain	419	0	Italy	136	1
Barbados	316	0	Jamaica	343	0
Belarus	913	0	Japan	158	1
Belgium	124	1	Jordan	439	0
Belize	339	0	Kazakhstan	916	0
Bosnia and Herzegovina	963	0	Korea	542	1
Botswana	616	0	Kosovo	967	0
Brazil	223	0	Kuwait	443	0
Brunei Darussalam	516	0	Latvia	941	0
Bulgaria	918	0	Lebanon	446	0
Canada	156	1	Libya	672	0
Chile	228	0	Lithuania	946	0
China	924	0	Luxembourg	137	1
Colombia	233	0	Macedonia, Former Yugoslav Republic of	962	0
Costa Rica	238	0	Malaysia	548	0
Croatia	960	0	Malta	181	1
Cyprus	423	1	Mauritius	684	0
Czech Republic	935	0	Mexico	273	0
Denmark	128	1	Montenegro, Rep. of	943	0
Dominican Republic	243	0	Morocco	686	0
Ecuador	248	0	Namibia	728	0
Egypt	469	0	Netherlands	138	1
El Salvador	253	0	New Zealand	196	1
Equatorial Guinea	642	0	Norway	142	1
Estonia	939	1	Oman	449	0
Fiji	819	0	Pakistan	564	0
Finland	172	1	Panama	283	0
France	132	1	Paraguay	288	0
Gabon	646	0	Peru	293	0
Germany	134	1	Philippines	566	0
Greece	174	1	Poland	964	0

Country	Code	AE?	Country	Code	AE?
Portugal	182	1	Swaziland	734	0
Qatar	453	0	Sweden	144	1
Romania	968	0	Switzerland	146	1
Russia	922	0	Syrian Arab Republic	463	0
San Marino	135	1	Taiwan Province of China	528	1
Saudi Arabia	456	0	Thailand	578	0
Serbia	942	0	Trinidad and Tobago	369	0
Seychelles	718	0	Tunisia	744	0
Singapore	576	1	Turkey	186	0
Slovak Republic	936	1	Turkmenistan	925	0
Slovenia	961	1	Ukraine	926	0
South Africa	199	0	United Arab Emirates	466	0
Spain	184	1	United Kingdom	112	1
Sri Lanka	524	0	United States	111	1
St. Kitts and Nevis	361	0	Uruguay	298	0
Suriname	366	0	Venezuela	299	0

Algeria Public Sector Debt Sustainability Analysis (DSA) - Baseline Scenario

(in percent of GDP unless otherwise indicated)

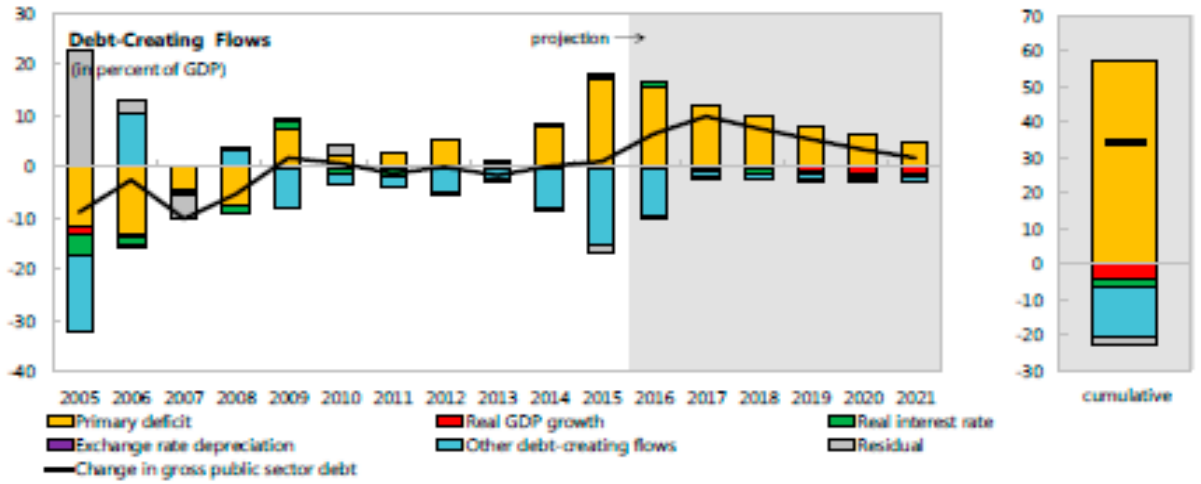
Debt, Economic and Market Indicators 1/

	Actual			Projections					
	2005-2013 2/	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nominal gross public debt	13.3	8.0	9.0	15.4	25.4	32.8	38.1	41.6	43.3
Public gross financing needs	4.4	10.2	18.8	17.8	17.5	17.5	15.4	13.4	11.3
Real GDP growth (in percent)	3.1	3.8	3.9	3.4	2.9	2.6	2.8	3.1	3.4
Inflation (GDP deflator, in percent)	8.7	0.0	-6.0	-2.2	6.9	5.7	5.4	5.2	4.9
Nominal GDP growth (in percent)	12.2	3.4	-2.4	1.1	10.0	8.5	8.4	8.4	8.5
Effective interest rate (in percent) 4/	3.6	2.9	3.1	4.7	4.2	3.5	3.4	3.5	3.6

As of April 08, 2016		
Sovereign Spreads		
EMBIG (bp) 3/		n.a.
5Y CDS (bp)		n.a.
Ratings	Foreign	Local
Moody's	n.a.	n.a.
S&P's	n.a.	n.a.
Fitch	n.a.	n.a.

Contribution to Changes in Public Debt

	Actual			Projections							
	2005-2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	cumulative	debt-stabilizing primary balance 9/
Change in gross public sector debt	-3.1	0.2	1.0	6.4	9.9	7.5	5.3	3.4	1.7	34.3	
Identified debt-creating flows	-5.6	0.2	2.5	7.0	10.3	7.7	5.5	3.7	1.9	36.1	
Primary deficit	-2.0	8.1	17.0	15.8	12.2	9.9	8.0	6.3	4.6	56.8	-2.7
Primary (noninterest) revenue and gra	38.9	33.0	29.3	26.1	27.4	28.2	28.7	29.1	29.5	169.0	
Primary (noninterest) expenditure	36.8	41.1	46.2	42.0	39.6	38.1	36.7	35.4	34.1	225.8	
Automatic debt dynamics 5/	-1.4	0.0	0.6	0.3	-0.8	-1.2	-1.5	-1.7	-1.9	-6.8	
Interest rate/growth differential 6/	-1.4	-0.1	0.4	0.3	-0.8	-1.2	-1.5	-1.7	-1.9	-6.8	
Of which: real interest rate	-1.0	0.2	0.8	0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-2.2	
Of which: real GDP growth	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.1	-1.3	-4.6	
Exchange rate depreciation 7/	0.0	0.1	0.2	…	…	…	…	…	…	…	
Other identified debt-creating flows	-2.1	-7.9	-15.1	-9.1	-1.1	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8	-13.9	
FRR withdrawal (+) or accumulation	2.0	-6.7	-13.9	-7.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.9	
Contingent liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Deposits of public entities (- reduces	-4.2	-1.2	-1.2	-1.3	-1.1	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8	-6.0	
Residual, including asset changes 8/	2.5	0.0	-1.5	-0.6	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-1.8	



Source: IMF staff.

1/ Public sector is defined as central government.

2/ Based on available data.

3/ Long-term bond spread over German bonds.

4/ Defined as interest payments divided by debt stock (excluding guarantees) at the end of previous year.

5/ Derived as [(r - π(1+g) - g + ae(1+r)]/(1+g+π+gπ)) times previous period debt ratio, with r = interest rate; π = growth rate of GDP deflator; g = real GDP growth rate; a = share of foreign-currency denominated debt; and e = nominal exchange rate depreciation (measured by increase in local currency value of U.S. dollar).

6/ The real interest rate contribution is derived from the numerator in footnote 5 as r - π (1+g) and the real growth contribution as -g.

7/ The exchange rate contribution is derived from the numerator in footnote 5 as ae(1+r).

8/ Includes asset changes and interest revenues (if any). For projections, includes exchange rate changes during the projection period.

9/ Assumes that key variables (real GDP growth, real interest rate, and other identified debt-creating flows) remain at the level of the last projection year.

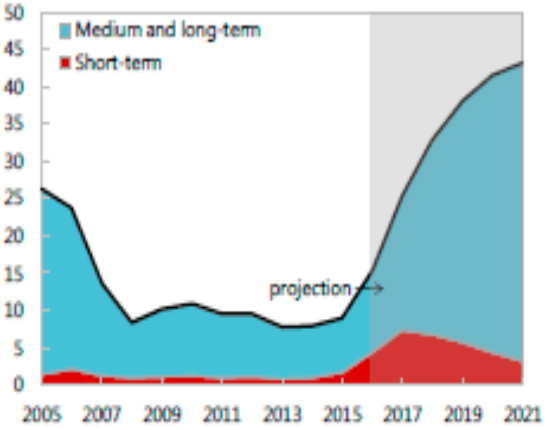
المصدر:

IMF.ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/127. May 2016.Washington. P:37.

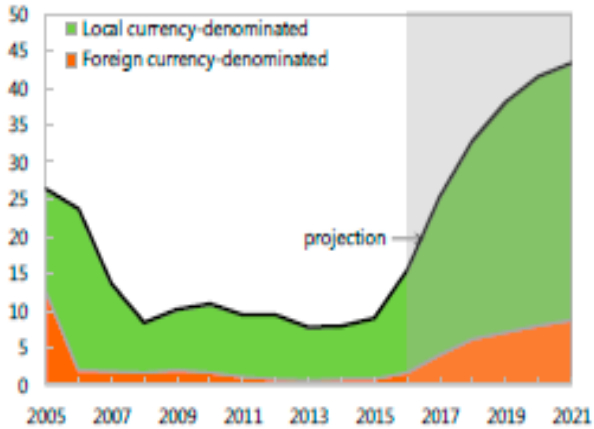
Algeria Public DSA - Composition of Public Debt and Alternative Scenarios

Composition of Public Debt

By Maturity
(in percent of GDP)



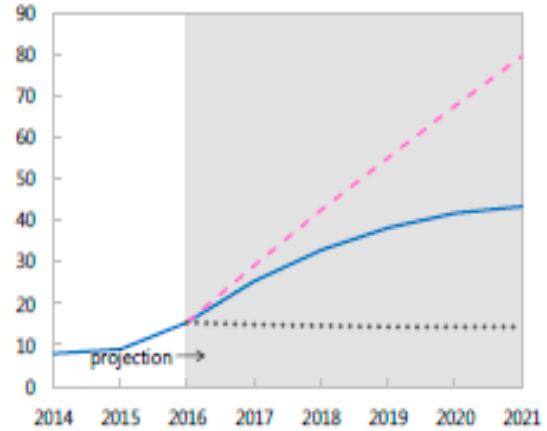
By Currency
(in percent of GDP)



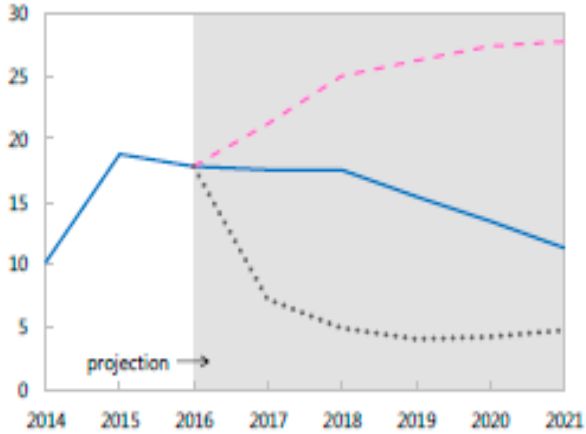
Alternative Scenarios

Baseline — Historical — Constant Primary Balance

Gross Nominal Public Debt
(in percent of GDP)



Public Gross Financing Needs
(in percent of GDP)



Underlying Assumptions
(in percent)

Baseline Scenario	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Real GDP growth	3.4	2.9	2.6	2.8	3.1	3.4
Inflation (GDP deflator)	-2.2	6.9	5.7	5.4	5.2	4.9
Primary budget balance	-15.8	-12.2	-9.9	-8.0	-6.3	-4.6
Effective interest rate	4.7	4.2	3.5	3.4	3.5	3.6
Constant Primary Balance Scenario						
Real GDP growth	3.4	2.9	2.6	2.8	3.1	3.4
Inflation (GDP deflator)	-2.2	6.9	5.7	5.4	5.2	4.9
Primary budget balance	-15.8	-15.8	-15.8	-15.8	-15.8	-15.8
Effective interest rate	4.7	4.2	3.3	3.2	3.3	3.4

Historical Scenario	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Real GDP growth	3.4	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
Inflation (GDP deflator)	-2.2	6.9	5.7	5.4	5.2	4.9
Primary budget balance	-15.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
Effective interest rate	4.7	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9

Source: IMF staff.

المصدر:

IMF.ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/127. May 2016.Washington. P:38.

Appendix II. Fiscal and External Debt Sustainability

Saudi Arabia Public Sector Debt Sustainability Analysis (DSA) – Baseline Scenario

(In percent of GDP unless otherwise indicated)

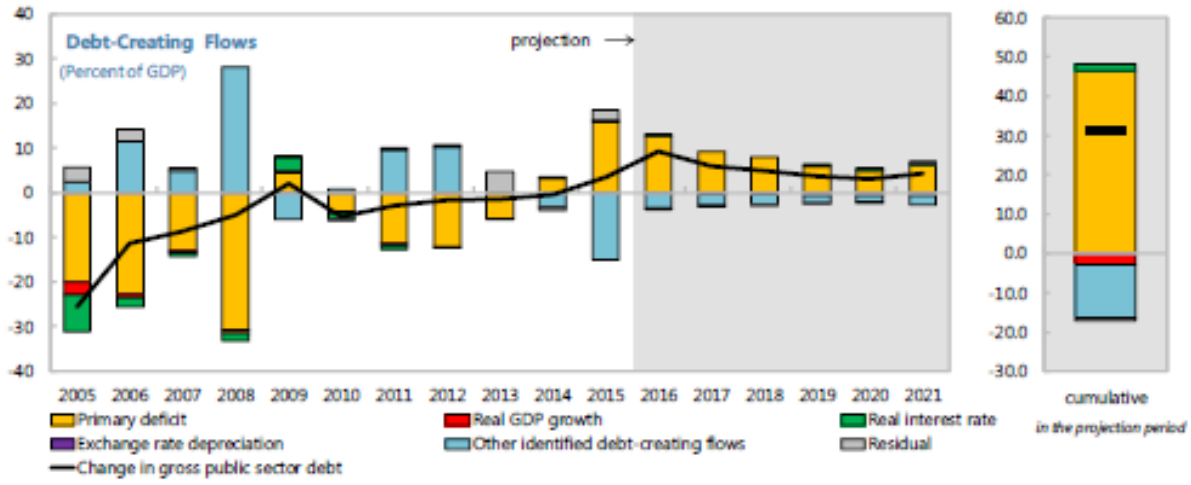
Debt, Economic and Market Indicators 1/

	Actual			Projections					
	2005-2013 2/	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nominal gross public debt	14.0	1.6	5.0	14.3	20.2	25.1	28.8	31.9	36.1
Public gross financing needs	-7.3	4.0	16.8	12.9	9.6	8.7	6.9	6.2	7.7
Real GDP growth (in percent)	4.1	3.6	3.5	1.2	2.0	2.6	2.6	2.3	2.3
Inflation (GDP deflator, in percent)	8.6	-2.3	-17.2	-1.1	5.5	4.5	2.8	2.7	2.5
Nominal GDP growth (in percent)	13.4	1.3	-14.3	0.1	7.6	7.2	5.5	5.1	4.8
Effective interest rate (in percent) 4/	5.3	5.8	5.9	5.2	3.9	4.2	4.6	4.9	5.2

As of June 10, 2016		
Sovereign Spreads		
EMBIG (bp) 3/		n.a.
5Y CDS (bp)		180
Ratings	Foreign	Local
Moody's	A1	A1
S&Ps	A-	A-
Fitch	AA-	AA-

Contribution to Changes in Public Debt

	Actual			Projections							
	2005-2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	cumulative	debt-stabilizing primary balance 9/
Change in gross public sector debt	-6.8	-0.6	3.4	9.3	5.9	4.9	3.7	3.1	4.2	31.1	
Identified debt-creating flows	-8.1	0.0	1.2	9.5	6.1	5.1	3.8	3.2	4.0	31.7	
Primary deficit	-12.9	3.3	15.8	12.7	9.1	7.9	5.8	4.9	6.2	46.6	-2.2
Primary (noninterest) revenue and grants	43.6	36.9	25.4	22.7	23.2	25.6	26.1	26.8	26.5	150.9	
Primary (noninterest) expenditure	30.7	40.2	41.2	35.4	32.3	33.5	31.9	31.7	32.6	197.5	
Automatic debt dynamics 5/	-2.0	0.1	0.4	0.3	-0.5	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	-1.2	
Interest rate/growth differential 6/	-2.0	0.1	0.4	0.3	-0.5	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	-1.2	
Of which: real interest rate	-1.3	0.2	0.4	0.3	-0.2	-0.1	0.4	0.6	0.6	1.6	
Of which: real GDP growth	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-2.7	
Exchange rate depreciation 7/	0.0	0.0	0.0	…	…	…	…	…	…	…	
Other identified debt-creating flows	6.8	-3.4	-15.0	-3.5	-2.5	-2.3	-1.8	-1.6	-2.1	-13.7	
Accumulation of deposits	6.8	-3.4	-15.0	-3.7	-2.7	-2.5	-1.9	-1.8	-2.2	-14.7	
Loans	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	1.0	
Residual, including asset changes 8/	1.3	-0.6	2.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	-0.6	



Source: IMF staff.

1/ Public sector is defined as central government.

2/ Based on available data.

3/ Long-term bond spread over U.S. bonds.

4/ Defined as interest payments divided by debt stock (excluding guarantees) at the end of previous year.

5/ Derived as [(r - π(1+g) - g + ae(1+r))/(1+g+π+gπ)] times previous period debt ratio, with r = interest rate; π = growth rate of GDP deflator; g = real GDP growth rate; a = share of foreign-currency denominated debt; and e = nominal exchange rate depreciation (measured by increase in local currency value of U.S. dollar).

6/ The real interest rate contribution is derived from the numerator in footnote 5 as r - π (1+g) and the real growth contribution as -g.

7/ The exchange rate contribution is derived from the numerator in footnote 5 as ae(1+r).

8/ Includes asset changes and interest revenues (if any). For projections, includes exchange rate changes during the projection period.

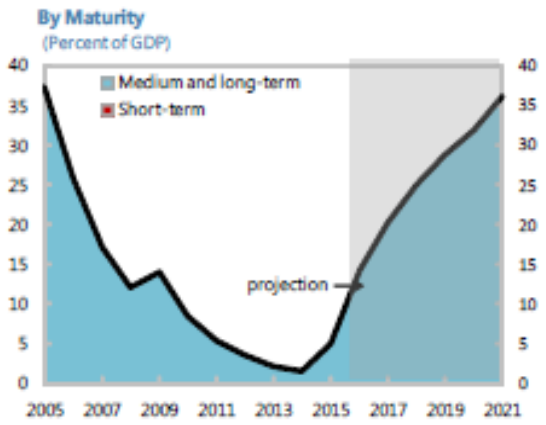
9/ Assumes that key variables (real GDP growth, real interest rate, and other identified debt-creating flows) remain at the level of the last projection year.

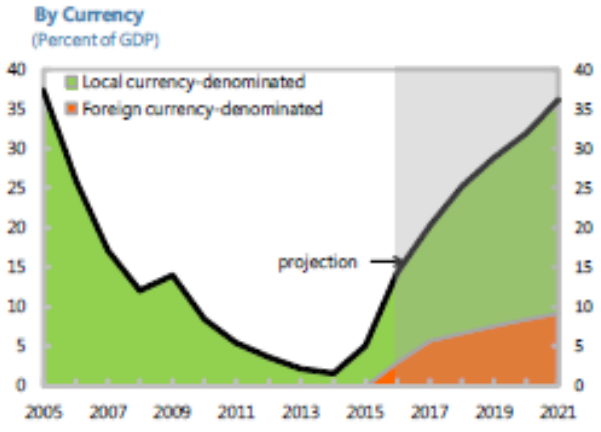
المصدر:

IMF.SAUDI ARABIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/326. October 2016.Washington. P:51.

Saudi Arabia Public DSA – Composition of Public Debt and Alternative Scenarios

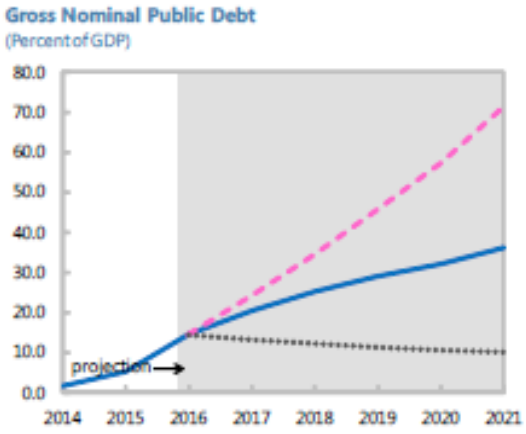
Composition of Public Debt

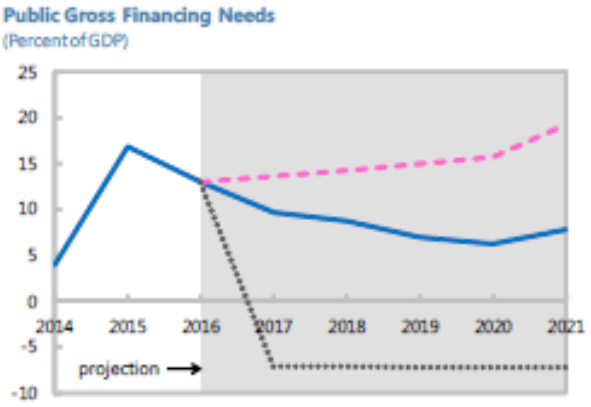




Alternative Scenarios

Baseline — Historical — Constant Primary Balance





Underlying Assumptions

(In percent)

Baseline Scenario	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Real GDP growth	1.2	2.0	2.6	2.6	2.3	2.3
Inflation from GDP defl	-1.1	5.5	4.5	2.8	2.7	2.5
CPI inflation	4.2	2.0	4.7	2.0	2.0	2.0
Primary Balance	-12.7	-9.1	-7.9	-5.8	-4.9	-6.2
Effective interest rate	5.2	3.9	4.2	4.6	4.9	5.2
Constant Primary Balance Scenario						
Real GDP growth	1.2	2.0	2.6	2.6	2.3	2.3
Inflation from GDP defl	-1.1	5.5	4.5	2.8	2.7	2.5
CPI inflation	4.2	2.0	4.7	2.0	2.0	2.0
Primary Balance	-12.7	-12.7	-12.7	-12.7	-12.7	-12.7
Effective interest rate	5.2	6.8	7.0	6.9	7.0	7.1

Historical Scenario	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Real GDP growth	1.2	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
Inflation from GDP defl	-1.1	5.5	4.5	2.8	2.7	2.5
CPI inflation	4.2	2.0	4.7	2.0	2.0	2.0
Primary Balance	-12.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
Effective interest rate	5.2	3.9	4.5	4.3	4.2	4.6

Source: IMF staff.

Note: The constant primary balance scenario assumes all financing needs are met through the issuance of short-term debt and is rolled over in full each year, adding to pressures on gross financing needs.

المصدر:

IMF.SAUDI ARABIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/326. October 2016.Washington.P:52.

الملحق رقم (06): الإطار التحليلي لاستدامة الدين العام (DSA) 2016 الخاص بالنرويج

Norway Public Sector Debt Sustainability Analysis (DSA) - Baseline Scenario
(in percent of GDP unless otherwise indicated)

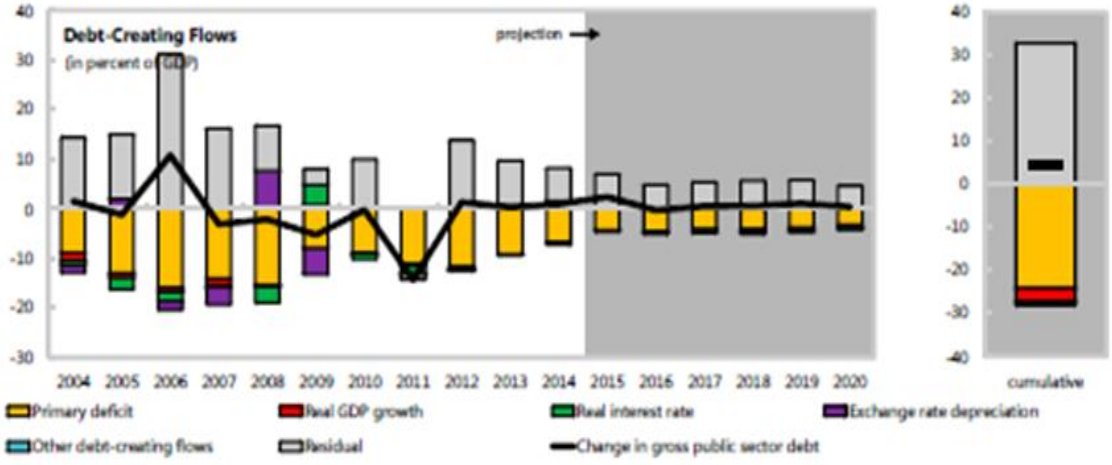
Debt, Economic and Market Indicators 1/

	Actual			Projections					
	2004-2012 2/	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nominal gross public debt	41.5	29.2	30.1	32.5	32.2	32.7	33.3	34.4	34.8
Public gross financing needs	-10.6	-10.6	-14.4	-3.8	-1.5	-1.1	-0.7	-0.1	1.9
Real GDP growth (in percent)	1.7	0.7	2.2	1.0	1.3	1.7	1.9	2.0	2.0
Inflation (GDP deflator, in percent)	5.3	2.7	0.4	1.4	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3
Nominal GDP growth (in percent)	7.1	3.5	2.6	2.4	3.5	3.9	4.3	4.4	4.4
Effective interest rate (in percent) 4/	3.2	3.3	3.3	2.8	1.4	1.6	1.3	1.5	1.7

As of April 01, 2015		
Sovereign Spreads		
EMBIG (bp) 3/		119
SY CDS (bp)		258
Ratings	Foreign	Local
Moody's	Aaa	Aaa
S&Ps	AAA	AAA
Fitch	AAA	AAA

Contribution to Changes in Public Debt

	Actual			Projections							
	2004-2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	cumulative	debt-stabilizing primary balance 9/
Change in gross public sector debt	-1.4	0.3	1.0	2.4	-0.3	0.5	0.6	1.1	0.4	4.7	
Identified debt-creating flows	-13.5	-9.1	-5.7	-4.2	-5.1	-4.9	-5.1	-4.7	-4.2	-28.2	
Primary deficit	-11.9	-9.2	-6.6	-4.3	-4.4	-4.1	-4.1	-3.8	-3.4	-24.2	-0.9
Primary (noninterest) revenue and grants	52.6	51.6	50.7	48.8	48.8	49.0	49.0	49.0	48.8	293.4	
Primary (noninterest) expenditure	40.7	42.4	44.0	44.4	44.4	44.9	44.9	45.1	45.5	269.2	
Automatic debt dynamics 5/	-1.7	0.1	0.9	0.1	-0.7	-0.7	-0.9	-0.9	-0.9	-4.0	
Interest rate/growth differential 6/	-1.4	-0.1	0.2	0.1	-0.7	-0.7	-0.9	-0.9	-0.9	-4.0	
Of which: real interest rate	-0.8	0.2	0.8	0.4	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.8	
Of which: real GDP growth	-0.6	-0.2	-0.6	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-3.1	
Exchange rate depreciation 7/	-0.2	0.2	0.7	--	--	--	--	--	--	--	
Other identified debt-creating flows	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Please specify (1) (e.g., drawdown of dep	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Contingent liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Please specify (2) (e.g., ESM and Euroare	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Residual, including asset changes 8/	12.1	9.4	6.7	6.6	4.8	5.4	5.7	5.8	4.7	32.9	



Source: IMF staff.

1/ Public sector is defined as general government.

2/ Based on available data.

3/ Long-term bond spread over German bonds.

4/ Defined as interest payments divided by debt stock (excluding guarantees) at the end of previous year.

5/ Derived as [(r - π(1+g) - g + ae(1+r))/(1+g+π+gπ)] times previous period debt ratio, with r = interest rate; π = growth rate of GDP deflator; g = real GDP growth rate; a = share of foreign-currency denominated debt; and e = nominal exchange rate depreciation (measured by increase in local currency value of U.S. dollar).

6/ The real interest rate contribution is derived from the numerator in footnote 5 as r - π (1+g) and the real growth contribution as -g.

7/ The exchange rate contribution is derived from the numerator in footnote 5 as ae(1+r).

8/ Includes asset changes and interest revenues (if any). For projections, includes exchange rate changes during the projection period.

9/ Assumes that key variables (real GDP growth, real interest rate, and other identified debt-creating flows) remain at the level of the last projection year.

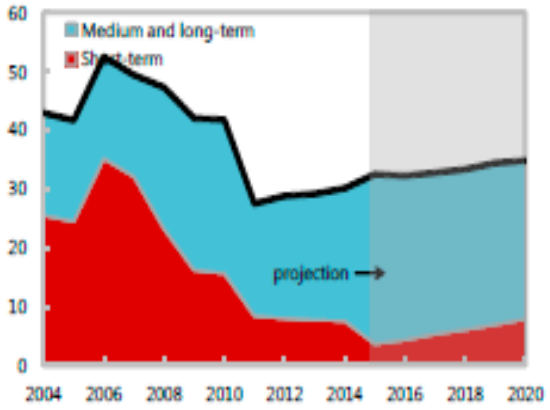
المصدر:

IMF. NORWAY 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/214. July 2016.Washington. P:33.

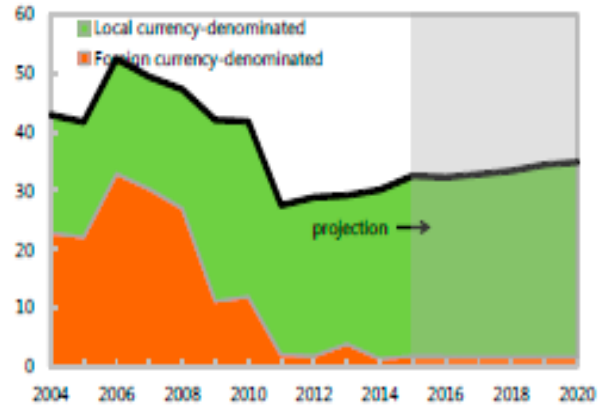
Norway Public DSA - Composition of Public Debt and Alternative Scenarios

Composition of Public Debt

By Maturity
(in percent of GDP)



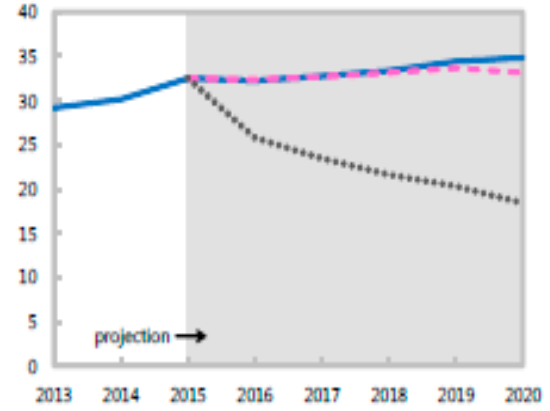
By Currency
(in percent of GDP)



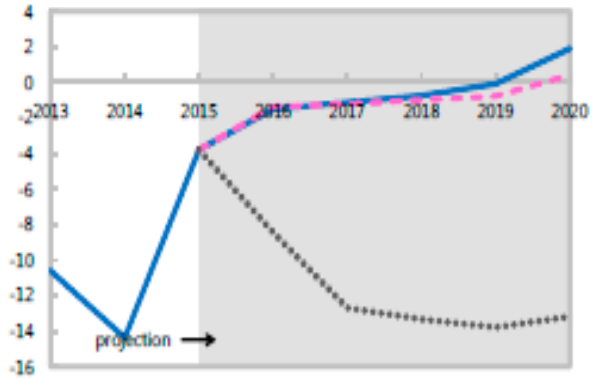
Alternative Scenarios

Baseline — Historical — Constant Primary Balance

Gross Nominal Public Debt
(in percent of GDP)



Public Gross Financing Needs
(in percent of GDP)



Underlying Assumptions
(in percent)

Baseline Scenario	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Real GDP growth	1.0	1.3	1.7	1.9	2.0	2.0
Inflation	1.4	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3
Primary Balance	4.3	4.4	4.1	4.1	3.8	3.4
Effective interest rate	2.8	1.4	1.6	1.3	1.5	1.7
Constant Primary Balance Scenario						
Real GDP growth	1.0	1.3	1.7	1.9	2.0	2.0
Inflation	1.4	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3
Primary Balance	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Effective interest rate	2.8	1.4	1.6	1.3	1.5	1.7

Historical Scenario	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Real GDP growth	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Inflation	1.4	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3
Primary Balance	4.3	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
Effective interest rate	2.8	1.4	1.5	0.9	1.0	1.1

Source: IMF staff.

المصدر:

IMF. NORWAY 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/214. July 2016. Washington, P:34.

الملحق رقم (08):قياس درجة اعتماد كل من الجزائر والسعودية والنرويج على العائدات النفطية في تخفيض نسبة الدين الى الناتج الوطني الإجمالي باستخدام برنامج (R)

مدخلات مخرجات برنامج : R

	Years	OILDebttoGDPALG		DebttoGDPSAU	DebttoGDPNOR
1	2006	61.50	26.5	25.8	52.3
2	2007	69.04	13.9	17.1	49.2
3	2008	94.10	8.8	12.1	47.3
4	2009	60.86	10.8	14.0	42.0
5	2010	77.38	11.7	8.4	42.4
6	2011	107.46	9.9	5.4	28.9
7	2012	109.45	10.0	3.6	29.9
8	2013	105.87	8.3	2.2	30.3
9	2014	96.29	8.8	1.6	28.1
10	2015	49.49	13.6	6.7	28.1

```
>data<- data.frame(years = c(2006:2015),
+ OIL = c(61.50,69.04,94.1,60.86,77.38,107.46,109.45,105.87,96.29,49.49),
+ debttoGDPALG=c(26.5,13.9,8.8,10.8,11.7,9.9,10,8.3,8.8,13.6) ,
+ debttoGDPSAU=c(25.8,17.1,12.1,14.0,8.4,5.4,3.6,2.2,1.6,6.7) ,
+ debttoGDPNOR=c(52.3,49.2,47.3,42.0,42.4,28.9,29.9,30.3,28.1,28.1) )
>View(data)
>cor(data$debttoGDPSAU,data$OIL,method="pearson")
[1] -0.6264427
>cor(data$debttoGDPSAU,data$OIL,method="spearman")
[1] -0.6606061
>cor(data$debttoGDPNOR,data$OIL,method="pearson")
[1] -0.4557689
>cor(data$debttoGDPNOR,data$OIL,method="spearman")
[1] -0.2735575
>cor(data$debttoGDPALG,data$OIL,method="pearson")
[1] -0.5883631
>cor(data$debttoGDPALG,data$OIL,method="spearman")
[1] -0.6686961
```

الملحق رقم (09): التجسيد العددي لقيد الملاءة الزمني للدول محل الدراسة

$(1+r)\times DOD_t \leq \sum_t (R_t - G_t)\times(1+r)^{-t}$		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		(In billion of Algerian dinars)						
ALGERIA	r	3,1	4,7	4,2	3,5	3,4	3,5	3,6
	Rt	5051	4560	5231	5828	6435	7076	7781
	Gt	7712	7131	7482	7867	8279	8710	9159
	Rt-Gt	-2661	-2571	-2251	-2039	-1844	-1634	-1378
	(Rt-Gt)×(1+r)-t	-2661	-2455,6	-2073,2	-1839,1	-1613,2	-1375,8	-1114,5
	∑(Rt-Gt)×(1+r)-t	-2661	-5116,6	-7189,8	-9028,8	-10642	-12018	-13132
	DODt	1511,9	2616,2	4746,8	6649,2	8369,8	9907,5	11191
	(1+r)×DODt	1558,8	2739,1	4946,1	6881,9	8654,4	10254	11594
	∑(Rt-Gt)×(1+r)-t-(1+r)×DODt	-4219,8	-7855,7	-12136	-15911	-19296	-22272	-24727
$(1+r)\times DOD_t \leq \sum_t (R_t - G_t)\times(1+r)^{-t}$		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		(in Billions of Saudi Arabian riyals)						
Saudi Arabia	r	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	0
	Rt	723	799	855	906	919	938	0
	Gt	1195	1127	1176	1226	1239	1258	0
	Rt-Gt	-472	-328	-321	-320	-320	-320	0
	(Rt-Gt)×(1+r)-t	-472	-310,02	-286,77	-270,2	-255,39	-241,39	0
	∑(Rt-Gt)×(1+r)-t	-472	-782,02	-1068,8	-1339	-1594,4	-1835,8	0
	DODt	188,37	375,26	559,74	744,72	924,83	1107,9	0
	(1+r)×DODt	199,3	397,03	592,21	787,91	978,46	1172,1	0
	∑(Rt-Gt)×(1+r)-t-(1+r)×DODt	-671,3	-1179	-1661	-2126,9	-2572,9	-3007,9	0
$(1+r)\times DOD_t \leq \sum_t (R_t - G_t)\times(1+r)^{-t}$		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		(In billion U.S. dollars)						
norway	r	3,8	3,2	1,6	1,9	1,6	1,8	2
	Rt	206,81	201,77	204,15	212,56	221,36	227,69	0
	Gt	185	182	184	189	195	200	0
	Rt-Gt	21,81	19,77	20,15	23,56	26,36	27,69	0
	(Rt-Gt)×(1+r)-t	21,81	19,157	19,52	22,267	24,738	25,327	0
	∑(Rt-Gt)×(1+r)-t	21,81	40,967	60,487	82,754	107,49	132,82	0
	DODt	133,13	103,99	113,72	121,87	128,01	133,23	0
	(1+r)×DODt	138,19	107,32	115,54	124,19	130,06	135,63	0
	∑(Rt-Gt)×(1+r)-t-(1+r)×DODt	-116,38	-66,351	-55,052	-41,432	-22,566	-2,8089	0

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج EXCEL وبالإعتماد على البيانات المستخلصة من:

-IMF. ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/127. May 2016. Washington.

-IMF. NORWAY 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/214. July 2016. Washington.

-IMF. SAUDI ARABIA 2015 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 15/251. September 2015.Washington.

الملحق رقم (10):التجسيد العددي مؤشر الفجوة الضريبية للدول محل الدراسة

(In percent of GDP)		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Algeria	q	2,8	3,3	2,8	3,8	3,9	3,4
	r %	3	2,9	2,7	2,9	3,1	4,7
	(r-q)	0,2	-0,4	-0,1	-0,9	-0,8	1,3
	bt	0,095	0,1	0,083	0,08	0,09	0,154
	(q-r)bt	0,019	-0,04	-0,0083	-0,072	-0,072	0,2002
	g	0,403	0,447	0,367	0,413	0,465	0,424
	T	0,399	0,397	0,358	0,334	0,301	0,268
	T*	0,422	0,407	0,3587	0,341	0,393	0,6242
	ind: I	0,023	0,01	0,0007	0,007	0,092	0,3562
(In percent of GDP)		2011	2012	2013	2014	2015	2016
SaudiArabia	q	6,4	5,8	2,7	3,5	2,8	/
	r	5,1	4,5	4,7	5,8	5,8	/
	(r-q)	-1,3	-1,3	2	2,3	3	/
	bt	0,054	0,036	0,022	0,016	0,078	/
	(q-r)bt	-0,0702	-0,0468	0,044	0,0368	0,234	/
	g	0,334	0,333	0,356	0,408	0,495	/
	T	0,445	0,453	0,414	0,373	0,299	/
	T*	0,2638	0,2862	0,4	0,4448	0,729	/
	ind: I	-0,1812	-0,1668	-0,014	0,0718	0,43	/
(In percent of GDP)		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Norway	q	1	2,7	1	2,2	1,6	0,9
	r %	3,1	2,1	3,3	3,3	3,8	3,2
	(r-q)	2,1	-0,6	2,3	1,1	2,2	2,3
	bt	0,289	0,3	0,292	0,266	0,267	0,31
	(q-r)bt	0,6069	-0,18	0,6716	0,2926	0,5874	0,713
	g	0,43	0,422	0,433	0,449	0,477	0,496
	T	0,562	0,558	0,538	0,533	0,531	0,55
	T*	1,0369	0,242	1,1046	0,7416	1,0644	1,209
	ind: I	0,4749	-0,316	0,5666	0,2086	0,5334	0,659

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج EXCEL وبالاعتماد على البيانات المستخلصة من:

-IMF. ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/127. May 2016. Washington.

-IMF. NORWAY 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/214. July 2016. Washington.

-IMF. SAUDI ARABIA 2015 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 15/251. September 2015.Washington.

الملحق رقم (11): الحالات التاريخية للتخلف عن السداد على الديون العامة

Table A4.1: Sovereign Defaults on Debt to Private Creditors, Rated Issuers, 1975–2002

Issuer	*Local currency debt*	*Foreign currency bond debt*	*Foreign currency bank debt*
Argentina	1982, 1989–90, 2002	1989, 2001–2	1982–93
Bolivia		1989–97	1980–4, 1986–93
Brazil	1986–87, 1990		1983–94
Bulgaria			1990–4
Chile			1983–90
Cook Islands			1995–8
Costa Rica		1984–5	1981–90
Croatia	1993–6		1992–6
Dominican Republic	1981–2001		1982–94
Ecuador	1999	1999–2000	1982–95
Egypt, Arab Republic of			1984
El Salvador	1981–96		
Guatemala		1989	1986
Indonesia			1989–98, 2000, 2002
Jamaica			1978–9, 1981–5, 1987–93
Jordan			1989–93
Kuwait	1990–1		
Mexico			1982–90
Mongolia	1997–2000		
Morocco			1983,1986–90
Pakistan		1999	1998–9
Panama		1987–94	1983–96
Paraguay			1986–92
Peru			1976, 1978, 1980, 1983–97
Philippines			1983–92
Poland			1981–94
Romania			1981–3, 1986
Russian Federation	1998–9	1998–2000	1991–7
Senegal			1981–5, 1990, 1992–6
Slovenia			1992–6
South Africa			1985–7, 1989, 1993
Trinidad and Tobago			1988–9
Turkey			1978–9, 1982
Ukraine	1998–2000		1998–2000
Uruguay			1983–5, 1987, 1990–1
Venezuela, R. B. de	1995–7, 1998	1995–7	1983–8, 1990
Vietnam	1975		1985–98

Source: Adapted from Standard & Poor's (2002).

المصدر:

craigburnside. Fiscal sustainability in theory and practice.A handbook. The world bank. 2005. Washington. P :104-105.

Table A4.2: Sovereign Defaults on Debt to Private Creditors, Unrated Issuers, 1975–2002

Issuer	*Local currency debt*	*Foreign currency bond debt*	*Foreign currency bank debt*
Albania			1991–5
Algeria			1991–6
Angola	1992–2002		1985–2002
Antigua and Barbuda			1996–2002
Bosnia and Herzegovina			1992–7
Burkina Faso			1983–96
Cameroon			1985–2002
Cape Verde			1981–96
Central African Republic			1981, 1983–2002
Congo, Rep. of			1983–2002
Congo, Dem. Rep. of			1976–2002
Côte d'Ivoire		2000-2	1983–98
Cuba			1982–2002
Ethiopia			1991–9
Gabon			1986–94, 1999, 2002
Gambia, The			1986–90
Ghana	1979		1987
Guinea			1986–8, 1991–8
Guinea-Bissau			1983–96
Guyana			1976, 1982–99
Haiti			1982–94
Honduras			1981–2002
Iran, Islamic Republic of			1978–95
Iraq			1987–2002
Kenya			1994–2002
Korea, Democratic People's Republic of			1975–2002
Liberia			1987–2002
Macedonia, FYR			1992–7
Madagascar	2002		1981–4, 1986–2002
Malawi			1982, 1988
Mauritania			1992–96
Moldova		1998, 2002	
Mozambique			1983–92
Myanmar (Burma)	1984		1998–2002
Nauru			2002
Nicaragua			1979–2002
Niger			1983–91
Nigeria		1986–8, 1992	1982–92
São Tomé and Principe			1987–94
Serbia and Montenegro			1992–2002
Seychelles			2000–2
Sierra Leone	1997–8		1983–4, 1986–95
Solomon Islands	1995–2002		
Sri Lanka	1996		
Sudan			1979–2002
Tanzania			1984–2002
Togo			1979–80, 1982–4, 1988, 1991–7
Uganda			1980–93
Yemen, Republic of			1985–2001
Former Yugoslavia		1992–2002	1983–91
Zambia			1983–94
Zimbabwe		1975–80[a]	2000–2

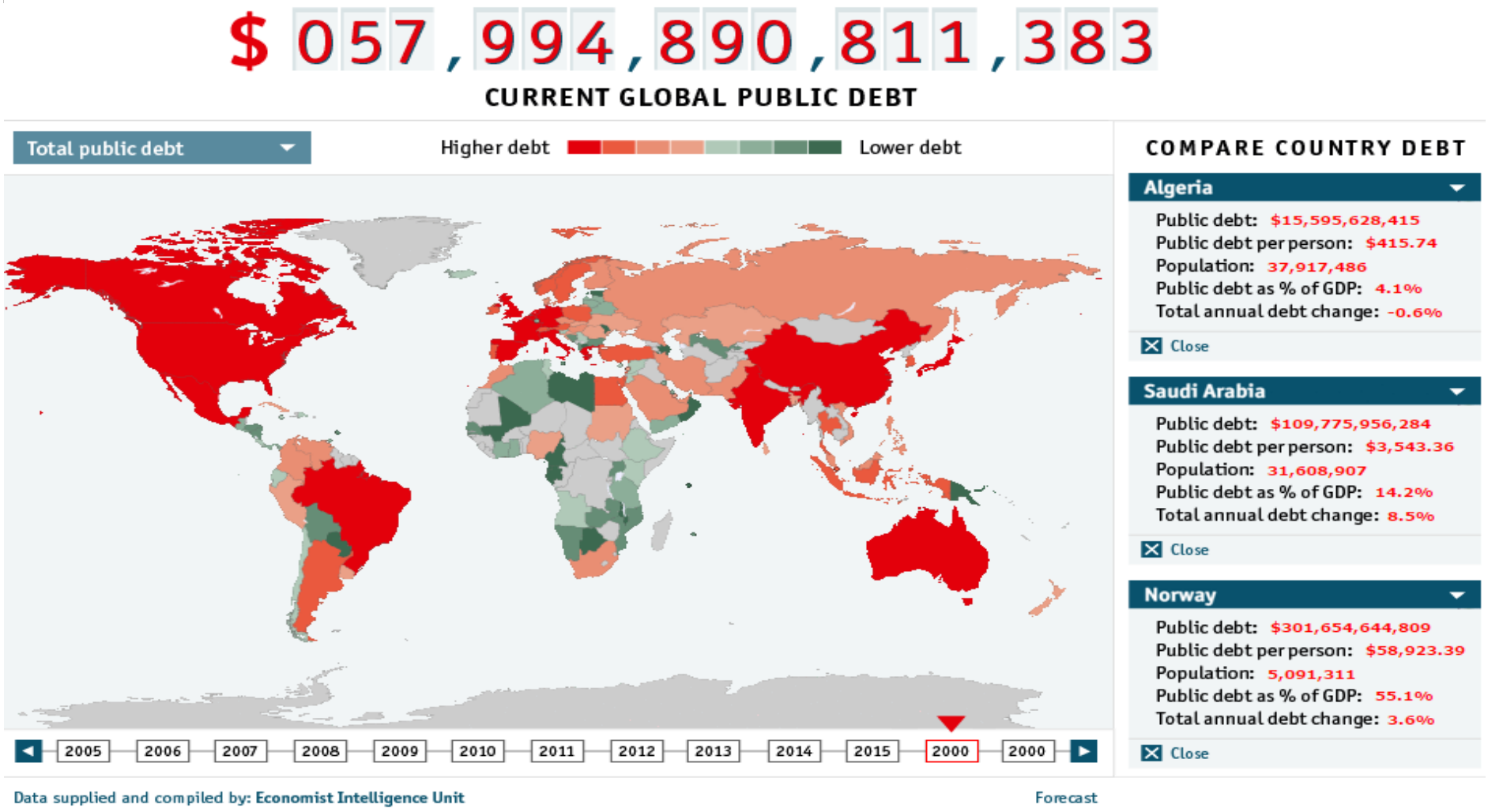
Source: Adapted from Standard & Poor's (2002).

المصدر:

Craig burnside. Fiscal sustainability in theory and practice.A handbook. The world bank. 2005. Washington. P:105-106.

الملحق رقم (13): الحالات التاريخية للتخلف عن السداد على الديون العامة (تابع)

الملحق رقم (14): الإطار العام لدراسة المقارنة بين الجزائر والدول محل الدراسة



المصدر:

World debt comparison. At/ 04.02.2017 a/10 :19. In link :

http://www.economist.com/content/global_debt_clock

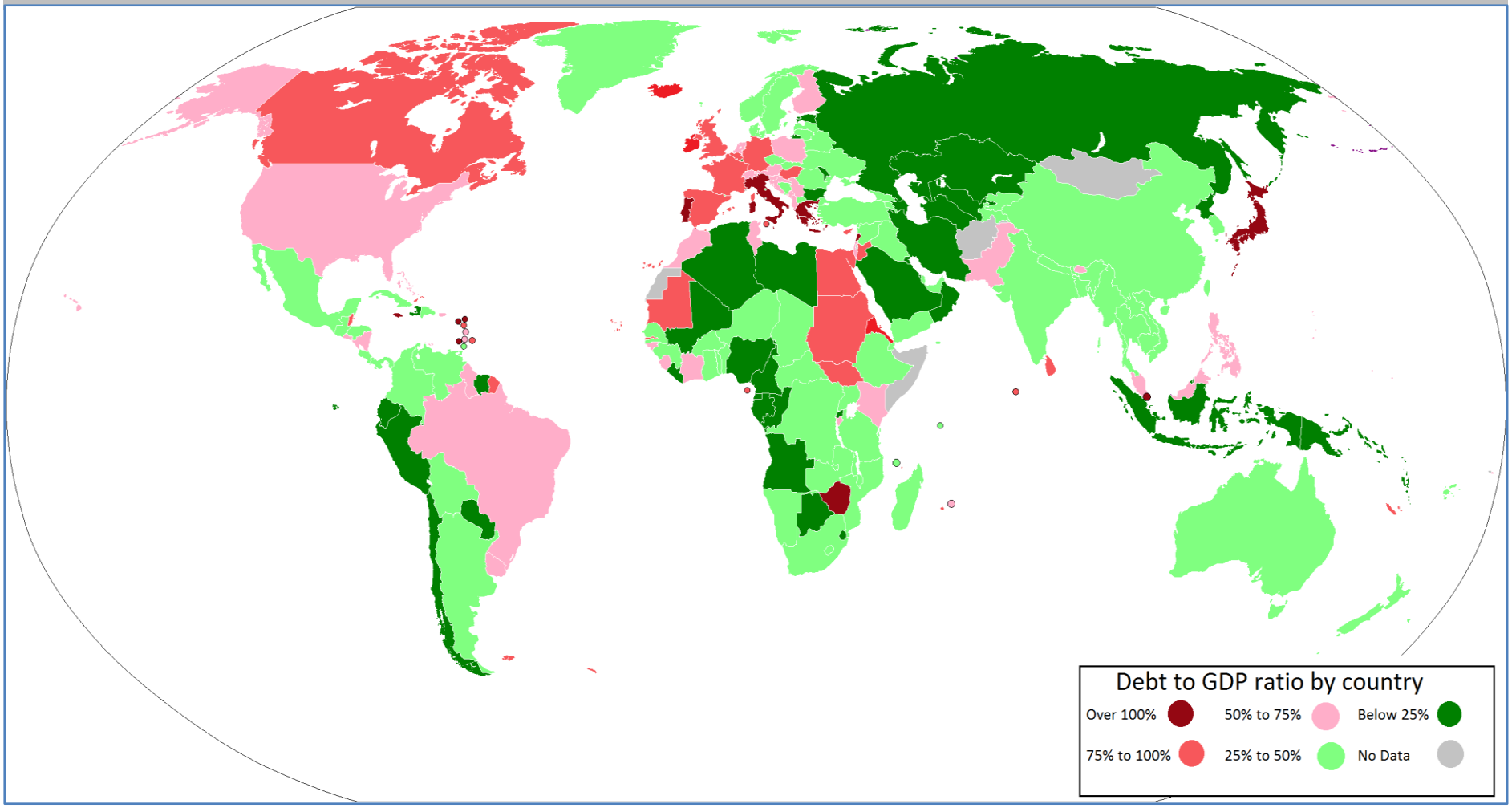
الملحق رقم (15): عينة لتقارير الإفصاح عن الاستدامة المالية لعدة دول

Country	Legal Requirement	Title	Source	Start
Australia	Charter of Budget Honestry Act	Intergenerational Report	Treasury	2002
Denmark		A Sustainable Future	Ministry of Finance	1997
Germany		Report on Sustainability of Public Finance	Ministry of Finance	2005
Korea		Vision 2030	Ministry of Planning and Budget	2006
Netherlands	EC Stability Program	Aging and the Sustainability of Dutch Public Finances	Central Planning Bureau	2000
New Zealand	Public Finance Act	New Zealand's Long-term Fiscal Position	Treasury	1993
Norway		Long-term Perspective for the Norwegian Economy	Ministry of Finance	2006
Sweden		Sweden's Economy (Annex to Budget)	Ministry of Finance	1999
Switzerland		Long-term Sustainability of Public Finance in Switzerland	Federal Department of	2008
United Kingdom	Code of Fiscal Stability	Long-term Public Finance Report	Treasury	1999
US Congressional Budget Office (CBO)		The Long-term Budget Outlook	CBO	1991
US Government Accountability Office (GAO)		Long-term Fiscal Outlook	GAO	1992
US Office of Management and Budget (OMB)		Long-term Budget Outlook in Analytical Perspectives	OMB	1997
US Financial Report of US Government		Statement of Social Insurance	Department of Treasury	2004
European Union Countries	Stability & Convergence Programming Surveillance	Public Finances in the EMU	Directorate Generao of Economic and Financial Affairs	2005
International Monetary Fund		Financial Transparency Reviews	Fiscal Affairs Department	2001
Source: IPSASB, *Long-term Sustainability of Public Finances* , November 2009, pp. 13-14				

المصدر:

IMF. Fiscal Sustainability. JOINT CMA-CGA-FMI WORKSHOP .January 27th& 28th, 2010.P :13.

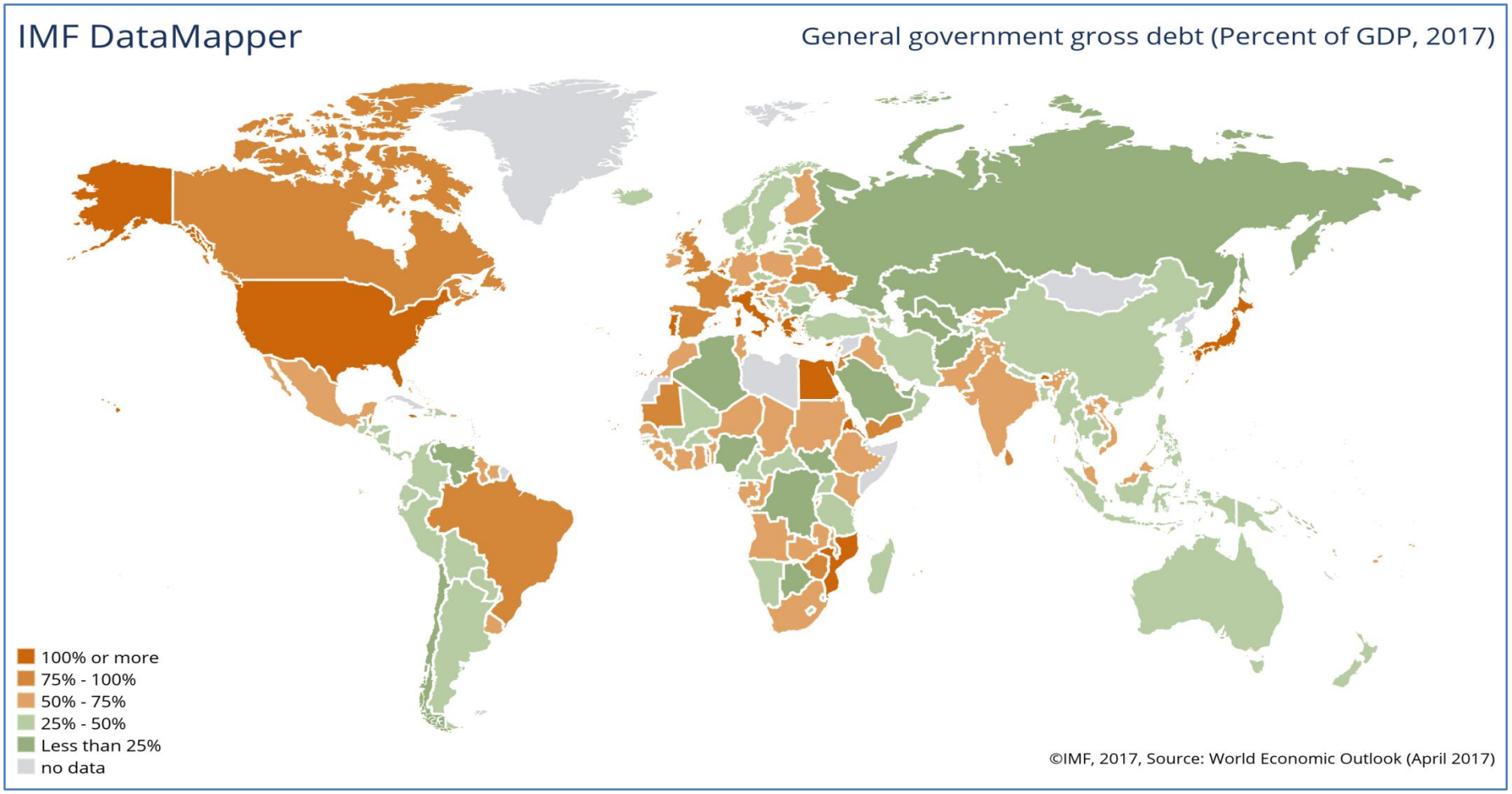
الملحق رقم (16): خريطة تبين مستويات الدين العام إلى الناتج الوطني الإجمالي لسنة 2015



المصدر:

le 04 May 2015.in Link : https://redd.it/34s893

الملحق رقم (17): خريطة تبين مستويات الدين العام إلى الناتج الوطني الإجمالي لسنة 2017



المصدر:

Total (gross) governmentdebt as a percent of GDP by IMF (2017).in Link :
http://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO?year=2017&yaxis=log

الملحق رقم (18): ملخص مؤشرات ونسب الاستدامة المالية في الجزائر

الرقم	المؤشر والنسب	الملاحظة	التقييم
01	مدى تحقق شرط الملاءة المالية الزمني	القيمة الحالية(PV) للإيرادات المالية الجارية والمستقبلية في الجزائر لا تغطي القيمة الحالية للنفقات الجارية والمستقبلية ولا تغطي أيضا القيمة الإسمية للدين العام ولا الفوائد المتراكمة عنه.	المؤشر يدل على أن الجزائر في وضع مالي غير مستدام و قابل للتأثر للتقلبات الدورية والمتغيرات الاقتصادية الخارجية.
02	انحدار معادلة ديناميكية الدين العام	الاقتصاد الجزائري لا ينمو بالسرعة الكافية لتغطية التكلفة الحقيقية للاقتراض الإضافي المطلوب في السنوات المقبلة.	يدل ذلك على عدم اسدامة التوجه الاقتصادي الحالي للدولة الجزائرية وضرورة إجراء اصلاحات هيكلية تعدل النموذج الاقتصادي الحالي.
03	نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي	نسبة متدنية للدين العام بالمقارنة مع حجم الناتج المحلي الإجمالي	تدل على قدرة الاقتصاد الجزائري على الوفاء بأعباء دينها العام وذلك ما يدعم تحقق الاستدامة المالية في الجزائر.
04	درجة الاعتماد على العوائد النفطية في تقليص نسبة الدين العام الى الناتج المحلي الإجمالي	توجد علاقة عكسية بين أسعار النفط ونسبة الدين العام الى الناتج المحلي الإجمالي، وذلك كون إرتفاع أسعار له تأثير مضاعف على تقليص حجم الدين العام من جهة ودعم نمو الناتج المحلي الاجمالي من جهة ثانية.	يدل ذلك على الاعتماد الكبير على العوائد النفطية في خفض نسبة الدين العام الى الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر في ظل غياب استراتيجية واضحة المعالم لإدارة الدين العام وتوجيهه في إطار مستدام ماليا.
05	نسبة إجمالي احتياطيات النقد الأجنبي إلى إجمالي الدين الخارجي	حجم الاحتياطات النقد لأجنبي تصل إلى أكثر من 3 أضعاف من حجم الدين الخارجي.	يدل ذلك على أن درجة السيولة المالية الكبيرة للجزائر مما يدعم جدارتها الائتمانية، رغم أن تآكل إحتياطات النقد الأجنبي في السنوات الأخيرة تؤشر لعكس ذلك، ولا تدعم تحقق الاستدامة المالية في الجزائر.
06	نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الاجمالي	مستويات متدنية للدين الخارجي بالمقارنة مع حجم الناتج المحلي الاجمالي	يعكس ذلك قدرة الجزائر على تحويل إمكانياتها الانتاجية الى موارد مالية تعزز قدرتها على سداد الدين الخارجي
07	نسبة مدفوعات الفائدة الى حجم الصادرات	النسبةأقل من الحد الأدنى المقترح من طرف المنظمة العالمية للتخفيف (Debt relief international) والمقدر بـ: 4.6% من حجم الصادرات.	ذلك يدل على إمكانيات كبيرة تتوفر عليها الجزائر لمواجهة النفقات غير المنتجة، وأن مدفوعات الفوائد لا تشكل عبء كبير على الدولة.

08	مؤشر الوضع المالي المستدام (IFSt)	قيمة المؤشر أقل من (1) في في سنتي (2014-2015)	مما يدل على أن الوضع المالي مستدام في هذه الفترة ومتوافق مع الظروف المطلوبة لضمان تحقيق الاستدامة المالية.
		بحلول سنة 2016 نسجل أن قيمة المؤشر (IFSt) أصبحت أكبر من (1).	مما يدل على أن الجزائر دخلت في حالة أو وضع مالي غير مستدام وأن السياسات المالية المتبعة حاليا لا تتلاءم والتغيرات الاقتصادية والمالية الكلية ولا تتوافق مع الظروف المطلوبة لتحقيق الاستدامة المالية.
09	مؤشر الفجوة الضريبية	تسجيل أن قيمة مؤشر الفجوة الضريبية يقارب الصفر $(0 \cong I_t)$	مما يساعد على بقاء الدين العام عند مستويات متدنية نسبيا، ويدعم تحقق الاستدامة المالية في الجزائر.
10	مؤشر بويتر (Buiter's Indicator)	تسجيل قيم سالبة طيلة فترة الدراسة لمؤشر بويتر	يدل ذلك على امتلاك الجزائر لسياسة مالية مستدامة ستؤدي بالحفاظ على ثبات القيمة الصافية لثروة للمجتمع وللأجيال المتعاقبة، ما يدعم تحقق الاستدامة المالية.
11	مؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير	مؤشر الفجوة الأولية القصيرة الأجل ذا قيم موجبة في جميع سنوات الفترة.	وهو ما يدل على أن السياسات المالية في الجزائر غير مستدامة لأنها تتوجه الى رفع مستوى الدين بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.
12	التصنيف الائتماني للدين العام	متضاربة جدا وعند مستويات متدنية.	يدل ذلك عل ان أي مشروع مستقبلي للاقتراض من الخارج سيكون بمعدلات فائدة مرتفعة جدا، ولا يدعم تحقق الاستدامة المالية في الجزائر.

اللون الأخضر : المؤشرات والنسب التي تدعم تحقق الاستدامة في الجزائر.

اللون أحمر : المؤشرات والنسب التي تدعم تحقق الاستدامة في الجزائر.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الدراسة التطبيقية.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب :

1. رفيق يونس المصري، الأزمة المالية العالمية، دار القلم، 2010، دمشق.
2. صالح صالحي، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي: دراسة للمفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل للأركان والسياسات والمؤسسات، دار الفجر للنشر والتوزيع، 2006، القاهرة.
3. صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم-الأهداف-الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع، 2005، القاهرة.
4. عبد المجيد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، 2003، مصر.
5. محمد بوحديدة، النظام المالي الإسلامي. التحديات، التجارب والآفاق، دار كليك للنشر، 2011، الجزائر.
6. ميشيل تودارو، التنمية الاقتصادية، ترجمة حسن حسني وحامد محمود، دار المريخ للنشر، 2009، الرياض.
7. يحي عبد الغني أبو الفتوح، الجوانب الاقتصادية والمالية وفي الميزانية العامة للدولة، مركز البحوث بمعهد الإدارة العامة،2014، العربية السعودية.

المقالات والمداخلات :

8. أوليفي بلانشر، حيث يكمن الخطر، مجلة التمويل والتنمية، العدد:51، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2014.
9. حمزة بن حسين الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية -عرض وتقويم- جامعة الملك عبد العزيز، 24 و25 ماي 2010، جدة.
10. زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي، للمؤتمر الدولي حول الصيرفة والمالية الإسلامية، الجامعة العالمية الإسلامية، 15و16جوان 2010، ماليزيا.
11. صالح صالحي، عبد الحليم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 20 و21 أكتوبر2009،جامعةسطيف1.
12. صالحي صالح، تأثير البرامج الاستثمارية العامة علىالنمو الاقتصادي والاندماج القطاعي بين النظرية الكنزية واستراتيجية النمو غير المتوازن للفترة 2001-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 13،2013 ، جامعة سطيف 1.

13. صالحي صالح، مشروع إقامة أكبر منطقة لتوطين الصناعة المالية الاسلامية في الجزائر بحجم 150 مليار دولار في آفاق 2024،مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد14،2014، جامعة سطيف1.
14. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الدين العام والقراض العام: أثرهما على الرفاه، مجلة جامعة الملك عبد العزيز :الاقتصاد الإسلامي، 1416هـ/1996م، السعودية.
15. عمرو محمد محمود سليمان، إدارة الدين العام : الانتقال من مفهوم الاستدامة المالية ومفهوم الاستدامة الاقتصادية، مصر، بدون سنة نشر.
16. فتحي خن، إدارة العوائد البترولية بما يحقق استدامة المالية العامة في الجزائر، المؤتمر الأول حول السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، 07-08 أفريل2015،سطيف.
17. فتحي خن، البعد الإسلامي لحوكمة إدارة المال العام بما يضمن الاستدامة المالية ويحقق المصلحة العامة للأجيال المتعاقبة، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 51، أغسطس 2016.
18. فتحي خن، التنقيط غير المالي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، مجلة جيل الدراسات المقارنة، مركز جيل البحث العلمي، العدد الاول-جوان 2016،لبنان.
19. فتحي خن، فوزي عبد الرزاق، تقييم مؤشرات الاستدامة المالية في الجزائر في ظل تراجع أسعار النفط في الاسواق العالمية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 45، منشورات جامعة محمد خيضر، نوفمبر 2016، بسكرة.
20. فتحي خن، كفاءة المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستدامة المالية للديون السيادية، المؤتمر العالمي العاشر للاقتصاد والتمويل الإسلامي حول لمؤتمر العالمي العاشر للاقتصاد والتمويل الإسلامي، مارس 2015، قطر.
21. كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية،مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، 2014، جامعة سطيف1.
22. محمد عبد الحليم عمر، الدين العام المفهوم-المؤشرات-الآثار، ندوة: « إدارة الدين العام » جامعة الأزهر،2003/12/21، مصر.
23. معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، 03 و04 ديسمبر 2012، جامعة قالمة.
24. هاشم محمد العركوب، إشكالية السياسات المالية العربية بين تطور الإنفاق الحكومي واحتواء الدين، حالة دراسية لبعض البلدان العربية (مصر، الأردن، تونس، المغرب)، للمدة (1990-2004)، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد: 5 / العدد: 13، 2009، العراق.

25. هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الاسلامية في معالجة الازمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي،2ديسمبر 2010، الأردن.

التقارير والمحاضرات:

26. بيتك للتمويل الكويتي للأبحاث المحدودة، تقرير عن الصكوك العالمية للنصف الأول من 2014، 24 يوليو 2014.
27. صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام مارس 2001، واشنطن.
28. صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، الآمال والواقع والمخاطر، أفريل 2014.
29. صندوق النقد العربي،التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2016،العدد 36، 2016، أبو ظبي.
30. المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم17، 2009، البحرين.
31. المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مشروع المنتجات والأدوات المالية في الفقه الإسلامي: المرحلة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الأولى، 2008.
32. بلقاسم العباس، طرق إدارة الديون الخارجية، محاضرات المعهد العربي للتخطيط.

المصادر من شبكة الأنترنيت:

33. سانجيف غوبتا، مارتين غرغيل، نظرة جديدة على مستقبل الدولة: إصلاح الإنفاق العام،: 21 يناير 2014، متوفر على الرابط التالي :
http://blog-montada.imf.org/?p=2913
34. سعود بن هاشم جليدان، الاستدامة المالية للمملكة، 2013/11/03، متوفر على الرابط التالي:
http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2013/11/03/.html
35. صندوق النقد الدولي، التمويل الإسلامي ودور صندوق النقد الدولي، متوفر على الرابط التالي:
http://www.imf.org/external/arabic/themes/islamicfinance/index.htm
36. مجلس دبي الاقتصادي، إدارة الدين العام والاستدامة المالية، جريدة البيان، 2013/08/25، متوفر على الرابط التالي:
http://www.albayan.ae/economy/last-deal/2013-08-25-1.1947132
37. محمد إبراهيم السقا، إقتصاديات التقشف، مجلة الاقتصادية، 2015/02/06، متوفر على الرابط التالي:
http://www.aleqt.com/2015/02/06/article_928781.html
38. مصالح الوزير الأول، مخطط عمل الحكومة، سبتمبر 2017، متوفر على الرابط التالي:
http://www.premier-ministre.gov.dz/ressources/front/files/pdf/plans-d-actions/plan-d-action-du-gouvernement-2017-ar.pdf
39. المملكة العربية السعودية، رؤية 2030، متوفر على الرابط التالي:www.vision2030.gov.sa
40. منى كمال، الإطار النظري للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية، نوفمبر 2010، متوفر على الرابط:

https://mpra.ub.uni-muenchen.de/26856/1/MPRA_paper_26856.pdf

41. مشروع تمهيدي لقانون يتمم الأمر رقم 03 11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003 ، المتعلق بالنقد والقرض، متوفر على الرابط التالي:
http://www.premier-ministre.gov.dz/ressources/front/files/pdf/textes-legislatifs-et-reglementaires/avant-projet-de-loi-relative-almonnaie-et-le-credit-ar.pdf

42. وزارة المالية السعودية، ميزانية المملكة العربية السعودية 2017، نسخة البيان العام، متوفر على الرابط التالي:
https://www.mof.gov.sa/docslibrary/Budget/Documents/2017.pdf

المراجع باللغة الأجنبية:

books :

43. Craig burnside. Fiscal sustainability in theory and practice. A handbook. The world bank. 2005. Washington.
44. Jonathan Gruber, "Public Finance and Public Policy", 3rd Edition, Worth Publishers, New York, 2011.
45. M. Reinhart, s. Rogoff,this time isdifferent: apanoramicview of eight centuries offinancial crises, april 16, 2008,eBook. in link : http://www.rrojasdatabank.info/rogoff2008.pdf
46. Michael Howard,"Publicsectoreconomics for developing countries",University of the West Indies Press, Jamaica,2001, p.129.in link :

https://books.google.dz/books?id=hq0aGc8pOEUC&printsec=frontcover&hl=fr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false

47. THOMAS PIKETTY. Le capital au XXIe siècle. EDITIONS DU SEUIL. Septembre2013. Paris.

Articles:

48. AL-Adayleh R and others,The structure of public debt in Jordanand its impact on economic growth(1980-2012) .MPRA Paper No. 56271, posted 30,April 2014.
49. Alessandro Missale. Sovereign debt management and fiscal vulnerabilities; workshop on policy interactions between fiscal policy, monetary policy and government debt management after the financial crisis. Papers No 65. Basel, 2 December 2011 BIS.
50. Ali Abbas, Bernardin Akitoby, Jochen Andritzky, Helge Berger, Takuji Komatsuzaki, Justin Tyson. Dealing with High Debt in an Era of Low Growth. INTERNATIONAL MONETARY FUND. September 2013.
51. Allen Schick. Sustainable Budget Policy: Concepts and Approaches.OECD JOURNAL ON BUDGETING Volume 5 – No. 1.OECD 2005.

52. Asier Cornejo Pérez, Jorge Diz Dias and Dagmar Hartwig Lojsch ,New and timely statistical indicators on government debt securities, Statistics Paper Series, European Central Bank. No 8 / June 2015.

53. Aslanli, K., Fiscal sustainability and the State Oil Fund in Azerbaijan, Journal of Eurasian Studies.2015.

54. Benedict Clements, Xavier Debrun, Brian Olden, and Amanda Sayegh, Shocks to the Purse .Governments must understand and manage risks to public spending and debt. Finance &development. December 2016. Volume 53. International monetary fund.

55. Blanchard, O. & D. Leigh.2013. Growth Forecast Errors and Financial Multipliers. IMF Working Paper 13/1. International Monetary Fund, Washington, D.C, January.

56. Charles Wyplosz. Debt Sustainability Assessment: The IMF Approach and Alternatives. Graduate Institute of International Studies. HEI Working Paper No: 03/2007. GENEVA.P :03.

57. Croce, E. and V.H. Juan-Ramon, Assessing fiscal Sustainability :A Cross-Country comparison, IMF Working, Washington,2003.

58. Elizabeth Currie, Jean-Jacques Dethier and Eriko Togo, "Institutional Arrangements for Public Debt Management", The World Bank, Policy Research Working Paper, WPS 3021, April 2003.

59. Eriko Togo. Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies : an analytical framework. The world bank. September 2007. Washington

60. Fabrizio Zampolli. Sovereign debt management as an instrument of monetary policy: an overview; workshop on policy interactions between fiscal policy, monetary policy and government debt management after the financial crisis. Papers No 65. Basel, 2 December 2011 BIS.

61. Farouk al-kasim. managing petroleum resources the ʻnorwegian modelʼ in a broad perspective, oxford institute for energy studies, uk 2006.

62. François Painchaud and Tihomir Stučka.Stress testing in the Debt Sustainability Framework (DSF) for Low-Income Countries. ECONOMIC POLICY AND DEBT DEPARTMENT(PRMED).WORLD BANK.May, 2011.

63. Garrick Hileman. The Seven Mechanisms for Achieving Sovereign Debt Sustainability. Working Papers No. 162/12.London School of Economics.March 2012.

64. Hans J Blommestein and Philip Turner. Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal.dominance and financial instability; workshop on policy interactions between fiscal policy, monetary policy and government debt management after the financial crisis. Papers No 65. Basel, 2 December 2011 BIS.

65. Jeffrey D. Lewis (World Bank) and José Viñals (IMF). REVISED GUIDELINES FOR PUBLIC DEBT MANAGEMENT, THE WORLD BANK and INTERNATIONAL MONETARY FUND, April 1, 2014.

66. Katarina Sehm Patomäki, Debt Sustainability Revisited , Helsinki Collegium for Advanced Studies. 122–142,2013,Helsinki.

67. Luca Bandiera, Nina Budina.and Sweder van Wijnbergen."how to" of fiscal sustainability in oil-rich countries: the case of azerbaijan. SSRN Electronic Journal. April 2008.

68. Monthly Bulletin; ANALYSING GOVERNMENT DEBT SUSTAINABILITYIN THE EURO AREA ; ECB; April 2012.

69. Neck, R. and Sturm, J.-E. (eds.): Sustainability of public debt.VII, BOOK REVIEW. Springer-Verlag .31 January 2009.

70. Paolo manasse. Debt sustainability and economic convergence of euro-area member states: challenges and solutions. European Parliment. Economic Governance Support Unit.February2015.

71. Paolo Manasse. Debt sustainability and economic convergence of euro-area Member States: Challenges and Solutions. EUROPEAN PARLIMENT. ECONOMIC GOVERNANCE SUPPORT UNIT.February2015.

72. Sebastian Becker, Public debt in 2020.A sustainability analysis for DM and EM economies, Deutsche Bank Research, March 24, 2010, Germany.

73. Silvio Contessi. An Application of Conventional Sovereign Debt Sustainability Analysis to the Current Debt Crises. Federal Reserve Bank of St. Louis Review94(3), May/June 2012.

74. Sturm.M & Gurtner.F& Gonzalez .J, Fiscal policy challenges in oil-exporting countries a review of key issues (Occasional paper series 104).Frankfurt/Main: ECB.2009.

75. Van Wijnbergen.S & Budina.N. Fiscal sustainability, volatility and oil wealth: a stochastic analysis of fiscal spending rules.Tinbergen Institute Discussion Paper.Netherlands. April 2011.

76. Yilmaz Akyüz. Debt Sustainability in Emerging Markets:A Critical Appraisal. Department of Economic and Social Affairs. November 2007.New York, N.Y. 10017, USA.

Reports :

77. Andrew Jewell. and others,ALGERIA SELECTED ISSUES. IMF Country Report No 14/342. December 2014.

78. Banking and Debt Management Department (BDM). DEBT MANAGEMENT PERFORMANCE ASSESSMENT TOOL. Revised December 2009.

79. BIS. Restoring fiscal sustainability.BIS 82nd Annual Report.in link: http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2012e5.pdf

80. Commonwealth of Australia, Intergenerational Report 2002-03,The Treasury, Parkes ACT, Budget PaperNo. 5, 4.May2002.
81. Congressional Budget Office, THE 2015 LONG-TERM BUDGET OUTLOOK,www.cbo.gov/publication/50250,Washington DC, JUNE 2015.
82. Congressional Budget Office, The Long-term Budget Outlook.publication/50250, December 2003,Washington DC.
83. Development finance international (DFI). Diversifying sources of financing for development. The world bank, washington, 23 april 2009.
84. Development finance international (DFI). Diversifying sources of financing for development. The world bank, washington, 23 april 2009.
85. Goblan Algahtani And Others. ASSESSING THE IMPORTANCE OF OIL AND INTEREST RATE SPILLOVERS FOR SAUDI ARABIA .SAUDI ARABIA. SELECTED ISSUES. IMF Country Report No. 15/286. October 2015.
86. Gro Harlem Brundtland.Rapport Brundtland:Notre avenir à tous- Avant-propos .P :14. disponible sur le lien suivant:
http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/sites/odyssee-developpementdurable/files/5/rapport_brundtland.pdf
87. H.M. Treasury, Long-term Public Finance Report: An Analysis of Fiscal Sustainability, H.M. Treasury, December 2004, London.
88. IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)-Guidance Note for Country Authorities, 2009.
89. IMF. Manual on fiscal transparency,2007.
90. IMF. NORWAY 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/214. July 2016.Washington.
91. IMF. Regional Economic Outlook UPDATE. Middle East and Central Asia Department. April 2016.
92. IMF. SAUDI ARABIA 2015 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 15/251. September 2015.Washington.
93. IMF.ALGERIA 2014 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 14/341. December 2014.Washington.
94. IMF.ALGERIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION.IMF Country Report No. 16/127. May 2016.Washington.
95. IMF.Public sector debt statistics : guide for compilers and users. 2011. Washington.
96. IMF.SAUDI ARABIA 2016 ARTICLE IV CONSULTATION. IMF Country Report No. 16/326. October 2016.Washington.
97. IMF.the commodities roller coaster a fiscal framework for uncertain times, fiscal monitor. october 2015.
98. International organization of supreme audit institutions. Debt indicators. Intosai general secretariat.A-1033 vienna.

99. Local Government Assossiation LGA, 'Financial Sustainability' Information Paper No 1 – Financial Sustainability- Revised January 2012.
100. Ministry of finance and economic affairs. medium-term debt management strategy:2014 – 2017.July 2014.and .medium-term debt management strategy:2013 – 2016.march 2013.norway.
101. Moez souissi. A structural model for algeria. Algeria. A structural model for algeria .selected issues.IMF country report no. 16/128.may 2016.
102. Norges bank. Norwegian government debt management. Investor presentation. 10 May 2016.
103. OECD. Governance at a glance 2009. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.2009.
104. Official list of MDG (Millennium Development Goals) indicators, Effective 15 January 2008.in link : http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/MDGsOfficialList2008 .pdf
105. The Department of Local Government; Financial Management (Sustainability) Guideline 2013; Version 1; June, 2013, Queensland Government.
106. The World Bank. International Debt Statistics 2016.Country Tables: Algeria.
107. Vienna Convention on Succession of States in Respect of State Property, Archives and Debts. concluded 8 April 1983, Text Pub. U.N. Doc.
108. World bank group. Debt management performance assessment (DEMPA) methodology. Public disclosure authorized 96671.2015.

Courses:

109. Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt. Introduction and Institutional Framework. The United Nations Institute for Training and Research (UNITAR).Module 1of e-Learning Course.
110. Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt. The Debt Office Functions. The United Nations Institute for Training and Research (UNITAR).Module2 of e-Learning Course.
111. IMF. Fiscal Sustainability. JOINT CMA-CGA-FMI WORKSHOP .January 27th& 28th, 2010.

Sources of Internet:

112. Amartya Sen. It isn't just the euro. Europe's democracy itself is at stake. in link: http://www.theguardian.com/commentisfree/2011/jun/22/euro-europes-democracy-rating-agencies
113. Government. No. The central government's outstanding debt . 2016-04-14. In link :https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/economic-policy/the-central-governments-outstanding-debt/id443404/
114. The public debt management network for emerging markets. Core Topics in Debt Management. in link: http://www.publicdebtnet.org/public/BEST-PRACT/
115. Jubilee debt campaign. Election 2015: how to avert a new debt crisis. 28 november 2014. In link:

http://jubileedebt.org.uk/reports-briefings/briefing/election-2015-avert-new-debt-crisis
116. Smriti chand. Following ratios may be estimated in studying the burden of public debt. In link : http://www.yourarticlelibrary.com/debts/following-ratios-may-be-estimated-in-studying-the-burden-of-public-debt/26318/
117. Smriti chand. Public Debt: 6 Major Forms of Public Debt – Explained.in Link : http://www.yourarticlelibrary.com/debts/public-debt-6-major-forms-of-public-debt-explained/26311/
118. UNCTAD. Effective Debt Management, DMFAS. in Link : http://vi.unctad.org/debt/debt/m2/SectionI.2.c.htm
119. hm-treasury.Debt and reserves management report 2014-15. March 2014. in link:Debt and Reserves Management Report 2014-15
120. Mike Williams. Medium-Term Debt Strategy. May 2010.in link: http://www.mj-w.net/presentations/MTDS-May10.pdf
121. International Monetary Fund. Debt Sustainability Analysis .11/10/ 2013. in link:http://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/

الملخص:

تهدف هذه الدراسة لبيان واقع الاستدامة المالية في الجزائر بالمقارنة مع كل من العربية السعودية والنرويج، وذلك في ظل توقعات بلجوء الجزائر مجددا للاستدانة الخارجية، وتقترح وضع استراتيجية متوسطة الأمد لإدارة الدين العام هدفها الحفاظ على الملاءة المالية، واستقرار وتيرة النمو الاقتصادي، وتحقيق مبدأ الانصاف بين الأجيال من خلال تجنيب الجزائر الوقوع مجددا في أزمة مديونية قد تؤثر بالسلب على أجيال المستقبل، وذلك من خلال طرح بدائل تمويلية لا تعتمد على علاقة الدائنية في أدائها، وتشكل مساهمة فعالة لتجميع و تعبئة الموارد المالية لتلبية احتياجات الحكومة التمويلية بما يحقق الاستدامة المالية في الجزائر.

الكلمات المفتاحية: الاستدامة المالية، إدارة الدين العام، الاستراتيجية.

Abstract:

This paper aims to show the reality of fiscal sustainability in Algeria, compared with both Saudi Arabia and Norway. in the light of expectations Algeriarecourse by again to external indebted, and proposes the establishment of a medium-term strategy for public debt management aimed at maintaining the solvency and stability of economic growth, and Achieving the principle of intergenerational equity through avoiding Algeria falling back into the debt crisis may negatively affect future generations, so by offering financing alternatives are not dependent The relationship of creditor-debtor, and constitute the contribution of effective collection the financial resources to meet the financing needs of the government in order to achieve fiscal sustainability in Algeria.

-Key words: The fiscal sustainability.public debt management. The strategy.

JEL Codes: E62; Q41; C13; C26.