

المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام
أعدّها خبراء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي
٢١ مارس ٢٠٠١

Guidelines for Public Debt Management

المحتويات

الصفحة	
٢	أولاً: ما هي إدارة الدين العام وما السبب في أهميتها؟
٥	ثانياً: الغرض من المبادئ التوجيهية
٧	ثالثاً: موجز المبادئ التوجيهية لإدارة الدين
١٢	رابعاً: مناقشة المبادئ التوجيهية
١٢	١- أهداف إدارة الدين وتنسيقها
١٦	٢- الشفافية والمساءلة
٢٠	٣- الإطار المؤسسي
٢٣	٤- استراتيجية إدارة الدين
٣٢	٥- إطار إدارة المخاطر
٣٨	٦- إنشاء سوق كفاء للأوراق المالية الحكومية والمحافظة عليها

الإطارات

١٣	١- المخاطر التي تواجه إدارة الدين السيادي
٢٤	٢- بعض المصاعب التي تنطوي عليها إدارة الدين
٣٠	٣- إدارة الأصول والخصوم
٣١	٤- استعراض عام لمؤشرات الحساسية إزاء التقلبات الخارجية
٣٩	٥- الشروط اللازمة لإقامة سوق كفاء للأوراق المالية الحكومية

أولاً: ما هي إدارة الدين العام وما السبب في أهميتها؟

١- إدارة الدين السيادي هي عملية وضع وتطبيق استراتيجية لإدارة دين الحكومة من أجل توفير مبلغ التمويل المطلوب، وتحقيق أهداف الحكومة المتعلقة بالمخاطر والتكلفة، بالإضافة إلى أية أهداف عامة أخرى تكون الحكومة قد حددتها لإدارة الدين السيادي، مثل إقامة سوق كفاء للأوراق المالية الحكومية والمحافظة عليها.

٢- ومن منظور اقتصادي كلي أكثر اتساعاً للسياسة العامة، يجب أن تسعى الحكومات إلى التأكد من قدرة اقتصادها على تحمل مستوى الدين العام ومعدل نموه، ومن إمكانية خدمة هذا الدين في ظل مجموعة كبيرة من الظروف المختلفة مع القدرة في نفس الوقت على تحقيق الأهداف المتعلقة بالتكلفة والمخاطر. ويشترك القائمون على إدارة الدين السيادي مع مستشاري سياسة المالية العامة والسياسة النقدية في اهتمامهم بأن تظل مديونية القطاع العام عند مستوى يمكن تحمله وبوجود استراتيجية موثوق بها لتخفيض مستويات الدين المفرطة. ويجب أن يتأكد القائمون على إدارة الدين من أن سلطات المالية العامة تدرك أثر احتياجات الحكومة التمويلية ومستويات ديونها على تكلفة الاقتراض.^١ ويعتبر كل من نسبة خدمة دين القطاع العام، ونسب الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي وإلى الإيرادات الضريبية من بين أمثلة المؤشرات التي تتناول مسألة إمكانية استمرار الدين.

٣- كانت الديون ذات الهياكل الضعيفة من حيث آجال الاستحقاق أو العملة أو تكوين أسعار الفائدة وكذلك الالتزامات الطارئة الكبيرة وغير الممولة من العوامل المهمة التي استحدثت الأزمات الاقتصادية في كثير من البلدان عبر التاريخ أو عملت على نشرها. فعلى سبيل المثال، بغض النظر عن نظام سعر الصرف المعتمد، أو ما إذا كان الدين بالعملة المحلية أو الأجنبية، كثيراً ما نشأت الأزمات بسبب تركيز الحكومات المفرط على إمكانية الاقتصاد في التكاليف من خلال الأحجام الكبيرة للدين قصير الأجل أو الدين بأسعار فائدة معومة. وقد أدى ذلك إلى تعرض ميزانيات الحكومات تعرضاً خطيراً لأوضاع السوق المالية المتغيرة، بما في ذلك التغيرات في الجدارة الائتمانية للبلد المعني عندما يستلزم الأمر تمديد أجل الدين. كذلك يطرح الدين المحرر بالنقد الأجنبي مخاطر معينة، ومن الممكن أن يؤدي الاعتماد المفرط على الدين المحرر بعملات أجنبية إلى ضغوط على سعر الصرف أو إلى ضغوط نقدية أو كليهما إذا تردد المستثمرون في إعادة

^١ يمكن أن تتعكس آثار سلبية على الناتج الحقيقي نتيجة لمستويات الدين المفرطة التي تؤدي إلى ارتفاع أسعار

الفائدة. راجع على سبيل المثال: A. Alesina, M. de Broeck, A Prati, and G. Tabellini, "Default Risk on Government Debt in OECD Countries," in Economic Policy: A European Forum (October 1992), pp. 428-463.

تمويل الدين الحكومي المحرر بالنقد الأجنبي. ومن خلال الحد من خطر تحول إدارة الحكومة لحافضة دينها إلى مصدر لعدم الاستقرار بالنسبة للقطاع الخاص، تستطيع الإدارة الحكيمة للدين الحكومي، إلى جانب السياسات السليمة لإدارة الالتزامات الاحتمالية، تخفيض درجة حساسية البلدان لآثار عدوى الأزمات والمخاطر المالية.

٤- إن حافضة الدين الحكومي هي في العادة أكبر حافضة مالية في البلدان. وغالبا ما تتضمن هذه الحافضة هياكل مالية معقدة ومحفوفة بالمخاطر، ويمكن أن تعرض ميزانية الحكومة والاستقرار المالي في البلد المعني لمخاطر جسيمة. ووفقا لما جاء في تقارير مجموعة العمل المعنية بالتدفقات الرأسمالية التابعة لمنندى الاستقرار المالي، فقد "أبرزت التجارب الأخيرة ضرورة أن تحد الحكومات من تراكم القروض المقصود بها توفير السيولة وغيرها من المخاطر التي تجعل اقتصاداتها حساسة بوجه خاص للصدمات الخارجية".^٢ لذلك فإن إدارة المخاطر السليمة في القطاع العام ضرورية أيضا لإدارة المخاطر في قطاعات الاقتصاد الأخرى "لأن الكيانات المفردة داخل القطاع الخاص تواجه عادة مشاكل جمة عندما تؤدي الإدارة الضعيفة لمخاطر الدين السيادي إلى الحساسية لأزمات السيولة". وتساعد هياكل الدين السليمة للحكومات على الحد من تعرضها لمخاطر أسعار الفائدة والعملة وغيرها. وتوسعى حكومات عديدة لدعم هذه الهياكل من خلال القيام، حيثما أمكن، بوضع قواعد معيارية للحافضة من حيث التكوين المرغوب للعملات، ومدة الدين، وهيكل استحقاقه، لتوفير الإرشاد اللازم لتكوين الحافضة في المستقبل.

٥- أبرزت عدة أزمات سابقة في سوق الدين أهمية الممارسات السليمة لإدارة الدين والحاجة إلى وجود سوق كفاء وقوي لرأس المال. ورغم أن سياسات إدارة الدين الحكومي قد لا تكون السبب الوحيد أو حتى السبب الرئيسي لتلك الأزمات، فإن هيكل الاستحقاق، وأسعار الفائدة وتكوين العملة بحافضة الدين الحكومي، وكذلك الارتباطات الكبيرة المتعلقة بالالتزامات الاحتمالية، كثيرا ما أسهمت جميعا في زيادة حدة الأزمة. وتؤدي الممارسات الخطرة لإدارة الدين، حتى في وجود سياسات اقتصادية كلية سليمة، إلى زيادة حساسية الاقتصاد للصدمات الاقتصادية والمالية. ومن الممكن أحيانا معالجة تلك المخاطر بسهولة باتخاذ تدابير مباشرة نسبيا، مثل إطالة آجال استحقاق الديون ودفع التكلفة الأعلى المصاحبة لخدمة الدين (بافتراض أن منحى العائد مائل إلى أعلى)، وبتعديل مقدار احتياطي النقد الأجنبي وأجل استحقاقها وتكوينها، وبإعادة النظر في المعايير والترتيبات التنظيمية المتعلقة بالالتزامات الاحتمالية.

٦- عادة ما تكون هياكل الدين الخطرة نتيجة للسياسات الاقتصادية غير الملائمة- سياسات المالية العامة والسياسات النقدية وسياسات سعر الصرف- وإن كانت الآثار الارتجاعية تسير دون شك في كلا الاتجاهين. ولكن هناك حدودا، على أية حال، لما تستطيع سياسات إدارة الدين السليمة تحقيقه. ذلك لأن

^٢ Financial Stability Forum, "Report of the Working Group on Capital Flows," April 5, 2000, p. 2.

سياسات إدارة الدين السليمة ليست علاجاً ناجحاً لجميع المشكلات أو بديلاً للإدارة المالية والنقدية السليمة. فإذا كانت دعائم سياسة الاقتصاد الكلي ضعيفة، فإن الإدارة الجيدة للدين السيادي قد لا تكفي بمفردها لمنع حدوث الأزمة. فالسياسات السليمة لإدارة الدين تحد من حساسية البلدان لعدوى الأزمات والمخاطر المالية لأنها تقوم بدور حافز لإيجاد سوق مالية أوسع وتحقيق التعميق المالي. وتؤيد التجارب الأخيرة الحجة القائلة، مثلاً، بأن أسواق الدين المحلية المتطورة يمكن أن تكون بديلاً للتمويل المصرفي (والعكس صحيح) عندما ينضب هذا المصدر، مما يساعد الاقتصادات على تجاوز الصدمات المالية.^٣

^٣ راجع، على سبيل المثال، Remarks by Chairman Alan Greenspan before the World Bank Group and the International Monetary Fund, Program of Seminars, Washington, D.C., September 27, 1999.

ثانياً: الغرض من المبادئ التوجيهية

٧- الغرض من المبادئ التوجيهية هو مساعدة صانعي السياسات على النظر في الإصلاحات الرامية إلى تقوية نوعية إدارتهم للدين العام والحد من حساسية بلدانهم للصدمات المالية الدولية. وتزداد درجة الحساسية عادة في البلدان الصغيرة وبلدان الأسواق الناشئة لأن اقتصاداتها قد تكون أقل تنوعاً وقاعدة مدخراتها المالية المحلية أصغر ونظمها المالية أقل تطوراً، كما أنها أكثر تعرضاً لعدوى الأزمات المالية من خلال التدفقات الرأسمالية الكبيرة الحجم نسبياً. ولذلك، يجب بحث هذه المبادئ التوجيهية في إطار أوسع يضم العوامل والقوى التي تؤثر على وضع السيولة لدى الحكومة بوجه عام، وإدارة ميزانيتها العمومية. وغالباً ما تدير الحكومات حوافز كبيرة لاحتياطات النقد الأجنبي، وكثيراً ما تتعرض مراكز مالىتها العامة لصدمات حقيقية ونقدية، كما أنها يمكن أن تتعرض لالتزامات طارئة كبيرة وتواجه عواقب الإدارة الضعيفة للميزانيات العمومية في القطاع الخاص. وسواء كانت الصدمات المالية نابعة من داخل القطاع المصرفي المحلي أو من عدوى الأزمات المالية العالمية، فإن احتواء التكلفة البشرية والإنتاجية المصاحبة لتلك الصدمات يستلزم بالضرورة انتهاج سياسات حكيمة لإدارة الدين الحكومي وسياسات اقتصادية كلية وتنظيمية جيدة.

٨- تغطي المبادئ التوجيهية الدين العام المحلي والخارجي وتشمل مجموعة واسعة من الاستحقاقات المالية على الحكومة. وتسعى تلك المبادئ إلى تعيين المجالات التي يوجد بها اتفاق عام حول ما يشكل عموماً ممارسات سليمة في إدارة الدين العام. وتحاول تلك المبادئ التوجيهية التركيز على المبادئ التي يمكن تطبيقها على عدد كبير من البلدان تمر بمراحل تنموية مختلفة وتتميز بهياكل مؤسسية متنوعة لإدارة الدين القومي. ولا يجب اعتبار تلك المبادئ التوجيهية مجموعة من الممارسات الملزمة أو المعايير أو القوانين الجامدة. كذلك لا تعني هذه المبادئ أن هناك مجموعة وحيدة من الممارسات أو القواعد السليمة يمكن أن تطبق على جميع البلدان في كل المواقف. فبناء القدرات في مجال إدارة الدين السيادي يستغرق سنوات عديدة كما أن البلدان تختلف اختلافاً كبيراً من حيث المواقف التي تمر بها والاحتياجات اللازمة لها. وتهدف هذه المبادئ التوجيهية أساساً إلى مساعدة صانعي السياسات من خلال نشر الممارسات السليمة المعتمدة لدى البلدان الأعضاء فيما يتعلق باستراتيجيات وعمليات إدارة الدين. ويختلف تطبيق هذه المبادئ من بلد إلى آخر، حسب ظروف كل بلد من حيث مرحلة التطور المالي مثلاً.

٩- تختلف احتياجات بناء قدرات كل بلد في مجال إدارة الدين السيادي. وتتشكل احتياجات البلدان حسب القيود التي تواجهها في سوق رأس المال، ونظمها المختارة لسعر الصرف، ونوعية سياساتها الاقتصادية الكلية والتنظيمية، وقدراتها المؤسسية على تصميم الإصلاحات وتنفيذها، ومراكزها الائتمانية، وأهدافها لإدارة الدين العام. لذلك ينبغي تصميم عملية بناء القدرات والمساعدة الفنية بعناية بما يحقق أهداف

السياسة المعلنة، مع أخذ مرتكزات السياسة والإطار المؤسسي والتكنولوجيا والموارد البشرية والمالية المتاحة في الاعتبار. ومن المفترض أن تساعد المبادئ التوجيهية مستشاري السياسة وصانعي القرارات المشاركين في تصميم إصلاحات إدارة الدين وهم يطرحون قضايا السياسة العامة التي تهم جميع البلدان. ويصدق هذا سواء كان الدين العام يضم ديناً قابلاً للتداول أو ديناً من مصادر رسمية ثنائية أو متعددة الأطراف، رغم اختلاف التدابير المحددة التي يتم اعتمادها لمراعاة الظروف الخاصة بكل بلد على حدة.

١٠- تواجه كل حكومة خيارات للسياسة تتعلق بأهداف إدارة الدين، والمستوى المفضل لتحمل المخاطر، والجزء المختار من ميزانية الحكومة الذي يتحمل مسؤوليته القائمون على إدارة الدين، وكيفية إدارة الالتزامات الاحتمالية، وكيفية إرساء أساليب تنظيمية سليمة لإدارة الدين العام. وفيما يتعلق بالعديد من هذه القضايا، هناك تقارب متزايد في الآراء حول ما يعتبر ممارسات حكيمة لإدارة الدين السيادي من شأنها الحد أيضاً من حساسية البلدان لآثار الأزمات الخارجية والصدمات المالية. وتشمل هذه القضايا الاعتراف بمزايا وجود أهداف واضحة لإدارة الدين؛ وتقدير حجم المخاطر في ضوء اعتبارات التكلفة؛ والفصل بين إدارة الدين والإدارة النقدية من حيث الأهداف ومناطق المساءلة، مع التنسيق بينهما؛ ووضع حدود للتوسع في الاقتراض؛ وتوخي الحرص في إدارة مخاطر إعادة التمويل ومخاطر السوق وتكلفة فوائد أعباء الديون؛ وضرورة إقامة هيكل مؤسسي سليم وسياسات قوية للحد من المخاطر التشغيلية، بما في ذلك تفويض المسؤوليات بشكل واضح للهيئات الحكومية القائمة على إدارة الدين وتحديد مناطق المساءلة عنها.

١١- يجب ربط إدارة الدين بإطار اقتصادي كلي واضح تسعى الحكومة من خلاله لضمان القدرة على الاستمرار في تحمل مستوى الدين العام ومعدل نموه. وتنشأ عادة مشكلات إدارة الدين العام نتيجة لعدم اهتمام صانعي السياسات بالمزايا التي ينطوي عليها انتهاج استراتيجيات حكيمة لإدارة الدين والتكاليف التي تترتب على ضعف إدارة الاقتصاد الكلي. وفي الحالة الأولى يجب على السلطات أن توجه اهتماماً أكبر لمزايا انتهاج استراتيجيات حكيمة وإطار ملائم وسياسات جيدة لإدارة الدين، بحيث تتسق جميعاً مع الإطار السليم لسياسة الاقتصاد الكلي. وفي الحالة الثانية، تؤدي سياسات المالية العامة أو السياسات النقدية أو سياسات سعر الصرف غير الملائمة إلى إثارة الشكوك في الأسواق المالية بصدد العائد المستقبلي المتاح من الاستثمارات المحررة بالعملة المحلية، وبالتالي تحت المستثمرين على طلب علاوات مخاطر أعلى. وقد يعزف المقترضون والمقرضون على حد سواء، وعلى الأخص في الأسواق النامية والناشئة، عن الدخول في ارتباطات طويلة الأجل، مما قد يفرض قيوداً على تطور الأسواق المالية المحلية ومن ثم يعوق بشكل خطير مساعي القائمين على إدارة الدين لحماية الحكومة من التمديد المفرط للدين ومخاطر النقد الأجنبي. ومن الممكن أن يساعد سجل الأداء الجيد في مجال تطبيق سياسات اقتصادية كلية سليمة على تخفيف حدة هذه الشكوك. ويجب أن يكون ذلك مصحوباً بإقامة بنية أساسية فنية ملائمة - كإنشاء سجل مركزي ونظام للمدفوعات والتسويات - لتسهيل تطوير الأسواق المالية المحلية.

ثالثاً: موجز المبادئ التوجيهية لإدارة الدين

١- أهداف إدارة الدين وتنسيقها

١-١ الأهداف

الهدف الرئيسي لإدارة الدين العام هو ضمان تلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة وسداد التزاماتها بأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط إلى الطويل، بدرجة معقولة من المخاطرة.

٢-١ النطاق

يجب أن تتضمن إدارة الدين الالتزامات المالية الأساسية الخاضعة لسيطرة الحكومة المركزية.

٣-١ التنسيق مع السياسات النقدية والمالية العامة

يجب أن يتماثل مفهوم أهداف إدارة الدين وسياسات المالية العامة والسياسات النقدية لدى القائمين على إدارة الدين ومستشاري سياسة المالية العامة ومسؤولي البنوك المركزية، نظراً للاعتماد المتبادل بين ما يستخدمونه من أدوات مختلفة للسياسة. وينبغي للقائمين على إدارة الدين إبلاغ السلطات المختصة بشؤون المالية العامة بوجهة نظرهم بشأن التكاليف والمخاطر المصاحبين لاحتياجات الحكومة التمويلية ومستويات دينها.

ويجب الفصل بين إدارة الدين والسياسة النقدية من حيث الأهداف ومناطق المساءلة، حيثما سمح مستوى التطور المالي بذلك.

ويجب أيضاً أن تتبادل سلطات إدارة الدين وسلطات المالية العامة والسلطات النقدية المعلومات المتعلقة باحتياجات الحكومة الحالية والمستقبلية من السيولة.

٢- الشفافية والمساءلة

١-٢ وضوح أدوار ومسؤوليات وأهداف الهيئات المالية المسؤولة عن إدارة الدين

يجب إعلان توزيع المسؤوليات بين وزارة المالية، والبنك المركزي، أو أية هيئة مستقلة لإدارة الدين، فيما يتعلق بإسداء المشورة بشأن سياسة إدارة الدين، وطرح إصدارات الدين الأساسية، وترتيبات السوق الثانوية، وجهات الإيداع، وترتيبات المقاصة والتسوية المتعلقة بتداول الأوراق المالية الحكومية.

ويجب إعلان أهداف إدارة الدين وتحديدها بوضوح، وشرح التدابير المعتمدة للتكاليف والمخاطر.

٢-٢ عملية مفتوحة لصياغة سياسات إدارة الدين والإبلاغ بها

يجب إعلان الجوانب المهمة لعمليات إدارة الدين.

٣-٢ توفير المعلومات للجمهور عن سياسات إدارة الدين

يجب تزويد الجمهور بمعلومات عن نشاط الميزانية السابق والراهن والمتوقع بما في ذلك أساليب تمويلها، والمركز المالي الموحد للحكومة.

ويجب أن تنشر الحكومة بانتظام معلومات عن رصيد وتكوين ديونها وأصولها المالية، بما في ذلك العملة المستخدمة فيها وآجال استحقاقها وهيكل أسعار الفائدة المرتبط بها.

٤-٢ المساءلة و ضمانات السلامة المالية لحسابات الهيئات المسؤولة عن إدارة الدين

يجب أن يتولى مراجعون خارجيون تدقيق حسابات أنشطة إدارة الدين على أساس سنوي.

٣- الإطار المؤسسي

٣-١ سلامة التنظيم والإدارة

يجب أن يوضح الإطار القانوني أصحاب سلطة الاقتراض وإصدار الديون الجديدة، والاستثمار، وإجراء المعاملات نيابة عن الحكومة.

ويجب أن يكون الإطار التنظيمي لإدارة الدين محددًا بدقة، وأن يضمن الوصف الدقيق للصلاحيات والأدوار المختلفة.

٣-٢ إدارة العمليات الداخلية

يجب إدارة مخاطر الخسائر الحكومية الناجمة عن عدم ملاءمة الضوابط التشغيلية وفق ممارسات تجارية سليمة، بما في ذلك التفصيل الدقيق لمسؤوليات الموظفين، ووضع سياسات واضحة للمتابعة والمراقبة وترتيبات لا لبس فيها للإبلاغ بالمعلومات.

ويجب دعم أنشطة إدارة الدين بنظام دقيق وشامل لمعلومات الإدارة مقترن بالضمانات الوقائية الملائمة.

ويجب أن يخضع الموظفون المختصون بإدارة الدين لمدونة قواعد سلوك ومبادئ توجيهية تحكم مواقف تضارب المصالح بين إدارة الدين وإدارة شؤونهم المالية الخاصة.

ويجب أيضا تحديد إجراءات سليمة لمعاودة النشاط المعتاد من شأنها تخفيف احتمالات الاضطراب الحاد في أنشطة إدارة الدين نتيجة للكوارث الطبيعية أو القلاقل الاجتماعية أو أعمال الإرهاب.

٤- استراتيجية إدارة الدين

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 الاعتبار.

وينبغي 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.

ويجب أيضا على القائمين بإدارة الدين تقييم وإدارة المخاطر المصاحبة للدين المحرر بالعملة الأجنبية والدين قصير الأجل أو الدين بأسعار فائدة معومة.

ومن الضروري وجود سياسات نافذة لإدارة النقد على نحو مردود التكلفة لكي تطمئن السلطات إلى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية عند الاستحقاق.

٥- إطار إدارة المخاطر

يجب وضع إطار يمكن القائمين على إدارة الدين من تحديد وإدارة المفاضلات بين التكلفة المتوقعة لحافضة الدين الحكومي والمخاطر التي تحيط بها.

ولتقييم المخاطر، ينبغي للقائمين على إدارة الدين إجراء اختبارات ضغط منتظمة على حافضة الدين استنادا إلى الصدمات الاقتصادية والمالية التي يمكن أن تتعرض لها الحكومة - والبلد بوجه عام.

٥-١ نطاق الإدارة الفعالة

يجب أن يدرك المختصون الذين يسعون إلى إدارة حافضة الدين على نحو فعال للاستفادة من الحركات المتوقعة لأسعار الفائدة وأسعار الصرف - التي تختلف عن تلك المتضمنة في أسعار السوق الجارية - المخاطر التي تتطوي عليها تلك الممارسة كما يجب أن يقفوا موقف المساءلة عن أعمالهم.

٥-٢ الالتزامات الاحتمالية

يجب أن يأخذ القائمون على إدارة الدين في اعتبارهم عند اتخاذ قرارات الاقتراض أثر الالتزامات الاحتمالية على المركز المالي للحكومة، بما في ذلك سيولتها الكلية.

٦- إنشاء سوق كفاء للأوراق المالية الحكومية والمحافظة عليها

لتخفيض التكاليف والمخاطر إلى أدنى حد ممكن على المدى المتوسط والطويل، يجب أن يتأكد القائمون على إدارة الدين من أن سياساتهم وعملياتهم تتفق وهدف إنشاء سوق كفاء للأوراق المالية الحكومية.

٦-١ تنويع الحافظة وأدواتها

يجب أن تسعى الحكومة لتوسيع قاعدة المستثمرين لالتزاماتها المحلية والخارجية، مع النظر بعين الاعتبار الواجب لكل من التكاليف والمخاطر، وأن تعامل المستثمرين معاملة متساوية.

٦-٢ السوق الأولية

يجب أن تكون عمليات إدارة الدين في السوق الأولية شفافة ويمكن التنبؤ بها.

ويجب، قدر الإمكان، استخدام آليات تستند إلى قوى السوق عند إصدار سندات الدين، بما في ذلك المزايدات التنافسية والاتحادات المالية.

٦-٣ السوق الثانوية

يجب أن تدعم الحكومات والبنوك المركزية إقامة أسواق ثانوية مرنة يمكن أن تعمل بشكل فعال في ظل مختلف أوضاع السوق.

ويجب اتباع ممارسات سليمة في النظم المستخدمة لتسوية وتخليص معاملات السوق المالية التي تتضمن أوراقا مالية حكومية.

رابعاً: مناقشة المبادئ التوجيهية

١- أهداف إدارة الدين وتنسيقها

١-١ الأهداف

١٢- الهدف الرئيسي لإدارة الدين العام هو ضمان تلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة والوفاء بالتزاماتها المالية بأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط والطويل، بشكل يتفق ودرجة معقولة من المخاطرة. والحكمة في إدارة المخاطر لتجنب هياكل واستراتيجيات الدين الخطرة (بما في ذلك التمويل النقدي للدين الحكومي) هي أمر لا غنى عنه نظراً لما يستتبع التخلف عن سداد الدين السيادي من عواقب وخيمة على الاقتصاد الكلي، وحجم خسائر الناتج المترتبة على ذلك. وتشمل هذه التكاليف إفسار الأعمال والبنوك وتناقص مصداقية الحكومة وقدرتها على تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية على المدى الطويل. ويقدم الإطار الأول قائمة بأهم المخاطر التي تواجه إدارة الدين السيادي.

١٣- يجب أن تحاول الحكومات تخفيض تكلفة خدمة الدين المتوقعة وتكلفة حيازة الأصول السائلة إلي أدنى حد ممكن، مع السماح بمستوى مقبول من المخاطرة على المدى المتوسط إلى الطويل.^٤ ويجب ألا يكون هدف إدارة الدين هو تخفيض التكاليف إلى أدنى حد ممكن بغض النظر عن عنصر المخاطرة. وغالباً ما تتطوي المعاملات التي تبدو مخفضة لتكاليف خدمة الدين على مخاطر كبيرة للحكومة، وقد تحد من قدرتها على السداد للمقرضين. وفي معظم الحالات، تركز البلدان المتقدمة، وهي التي تمتلك في العادة أسواقاً عميقة وسائلة للأوراق المالية الحكومية، على مخاطر السوق بالدرجة الأولى، وقد تستخدم إلى جانب اختبارات الضغط نماذج حوافظ متطورة لقياس تلك المخاطر. وفي المقابل، في حالة بلدان الأسواق الناشئة، ذات القدرة المحدودة (إن وجدت) على دخول أسواق رأس المال الأجنبية والتي تمتلك أيضاً أسواقاً غير متطورة نسبياً للدين المحلي، يجب إعطاء أولوية أكبر لمخاطرة تجديد الدين. ويجب أيضاً، حيثما أمكن، تجنب اعتماد سياسات إدارة الدين الرامية إلى تطوير سوق الدين المحلي باعتبارها هدفاً بارزاً من أهداف الحكومة. ويعتبر هذا الهدف مهماً على وجه الخصوص في البلدان التي تخضع لقيود سوقية شديدة إلى الحد الذي قد تصبح معه الديون قصيرة الأجل، والديون بأسعار فائدة معومة، والديون بالنقد الأجنبي، ولو على المدى القصير، هي بدائل التمويل النقدي الوحيدة الممكنة.

^٤ إلى جانب الاهتمام بالتكاليف الحقيقية للأزمات المالية، فإن رغبة الحكومات في تجنب هياكل الدين المفرطة في المخاطرة تعكس قلقها إزاء الآثار التي يمكن أن تحدثها الخسائر على مراكز مالياتها العامة وقدرتها على الوصول إلى رأس المال، واحتمال أن تؤدي الخسائر في نهاية الأمر إلى زيادة الأعباء الضريبية والمخاطر السياسية.

الإطار ١ - المخاطر التي تواجه إدارة الدين السيادي

المخاطرة	الوصف
مخاطرة السوق	يشير إلى المخاطر المصاحبة للتغيرات في أسعار السوق، مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع، على تكلفة خدمة الدين الحكومي. وفي حالتي الدين المحلي والدين بالنقد الأجنبي، تؤثر تغيرات أسعار الفائدة على تكلفة خدمة الدين على الإصدارات الجديدة عند إعادة تمويل الدين ذي السعر الثابت، وعلى الدين ذي السعر المعوم ففي تواريخ إعادة تحديد السعر. لذلك فإن الدين قصير المدة (قصير الأجل أو ذو السعر المعوم) ينطوي عادة على مخاطرة أكبر من الدين طويل الأجل ذي السعر الثابت (قد يكون التركيز المفرط على الدين ذي الأجل الطويل للغاية والسعر الثابت خطرا أيضا لأن احتياجات التمويل المستقبلية غير مؤكدة). كذلك فإن الدين المحرر أو المؤشر بعملات أجنبية يضيف أيضا سمة التقلب على تكلفة خدمة الدين المقيسة بالعملة المحلية بسبب حركات سعر الصرف. ومن الممكن أن تؤدي السندات ذات خيارات البيع الضمنية إلى تفاقم مخاطر السوق والتجديد.
مخاطرة التجديد	هي مخاطرة تجديد الدين بتكلفة مرتفعة بشكل غير عادي، أو في الحالات المتطرفة، عدم إمكانية تجديد الدين على الإطلاق. وإذا كانت مخاطرة التجديد قاصرة على احتمال تجديد الدين بأسعار فائدة أعلى، بما في ذلك لتغيرات في هوامش الائتمان، يمكن اعتبارها نوعا من أنواع مخاطر السوق. ولكن مخاطرة التجديد كثيرا ما تعامل بصورة مستقلة لأن عدم القدرة على تجديد الدين أو الزيادات الكبيرة غير العادية في تكلفة الدين الحكومي أو كليهما يمكن أن يتسببا في أزمة دين أو يؤديا إلى تفاقم تلك الأزمة، وبالتالي إلى خسائر اقتصادية حقيقية، إلى جانب الآثار المالية المحض لارتفاع أسعار الفائدة. وتعلق أهمية خاصة على إدارة هذه المخاطرة في بلدان الأسواق الناشئة.
مخاطرة السيولة	هناك نوعان من مخاطر السيولة. وتتمثل المخاطرة الأولى في التكلفة أو الغرامة التي يواجهها المستثمرون عند محاولة الخروج من مركز ما عندما يقل عدد المتعاملين بشكل ملحوظ أو بسبب افتقار سوق معينة إلى العمق المالي. وتكتسب هذه المخاطرة أهمية خاصة في الحالات التي تشتمل فيها إدارة الدين على إدارة أصول سائلة أو استخدام عقود مشتقات. والشكل الآخر لمخاطر السيولة، بالنسبة للمقترض، هو الوضع الذي يتناقض فيه حجم الأصول السائلة بسرعة إما في مواجهة التزامات تدفق نقدي غير متوقعة أو في مواجهة صعوبة ممكنة في تعبئة النقد بالافتراض خلال فترة زمنية قصيرة أو كليهما.
مخاطرة الائتمان	مخاطرة عدم أداء المقترضين للقروض أو غيرها من الأصول المالية أو عدم أداء الطرف المقابل لالتزاماته في العقود المالية. وتكتسب هذه المخاطرة أهمية خاصة في الحالات التي تشتمل فيها إدارة الدين على إدارة أصول سائلة. وقد تكتسب أهمية أيضا في قبول العطاءات في مزادات الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة، وأيضا فيما يتصل بالالتزامات الاحتمالية، وفي عقود المشتقات التي يدخل فيها القائم على إدارة الدين.
مخاطرة التسوية	تشير إلى الخسارة المحتملة التي يمكن أن تتكبدها الحكومة كطرف مقابل نتيجة لعجز طرف مقابل آخر عن التسوية لأي سبب آخر بخلاف التخلف عن السداد.
المخاطرة التشغيلية	تشمل أنواع مختلفة من المخاطر، ومنها أخطاء المعاملات في مختلف مراحل تنفيذ المعاملات وقيدها، أو عدم كفاية أو فشل الرقابة الداخلية أو النظم والخدمات، أو مخاطرة السمعة، أو المخاطرة القانونية، أو نقض السرية، أو الكوارث الطبيعية التي تؤثر على النشاط الاقتصادي.

٢-١ النطاق

١٤- يجب أن تتضمن إدارة الدين الالتزامات المالية الأساسية الخاضعة لسيطرة الحكومة المركزية. وتضم هذه الالتزامات عادة الدين القابل للتداول والدين غير السوقي، مثل التمويل الميسر الذي يتم الحصول عليه من مصادر رسمية ثنائية ومتعددة الأطراف. وقد اتسع نطاق عمليات إدارة الدين في عدد من البلدان في السنوات الأخيرة. ومع ذلك فإن دين القطاع العام، الذي يدخل ضمن صلاحيات الحكومة المركزية المتعلقة بإدارة الدين أو يستبعد منها، يختلف من بلد لآخر حسب طبيعة الأطر السياسية والمؤسسية.^٥

١٥- ويتم التنسيق حالياً في العادة بين الاقتراض المحلي والاقتراض بالنقد الأجنبي. وفضلاً عن ذلك فإن إدارة الدين كثيراً ما تشمل الإشراف على الأصول المالية السائلة والقروض المحتملة نتيجة للاستحقاقات على الحكومة خارج الميزانية العمومية، بما في ذلك الالتزامات الاحتمالية مثل ضمانات الدولة. ويتطلب وضع وتنفيذ استراتيجية لإدارة دين الحكومة المركزية بما يحقق أهداف التكلفة والمخاطر وأية أهداف أخرى لإدارة الدين السيادي أن تقوم الحكومة المركزية بمتابعة ومراجعة المطالبات المحتملة التي قد تنشأ عن ضمان ديون المؤسسات التابعة لمستويات الحكومة دون المركزية والمؤسسات المملوكة للدولة، وأن تكون على علم، حيثما أمكن، بالمركز المالي الكلي للمقترضين التابعين للقطاعين العام والخاص. وقد يتطلب الأمر تنسيق تواريخ اقتراض الحكومة المركزية ومستويات الحكومة دون المركزية للتأكد من وجود فواصل زمنية ملائمة بين مزادات الإصدارات الجديدة.

٣-١ التنسيق مع السياسات النقدية وسياسات المالية العامة

١٦- يجب أن يتماثل مفهوم أهداف إدارة الدين وسياسات المالية العامة والسياسات النقدية لدى القائمين على إدارة الدين ومستشاري سياسة المالية العامة ومسؤولي البنوك المركزية، نظراً للاعتماد المتبادل بين ما يستخدمونه من أدوات مختلفة للسياسة. وينبغي للقائمين على إدارة الدين إبلاغ السلطات المختصة بشؤون المالية العامة بوجهة نظرهم بشأن التكاليف والمخاطر المصاحبين لاحتياجات الحكومة التمويلية ومستويات دينها. ويجب أن يفهم صانعو السياسات أساليب عمل مختلف أدوات السياسة العامة، وإمكانيات التعزيز المتبادل فيما بينها، وكيف تنشأ التوترات في السياسة الاقتصادية.^٦ ومن الممكن لإدارة الدين الحكيم وسياسات المالية العامة والسياسات النقدية أن تعزز بعضها البعض من خلال المساعدة على تخفيض

^٥ قد تستفيد أيضاً من هذه المبادئ التوجيهية مستويات الحكومة الأخرى التي تتحمل مسؤوليات في مجال إدارة الدين.

^٦ للحصول على مزيد من المعلومات عن قضايا التنسيق، راجع V. Sundararajan, Peter Dattels, and Hans J. Blomestien, eds., "Coordinating Public Debt and Monetary Management" (Washington: D.C., IMF), 1997.

علاوات المخاطر في هيكل أسعار الفائدة طويلة الأجل. ويجب على السلطات النقدية أن تخطر السلطات المختصة بالمالية العامة بمدى تأثير مستويات الدين الحكومي على تحقيق الأهداف النقدية. ويساعد وضع حدود قصوى للاقتراض وممارسات إدارة المخاطر السليمة في حماية الميزانية العمومية للحكومة من صدمات خدمة الدين. وقد ينشأ في بعض الحالات تعارض بين إدارة الدين والسياسات النقدية بسبب اختلاف الأغراض - إذ تركز إدارة الدين على المفاضلة بين التكلفة والمخاطر، بينما تتجه السياسة النقدية في المعتاد نحو تحقيق هدف استقرار الأسعار. فعلى سبيل المثال، قد تفضل بعض البنوك المركزية أن تصدر الحكومة ديناً مؤشراً بالتضخم أو أن تقترض بالنقد الأجنبي لدعم مصداقية السياسة النقدية، بينما يرى القائمون على إدارة الدين أن السوق الملائم لمثل هذا الدين المؤشر بالتضخم لم يتطور تطوراً كاملاً بعد وأن الدين بالنقد الأجنبي يعرض ميزانية الحكومة لمخاطرة أكبر. كذلك قد ينشأ صدام بين القائمين على إدارة الدين وسلطات المالية العامة بشأن مسائل كالتدفقات النقدية المتضمنة في هيكل معين للدين (مثل إصدار دين بدون قسائم لنقل عبء الدين إلى الأجيال المقبلة). ولهذا السبب، من المهم أن يتم التنسيق داخل إطار اقتصادي كلي واضح.

١٧- **يجب الفصل بين إدارة الدين والسياسة النقدية من حيث الأهداف ومناطق المساءلة، حيثما سمح مستوى التطور المالي بذلك.** فوضوح الأدوار والأهداف في إدارة الدين والسياسة النقدية يعمل على تقليل الصراعات الممكنة إلى الحد الأدنى. وتستند برامج الاقتراض في البلدان ذات الأسواق المالية المتطورة إلى التوقعات الاقتصادية والمالية العامة المتضمنة في ميزانية الحكومة، ويتم تنفيذ السياسة النقدية بصورة مستقلة عن إدارة الدين. ويضمن ذلك عدم وجود تصورات بأن قرارات إدارة الدين تتأثر بمعلومات المصادر الداخلية المطلعة عن القرارات المتعلقة بأسعار الفائدة، وبأن عمليات السوق خاضعة لتضارب المصالح. وينبغي عدم النظر إلى هدف تقليص تكلفة الدين الحكومي إلى الحد الأدنى مع مرور الوقت، شريطة تحقيق مستوى معقول من المخاطر، باعتباره تفويضا بتخفيض أسعار الفائدة أو بالتأثير على الأوضاع النقدية المحلية. كذلك يجب عدم اعتبار هدف تخفيض التكلفة والمخاطر مبرراً لتقديم ائتمان منخفض التكلفة من البنك المركزي إلى الحكومة، أو اتخاذ قرارات السياسة النقدية استناداً إلى اعتبارات إدارة الدين.

١٨- **يجب أن تتبادل سلطات إدارة الدين وسلطات المالية العامة والسلطات النقدية المعلومات المتعلقة باحتياجات الحكومة الحالية والمستقبلية من السيولة.** فنظراً لأن العمليات النقدية تتم في أغلب الحالات باستخدام أدوات وأسواق الدين الحكومي، يكون لاختيار الأدوات النقدية وإجراءات التشغيل أثر على عمل أسواق الدين الحكومي، وربما على الوضع المالي للمتعاملين في تلك الأسواق. ومن نفس المنطلق، تتطلب الإدارة الفعالة للسياسة النقدية فهماً تاماً للتدفقات المالية الحكومية قصيرة الأجل وطويلة الأجل. ولذلك كثيراً ما يعقد مسؤولو إدارة الدين والمسؤولين عن سياسة المالية العامة والسياسة النقدية اجتماعات لبحث عدد

كبير من قضايا السياسة الاقتصادية. وعلى المستوى التشغيلي تتبادل سلطات إدارة الدين وسلطات المالية العامة والسلطات النقدية المعلومات عن احتياجات الحكومة الراهنة والمستقبلية من السيولة. وهم ينسقون عملياتهم السوقية في العادة للتأكد من أنهم لا يعملون جميعاً في نفس الجزء من السوق في الوقت ذاته. ومع ذلك، فإن تحقيق درجة ملائمة من الفصل بين إدارة الدين والسياسة النقدية قد يكون أكثر صعوبة في البلدان ذات الأسواق المالية الأقل تطوراً، لأن عمليات إدارة الدين قد يكون لها تأثير أكبر على مستوى أسعار الفائدة وعمل سوق رأس المال المحلية. ومن ثم يتعين الاهتمام بتتابع الإصلاحات لتحقيق هذا الفصل.

٢- الشفافية والمساءلة^٧

١٩- وفقاً لما جاء في ميثاق الممارسات السليمة لشفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ، تستند الحاجة إلى الشفافية في عمليات إدارة الدين إلى افتراضين رئيسيين؛ الأول أن فعالية تلك العمليات يمكن أن تتعزز إذا كان الجمهور (الأسواق المالية) على علم بأهداف السياسة وأدواتها وإذا كان بوسع السلطات أن تقطع على نفسها التزاماً جديراً بالمصداقية لتحقيق تلك الأهداف؛ أما الافتراض الثاني فهو أن الشفافية يمكن أن تدعم حسن ممارسة الصلاحيات من خلال مساءلة البنوك المركزية ووزارات المالية، والمؤسسات العامة الأخرى المشاركة في إدارة الدين.

٢-١ وضوح أدوار ومسؤوليات وأهداف الهيئات المالية المسؤولة عن إدارة الدين

٢٠- يجب إعلان توزيع المسؤوليات بين وزارة المالية، والبنك المركزي، أو أية هيئة مستقلة لإدارة الدين، فيما يتعلق بإسداء المشورة بشأن سياسة إدارة الدين، وطرح إصدارات الدين الأساسية، وترتيبات السوق الثانوية، وجهات الإيداع، وترتيبات المقاصة والتسوية المتعلقة بتداول الأوراق المالية الحكومية.^٨ فمن الممكن أن تساعد شفافية الاختصاصات ووضوح القواعد والإجراءات في عمليات البنك المركزي ووزارة المالية في حسم أوجه التضارب بين السياسات والعمليات النقدية وسياسات وعمليات إدارة الدين. كذلك تساعد الشفافية والبساطة في عمليات إدارة الدين وتصميم أدوات الدين جهات الإصدار في تخفيض تكاليف المعاملات وتحقيق أهداف حوافظهم، كما أنهما قد تساعدان في الحد من درجة عدم اليقين بين المستثمرين، وتخفيض تكاليف معاملاتهم، وتشجيع زيادة المشاركة من جانب المستثمرين، ومساعدة

^٧ يستند هذا القسم إلى الأجزاء المتعلقة بعمليات إدارة الدين في كل من ميثاق الممارسات السليمة لشفافية المالية العامة: إعلان مبادئ و ميثاق الممارسات السليمة لشفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ. وتتبع الأقسام الفرعية في هذا الفصل نمط عناوين الأقسام في الميثاق الأخير.

^٨ راجع الفقرات ٢-١، ٣-١، ٥-٢ بميثاق الممارسات السليمة لشفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ.

وتخفيض تكاليف معاملاتهم، وتشجيع زيادة المشاركة من جانب المستثمرين، ومساعدة الحكومات مع مرور الوقت على تخفيض تكاليف خدمة ديونها.

٢١- يجب إعلان أهداف إدارة الدين وتحديدها بوضوح، وشرح التدابير المعتمدة للتكاليف والمخاطر.^٩ كذلك يفصح بعض القائمين على إدارة الدين السيادي عن القواعد المعيارية لحواظهم من حيث التكلفة والمخاطرة، وإن كانت هذه الممارسة غير متبعة بصفة اعتيادية عامة. وتدل التجربة على أن الإفصاح عن هذه المعلومات يعزز مصداقية برنامج إدارة الدين ويساعد على تحقيق الأهداف العامة لإدارة الدين. ويجب أيضا إعلان الأهداف المكتملة، مثل تطوير السوق المالية المحلية، وشرح علاقتها بالهدف الرئيسي على نحو واضح.

٢٢- من الضروري وجود أهداف واضحة لإدارة الدين من أجل تقليل الشكوك بشأن استعداد الحكومة للمفاضلة بين التكلفة والمخاطر. وتؤدي الأهداف غير الواضحة في أغلب الحالات إلى اتخاذ قرارات غير سديدة بشأن كيفية إدارة الدين القائم وأنواع إصدارات الدين المطلوبة، وعلى الأخص خلال فترات عدم استقرار السوق، مما يؤدي إلى إيجاد حواظ دين قد تتطوي على مخاطر وتكاليف للحكومة ويزيد من حساسيتها للأزمات. كذلك فإن الافتقار إلى وضوح الأهداف يخلق شكوكا داخل المجتمع المالي. وهذا من شأنه زيادة تكاليف خدمة الدين الحكومي لأن المستثمرين يتحملون تكاليف في سياق محاولتهم رصد وتفسير أهداف الحكومة وإطار السياسة الاقتصادية، وقد يطلبون علاوة مخاطر أكبر بسبب هذه الشكوك.

٢-٢ عملية مفتوحة لصياغة سياسات إدارة الدين والإبلاغ بها

٢٣- يجب إعلان الجوانب المهمة لعمليات إدارة الدين. إن ميثاق الممارسات السليمة لشفافية المالية العامة - إعلان مبادئ يبرز أهمية وجود إطار قانوني وإداري واضح لإدارة الدين ومدى الحاجة إليه، بما في ذلك الآليات اللازمة لتنسيق وإدارة الأنشطة داخل الميزانية وخارجها.

٢٤- ويجب أن تكون القواعد التنظيمية والإجراءات المتعلقة بتوزيع الأوراق المالية الحكومية في السوق الأولية واضحة لجميع المشاركين، بما في ذلك شكل المزادات وقواعد المشاركة وتقديم العطاءات والبت فيها. ويجب أيضا إعلان القواعد التي تغطي ترخيص المتعاملين الأساسيين (primary dealers) (إذا كانوا مشاركين) والوسطاء الآخرين المرخصين رسميا للتعامل في الأوراق المالية الحكومية، بما في ذلك معايير

^٩ راجع الفقرتين ١-٣، ٥-١ بميثاق الممارسات السليمة لشفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ.

اختيارهم وحقوقهم والتزاماتهم.^{١٠} ويجب إعلان القواعد التنظيمية والإجراءات التي تغطي عمليات السوق الثانوية في الأوراق الحكومية، بما في ذلك أي تدخل من جانب البنك المركزي كوكيل لعمليات إدارة الدين الحكومي.^{١١}

٢-٣ توفير المعلومات للجمهور عن سياسات إدارة الدين

٢٥- يجب تزويد الجمهور بمعلومات عن نشاط الميزانية السابق والراهن والمتوقع بما في ذلك أساليب تمويلها، والمركز المالي الموحد للحكومة. ومن المهم الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بتدفقات الدين الحكومي وأرصده (على أساس نقدي وأساس الاستحقاق إن أمكن).^{١٢} وتصدر الأسواق الرأسمالية المحررة ردود أفعال سريعة إزاء المعلومات والتطورات الجديدة، كما يصدر المشاركون في أكفأ هذه الأسواق ردود فعل إزاء هذه المعلومات سواء كانت منشورة أم غير منشورة. ويحاول المشاركون في السوق استنباط المعلومات غير المعلنة، وربما لا تحقق جهة الإصدار أية منفعة طويلة الأجل بحجبها المعلومات المهمة المتعلقة مثلا بالحجم المقدر لإصدارات الدين الجديدة وتوقيتها. لذلك ينشر معظم القائمين على إدارة الدين بانتظام برامج الاقتراض المحلي المتوقعة. ويلتزم البعض بأنماط محددة من الإصدارات الجديدة مع الاحتفاظ بالمرونة في تحديد كميات وأجال استحقاق الأدوات التي سوف تطرح في المزاد حتى أسبوع أو أسبوعين قبل إجرائه.

٢٦- يجب أن تنشر الحكومة بانتظام معلومات عن رصيد وتكوين ديونها وأصولها المالية، بما في ذلك العملة المستخدمة فيها وأجال استحقاقها وهيكل أسعار الفائدة المرتبط بها.^{١٣} ومن الضروري أيضا نشر معلومات منتظمة عن المركز المالي للقطاع العام.^{١٤} وفي حالة وجود التزامات احتمالية (من خلال نظم التأمين على الودائع التي ترعاها الحكومة مثلا)، يجب نشر معلومات كلما أمكن عن تكلفتها وجوانب

^{١٠} راجع الفقرة ٦-١-٣ بميثاق الممارسات السليمة لشفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ.

^{١١} راجع الفقرة ١-٣ بميثاق الممارسات السليمة لشفافية السياسة النقدية والمالية: إعلان مبادئ.

^{١٢} راجع القسم الثاني بميثاق الممارسات السليمة لشفافية المالية العامة: إعلان مبادئ، والقسم السابع بميثاق الممارسات السليمة لشفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ.

^{١٣} راجع الفقرة ٢-٢ بميثاق الممارسات السليمة لشفافية المالية العامة: إعلان مبادئ.

^{١٤} راجع دليل إحصاءات مالية الحكومة الصادر عن صندوق النقد الدولي (الطبعة الثانية، مسودة، ديسمبر ٢٠٠٠) للاطلاع على التفاصيل المتعلقة بكيفية عرض مثل هذه المعلومات. وعلاوة على ذلك تقوم حاليا "فرقة العمل المشتركة بين الوكالات المعنية بإحصاءات التمويل" (TFFS) بوضع إطار لعرض إحصاءات الدين الخارجي. راجع *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users* (TFFS, March Draft 2000).

المخاطرة المرتبطة بها في الحسابات العامة.^{١٥} ومن المهم أيضا إعلان المعاملة الضريبية للأوراق المالية العامة بوضوح في بداية إصدارها، كما يجب الإفصاح عن أهداف الامتيازات الضريبية للأوراق المالية الحكومية وتكلفتها المالية العامة، إن وجدت.

٢٧- يمكن اعتبار الشفافية والسياسات السليمة مكملين لبعضهما البعض. ولكن ميثاق الممارسات السليمة لشفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ يقر بأنه قد توجد ظروف يكون من الملائم في ظلها الحد من درجة الشفافية.^{١٦} فعلى سبيل المثال، قد لا ترغب الحكومة في إعلان استراتيجية التسعير قبل عمليات إعادة شراء الدين حتى تتجنب تحرك الأسعار ضدها. ولكن من المتوقع عموما أن تنطبق تلك القيود على حالات قليلة نسبيا فيما يتعلق بعمليات إدارة الدين.

٢-٤ المساءلة و ضمانات السلامة المالية لحسابات الهيئات المسؤولة عن إدارة الدين

٢٨- يجب أن يتولى مراجعون خارجيون تدقيق حسابات أنشطة إدارة الدين على أساس سنوي. ومن الممكن تقوية إطار المساءلة في إدارة الدين من خلال الإفصاح العام عن بيانات مراجعة الحسابات الخاصة بعمليات إدارة الدين.^{١٧} ومن الضروري مراجعة الكشوف المالية للحكومة بانتظام ونشرها وفق جدول يتم ملن سلفا، بما في ذلك المعلومات المتعلقة بمصروفات وإيرادات التشغيل.^{١٨} ويجب أن يقوم جهاز قومي للمحاسبات، مثل الهيئة المسؤولة عن تدقيق حسابات عمليات الحكومة، بتقديم تقارير جيدة التوقيت عن السلامة المالية لحسابات الحكومة المركزية. وبالإضافة إلى ذلك، يجب مراجعة أداء القائمين على إدارة الدين والنظم المتبعة وإجراءات الرقابة بصفة منتظمة.

^{١٥} تناقش الفقرة ٥-٢ عملية الإفصاح عن الالتزامات الاحتمالية بمزيد من التفصيل.

^{١٦} راجع مقدمة ميثاق الممارسات السليمة لشفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ.

^{١٧} راجع الفقرات ١-٢ و ١-٣، القسمين الرابع والثامن بميثاق الممارسات السليمة لشفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ.

^{١٨} قد تختلف عملية مراجعة الحسابات حسب الهيكل المؤسسي لعمليات إدارة الدين.

٣- الإطار المؤسسي

٣-١ سلامة التنظيم والإدارة

٢٩- يجب أن يوضح الإطار القانوني أصحاب سلطة الاقتراض وإصدار الديون الجديدة، والاستثمار، وإجراء المعاملات نيابة عن الحكومة. فمن الضروري أن تكون سلطة الاقتراض محددة بوضوح في التشريعات المعنية.^{١٩} وتعتبر أساليب التنظيم والإدارة السليمة عنصرا مهما في إدارة الدين السيادي، نظرا لحجم حوافز الدين الحكومي.

٣٠- ومن الممكن دعم سلامة ومصداقية النظام المالي بضمانات تكفل إدارة حافظة الدين الحكومي بحكمة وكفاءة. وفضلا عن ذلك، فإن الأطراف المقابلة تحتاج إلى تأكيدات بأن مديري الدين السيادي يتمتعون بالسلطة القانونية اللازمة لتمثيل الحكومة، وأن الحكومة تقف وراء أية معاملات يدخل فيها هؤلاء المديرين. وتعتبر سلطة إصدار الديون الجديدة سمة هامة من سمات الإطار القانوني، ويتم النص عليها عادة إما في شكل تشريع معني بسلطة الاقتراض بحد أقصى محدد سلفا أو في شكل حد أقصى للمديونية.

٣١- ويجب أن يكون الإطار التنظيمي لإدارة الدين محددًا بدقة، وأن يضمن الوصف الدقيق للصلاحيات والأدوار المختلفة.^{٢٠} ولا بد من دعم الترتيبات القانونية بتفويض السلطة الملائمة للقائمين على إدارة الدين. وتفيد التجربة بوجود عدة بدائل مؤسسية لتحديد وظائف إدارة الدين السيادي في هيئة واحدة أو أكثر، بما في ذلك واحدة أو أكثر من الهيئات التالية: وزارة المالية والبنك المركزي والهيئة المستقلة لإدارة الدين وجهة الإيداع المركزية.^{٢١} وأيا كان الأسلوب المختار فإن المحك الرئيسي هو ضمان التحديد الواضح للإطار التنظيمي المحيط بإدارة الدين، ووجود تنسيق وتبادل للمعلومات، والتأكد من وضوح صلاحيات مختلف الأطراف المعنية.^{٢٢}

^{١٩} راجع أيضا الفقرة ١-٢ بميثاق الممارسات السليمة لشفافية المالية العامة: إعلان مبادئ.

^{٢٠} راجع أيضا القسم ٢-١ من المبادئ التوجيهية والفقرة ٥-٢ بميثاق الممارسات السليمة لشفافية السياسات النقدية والمالية: إعلان مبادئ.

^{٢١} قامت بضعة بلدان بخصخصة بعض عناصر إدارة الدين داخل حدود واضحة التحديد تشمل، على سبيل المثال، بعض وظائف المكتب الخلفي وإدارة رصيد الدين المحرر بالنقد الأجنبي.

^{٢٢} إذا كلف البنك المركزي بالمسؤولية الرئيسية في مجال إدارة الدين، ينبغي المحافظة بشكل خاص على وضوح أهداف إدارة الدين وأهداف السياسة النقدية وعلى الفصل بينهما.

٣٢- ويصدر العديد من القائمين على إدارة الدين تقريراً سنوياً عن إدارة الدين، يستعرضون فيه أنشطة السنة السابقة، ويقدمون فكرة عامة عن خطط الاقتراض للسنة الجارية التي تستند إلى تقديرات الميزانية السنوية. وتعمل هذه التقارير على زيادة مساءلة مديري الدين الحكومي، كما تدعم عمل الأسواق المالية من خلال الإفصاح عن المعايير المستخدمة في توجيه برنامج الدين، والاقتراضات والمفاضلات التي تستند إليها تلك المعايير، وأداء المديرين في الوفاء بها.

٣-٢ إدارة العمليات الداخلية

٣٣- يجب إدارة مخاطر الخسائر الحكومية الناجمة عن عدم ملاءمة الضوابط التشغيلية وفق ممارسات تجارية سليمة، بما في ذلك التفصيل الدقيق لمسؤوليات الموظفين، ووضع سياسات واضحة للمتابعة والمراقبة وترتيبات لا لبس فيها للإبلاغ بالمعلومات. وتتطوي المخاطر التشغيلية المترتبة على عدم ملاءمة الضوابط والخروج على السياسات الموضوعية على خسائر كبيرة للحكومة وعلى تشويه لسمعة القائمين على إدارة الدين. لذلك فإن ممارسات المتابعة والرقابة السليمة للمخاطر ل غنى عنها للحد من المخاطر التشغيلية.

٣٤- توزع المسؤولية التشغيلية عن إدارة الدين عموماً على المكتب الأممي والمكتب الخلفي، مع إعطاء كل منهما مهام ومسؤوليات منفصلة وخطوط إبلاغ مستقلة. ويكلف المكتب الأممي في العادة بمسؤولية تنفيذ المعاملات في الأسواق المالية، ومنها إدارة المزادات وأشكال الاقتراض الأخرى، وجميع ما عداها من عمليات التمويل. ومن المهم التأكد من أن الشخص الذي ينفذ معاملة بالسوق ليس هو نفس الشخص المسؤول عن إدخال المعاملة في النظام المحاسبي. أما المكتب الخلفي فيقوم بتسوية المعاملات وحفظ السجلات المالية. وقد أنشئ في عدد من الحالات مكتب وسيط مستقل أو مكتب لإدارة المخاطر يتولى تحليل للمخاطر ورصد المخاطر المرتبطة بالحافطة والإبلاغ بها، وتقييم أداء القائمين على إدارة الدين بالمقارنة بأية قواعد معيارية استراتيجية. ويساعد هذا الفصل على تعزيز استقلالية القائمين بوضع ومتابعة إطار إدارة المخاطر وتقييم الأداء عن المسؤولين عن تنفيذ معاملات السوق. وإذا كان البنك المركزي هو المسؤول عن تقديم خدمات إدارة الدين (التسجيل وخدمات المزادات) نيابة عن مديري الدين الحكوميين، يمكن تقنين مسؤوليات كل طرف وأوجه مساءلته والاتفاق على معايير الخدمة من خلال عقد اتفاق بين البنك المركزي وهؤلاء المديرين.

٣٥- تتطلب إدارة الدين الحكومي موظفين يمتلكون مهارات السوق المالية (مثل إدارة الحافطة وتحليل المخاطر) ومهارات السياسة العامة. وبغض النظر عن الهيكل المؤسسي، فإن القدرة على اجتذاب أشخاص

أكفاء لإدارة الدين والاحتفاظ بهم تعتبر عنصرا مهما للغاية في تخفيف المخاطر التشغيلية. وقد يشكل هذا تحديا كبيرا لبلدان عديدة، وعلى الأخص إذا كان هناك طلب كبير على هؤلاء الأشخاص من القطاع الخاص، أو نقص عام في هذه المهارات عموما. ويمكن أن يساعد الاستثمار في التدريب على تخفيف حدة هذه المشكلات، ولكن مسؤولو إدارة الدين الحكوميين كثيرا ما يجدون صعوبة في الاحتفاظ بهذه المهارات إذا كانت هناك فروق كبيرة في المرتبات بين القطاعين العام والخاص.

٣٦- يجب دعم أنشطة إدارة الدين بنظام دقيق وشامل لمعلومات الإدارة مقترن بالضمانات الوقائية الملائمة. ويجب على البلدان التي بدأت بناء القدرات في مجال إدارة الدين الحكومي أن تعطي أولوية قصوى لوضع نظم دقيقة لتسجيل الدين والإبلاغ به. وليست هذه النظم لازمة لإنتاج بيانات الدين وتأمين سداد مدفوعات خدمة الدين في مواعيدها المقررة فحسب، وإنما أيضا لتحسين نوعية الإبلاغ المالي وشفافية حسابات الحكومة المالية. ويجب أن يحيط نظام معلومات الإدارة بجميع التدفقات النقدية ذات الصلة وأن يندمج اندماجا تاما في النظام المحاسبي للحكومة. ورغم أن هذه النظم ضرورية لإدارة الدين وتحليل المخاطر، فإن إنشائها يشكل في كثير من الأحيان تحديات جسيمة للقائمين على إدارة الدين من حيث التكلفة ووقت الإدارة. غير أن تكلفة النظام وتفصيله الدقيقة يجب أن تتلاءم مع احتياجات المؤسسة.

٣٧- ويجب أن يخضع الموظفون المختصون بإدارة الدين لمدونة قواعد سلوك ومبادئ توجيهية تحكم مواقف تضارب المصالح بين إدارة الدين وإدارة شؤونهم المالية الخاصة. ومن شأن هذا أن يبديد المخاوف من احتمال أن تؤثر المصالح الخاصة للعاملين على سلامة ممارسات إدارة الدين.

٣٨- ويجب أيضا تحديد إجراءات سليمة لمعاودة النشاط المعتاد من شأنها تخفيف احتمالات الاضطراب الحاد في أنشطة إدارة الدين نتيجة للكوارث الطبيعية أو القلاقل الاجتماعية أو أعمال الإرهاب. ونظرا لأن إصدار الدين الحكومي يستند بصورة متزايدة إلى نظم فعالة وآمنة للقيود الدفترية الإلكترونية، فمن الضروري وجود إجراءات عملية شاملة تكفل معاودة النشاط المعتاد، بما في ذلك النظم الاحتياطية (back-up systems) والضوابط اللازمة لضمان استمرار عمليات إدارة الدين الحكومي، والمحافظة على سلامة سجلات الملكية، وإعطاء حائزي سندات الدين ثقة تامة في أمان استثماراتهم.

٤- استراتيجية إدارة الدين

٣٩- 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 الاعتبار. ويلخص الإطار الثاني بعض المزالق التي تواجه إدارة الدين السيادي. ويمكن استخدام عدة سياسات وأدوات للمساعدة في إدارة تلك المخاطر.

٤٠- ينطوي تحديد مخاطر السوق وإدارتها يستلزم النظر في الخصائص المالية للإيرادات والتدفقات النقدية الأخرى المتاحة للحكومة لسداد خدمة قروضها، واختيار حافظة التزامات تتوافق مع تلك الخصائص قدر الإمكان. ويمكن استخدام أدوات التغطية الوقائية (hedging)، إذا توفرت، لتحريك هيكل تكاليف ومخاطر حافظة الدين بحيث تصبح أقرب لتكوين الحافظة المفضل.

٤١- وربما كان من الأفضل لبعض حكومات الأسواق الناشئة أن تقبل علاوة سيولة أعلى للسيطرة على مخاطر تجديد الدين، ما دام تركيز الدين في الإصدارات المعيارية عند النقاط الأساسية على منحى العائد يمكن أن يزيد من مخاطر التجديد. ومن ناحية أخرى فإن إعادة فتح الأوراق المالية التي سبق إصدارها لبناء إصدارات معيارية يمكن أن يعزز سيولة السوق، ومن ثم يخفف علاوة مخاطر السيولة المرتبطة بعائدات الأوراق المالية الحكومية، وتكاليف خدمة الدين الحكومي. وفي معظم الأحيان، يكون في حيازة الحكومات التي تسعى لبناء إصدارات معيارية أصولاً مالية سائلة، وتقوم بتوزيع هيكل استحقاق حافظة الدين على طول منحى العائد، وتستخدم عمليات إعادة شراء الدين المحلي، وتحويل أو مبادلة الإصدارات القديمة بإصدارات جديدة لإدارة مخاطر تجديد الدين المصاحبة.

الإطار ٢- بعض المصاعب التي تتطوي عليها إدارة الدين

١- إضعاف المركز المالي للحكومة من خلال زيادة المخاطر، رغم أنها قد تؤدي إلى انخفاض التكلفة والعجز على المدى القصير: يجب على مسؤولي إدارة الدين تجنب تعريض حوافضهم لمخاطر الخسائر الفادحة أو المدمرة، حتى مع انخفاض الاحتمالات التي تشير إلى ذلك، في محاولة لتحقيق وفورات في التكاليف الحدية قد تبدو "منخفضة المخاطرة" نسبياً.

- هيكل الاستحقاق: تواجه الحكومة مفاضلة زمنية يتعين إدارتها بحكمة بين التكلفة قصيرة الأجل والتكلفة طويلة الأجل. فعلى سبيل المثال، قد يؤدي الاعتماد المفرط على الأوراق المالية قصيرة الأجل أو ذات أسعار الفائدة المعومة للاستفادة من المستوى الأقل لأسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى تعرض الحكومة لتقلب تكاليف خدمة الدين، وربما لزيادتها، إذا ارتفعت أسعار الفائدة، وإلى مخاطرة التخلف عن السداد إذا لم تتمكن الحكومة من تجديد الديون بأي ثمن. ومن الممكن أن يؤثر ذلك أيضاً على تحقيق الأهداف النقدية للبنك المركزي.
- الديون المفرطة غير المغطاة بال نقد الأجنبي: قد تأخذ هذه الديون أشكالاً عديدة ولكن الشكل الغالب هو الإصدار المباشر لمبالغ كبيرة من الديون المحررة بعملات أجنبية والديون المؤشرة بعملات أجنبية. وقد يعرض هذا الأسلوب الحكومات لتقلب تكاليف خدمة الدين، وربما لزيادتها، إذا انخفضت أسعار صرف عملاتها، وإلى مخاطرة التخلف عن السداد إذا لم تتمكن من تجديد ديونها.
- سندات الدين التي تتضمن خيار البيع: يؤدي ضعف إدارة هذه السندات إلى تزايد عدم اليقين المحيط بجهة الإصدار، مما يؤدي فعلياً إلى تقصير مدة الحافطة، وزيادة التعرض لمخاطر السوق/التجديد.
- الالتزامات الاحتمالية الضمنية، مثل الضمانات الضمنية التي تقدم للمؤسسات المالية: يغلب على هذه الالتزامات الارتباط بخاطر معنوي كبير إذا اتسمت إدارتها بالضعف.

٢- ممارسات إدارة الدين التي تشوه القرارات الخاصة بمقابل القرارات الحكومية، وتقلل من تكلفة الفوائد الحقيقية.

- سندات الدين المضمونة بأسماء المؤسسات المملوكة للدولة أو أصول أخرى: إلى جانب إعطاء تقدير ناقص لتكلفة الفائدة، فإنها قد تشوه القرارات المتعلقة بإدارة الأصول.
- سندات الدين المضمونة بمصادر معينة للإيراد الضريبي المستقبلي: إذا التزمت الحكومة بتخصيص تدفقات إيرادات مستقبلية لسداد مدفوعات دين معينة، فقد تكون الحكومة أقل استعداداً لإجراء تغييرات تؤثر على هذه الإيرادات، حتى إذا كانت التغييرات من شأنها تحسين النظام الضريبي.
- الدين المعفى من الضرائب أو المخفض الضريبة: يستخدم هذا الأسلوب لتشجيع طرح سندات الدين الحكومية. ولهذا الأسلوب تأثير غير واضح على العجز لأنه يتوقف على الضرائب المفروضة على الأصول المنافسة، وما إذا كان معدل العائد بعد الضريبة على الأوراق الحكومية غير المعفاة والأوراق الحكومية المعفاة من الضرائب متساوياً.

٣- عدم دقة الإبلاغ بالالتزامات الدين الاحتمالية أو المضمونة: قد يؤدي هذا إلى التقدير الناقص للمستوى الفعلي للالتزامات الحكومية.

- عدم كفاية التنسيق أو الإجراءات المتعلقة بقروض مستويات الحكومة الأدنى، التي قد تكون مضمونة من الحكومة المركزية، أو من المؤسسات المملوكة للدولة.
- الإعفاء المتكرر من الدين لمستويات الحكومة الأدنى أو للمؤسسات المملوكة للدولة.
- ضمان القروض التي تعتبر احتمالات طلب سدادها قبل الاستحقاق مرتفعة (دون رصد مخصصات ملائمة لها في الميزانية).

٤- استخدام قنوات تمويل غير سوقية: تؤدي هذه الممارسة في بعض الحالات إلى تشوهات واضحة.

- عقد ترتيبات خاصة مع البنك المركزي لتقديم الائتمان بشروط ميسرة، بما في ذلك السحب على المكشوف بدون فوائد أو بفوائد

الإطار رقم ٢- بعض المصاعب التي تتطوي عليها إدارة الدين (تتمة)

منخفضة، أو أذون الخزانة الخاصة.

- الاقتراض الإجباري من الموردين إما من خلال متأخرات الإنفاق أو من خلال إصدار سندات إذنية وترتيبات للاقتراض المشروط. وتميل هذه الممارسات إلى زيادة سعر النفقات الحكومية.
- خلق سوق أسيرة للأوراق المالية الحكومية: فعلى سبيل المثال، يشترط على خطط المعاشات التقاعدية الحكومية في بعض البلدان شراء أوراق مالية حكومية. وفي حالات أخرى، يشترط على البنوك شراء سندات دين حكومية مقابل نسبة مئوية معينة من ودائعها. ورغم أن بعض أشكال نسب الأصول السائلة هذه يمكن أن تقيد كأداة تحوطية في إدارة السيولة، فهي قد تؤدي إلى آثار تشويهية على تكلفة خدمة الدين، وكذلك على تطور السوق المالية.
- ٥- الإشراف غير الملائم و/أو التسجيل غير الملائم لتعاقدات ومدفوعات الدين و/أو لحائزي سندات الدين: تخفض رقابة الحكومة على الوعاء الضريبي و/أو عرض الدين القائم.
- عدم تسجيل الفوائد الضمنية على السندات طويلة الأجل ذات الفائدة الصفرية: بينما يؤدي عدم تسجيل الفوائد الضمنية المركزي النقدي للحكومة، فهو يظهر العجز بأقل من قيمته الحقيقية.
- الاتساع المفرط لنطاق سلطة الاقتراض: قد يرجع ذلك إلى عدم اشتراط إبلاغ البرلمان بما يستجد من ديون أو عدم وجود حد للاقتراض أو مستوى أقصى للدين. وعلى أية حال، يجب أن تضمن السلطة المعنية الوفاء بالتزامات خدمة الدين القائمة.
- عدم كفاية الضوابط الخاصة بمقدار الدين القائم: أدى انهيار العمليات الداخلية وضعف التوثيق في بعض البلدان إلى إصدار قدر من الديون أكبر من المرخص به رسمياً.
- المقترضات القانونية المرهقة المتعلقة بأشكال معينة للاقتراض: أدى التشدد في المتطلبات القانونية لدى بعض البلدان فيما يتعلق بالقروض ذات آجال الاستحقاق الطويلة (بالقياس إلى القروض ذات آجال الاستحقاق القصيرة) إلى الاعتماد غير المتناسب على القروض قصيرة الأجل، مما ضاعف من مخاطر تجديد الدين.

٤٢- يتحمل بعض القائمين على إدارة الدين مسؤوليات أخرى في مجال إدارة الخزانة.^{٢٣} وفي البلدان التي يتحمل فيها المختصون بإدارة الدين مسؤولية إدارة الأصول السائلة أيضاً، تم اعتماد منهج متعدد الشعب لإدارة المخاطر الائتمانية المتضمنة في استثماراتهم في الأصول المالية السائلة ومعاملات المشتقات المالية.^{٢٤} وفي البلدان التي تتوفر بها تقديرات الجدارة الائتمانية على نطاق واسع، يجب أن يقصر

^{٢٣} يتحمل القائمون على إدارة الدين في بعض البلدان أيضاً مسؤولية إدارة بعض الأصول الاحتياطية بالنقد الأجنبي.

^{٢٤} تشمل المشتقات المالية التي يشيع استخدامها من جانب المختصين بإدارة الدين مبادلات الفوائد ومبادلات العملات. وتسمح مبادلات الفوائد للقائمين على إدارة الدين بتعديل انكشاف حوافظ الدين لأسعار الفائدة، وذلك على سبيل المثال بالقيام على نحو مصطنع بتحويل التزام بسعر ثابت إلى التزام بسعر معوم. وبالمثل يمكن استخدام مبادلات العملات

المختصون بإدارة الدين استثماراتهم على المجالات ذات التقديرات الائتمانية المتاحة لدى هيئات مستقلة متخصصة في تقدير المراتب الائتمانية تتوفر فيها شروط الحد الأدنى المحددة سلفاً. وعلى أية حال، يجب على جميع الحكومات أن تضع حدوداً للانكشاف إزاء الأطراف المقابلة المفردة بحيث تأخذ في الاعتبار حجم الانكشاف المالي الفعلي والاحتمالي الموحد للحكومة إزاء الطرف المقابل المعني نتيجة لعمليات إدارة الدين واحتياطات النقد الأجنبي. ويمكن أيضاً إدارة المخاطر الائتمانية بحياسة حافظة متنوعة مع عدد من الأطراف المقابلة المالية المقبولة، وكذلك من خلال اتفاقيات القروض المضمونة. وتتم السيطرة على مخاطر التسوية بتحديد إجراءات ومسؤوليات موثقة بوضوح، مع وضع حدود في معظم الحالات لحجم تدفقات المدفوعات من خلال أي بنك من بنوك التسوية.

٤٣- وينبغي 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. وقد وجدت حكومات عديدة أنه بدلاً من مجرد دراسة هيكل الدين بصورة منفصلة، فإنه من المفيد بحث مسألة إدارة الدين داخل إطار أوسع للميزانية العمومية للحكومة وطبيعة إيراداتها وتدفقاتها المالية. وبغض النظر عما إذا كانت الحكومات تقوم بنشر الميزانية العمومية أم لا فإن هذه الميزانية موجودة لدى جميع الحكومات من الناحية النظرية، ويمكن أن يستمد القائمون على إدارة الدين معلومات متعمقة مفيدة حول كيفية إدارة مخاطر حافظة الدين الحكومي من خلال دراسة المخاطر المالية وغيرها من المخاطر المرتبطة بأصول الحكومة. فعلى سبيل المثال، قد يستمد القائمون على إدارة الدين من التحليل المفاهيمي لميزانية الحكومة بعض المعلومات المتعمقة المفيدة عن مدى توافق هيكل عملات الدين مع الإيرادات والتدفقات النقدية المتاحة للحكومة لخدمة هذا الدين. وفي معظم البلدان تتألف هذه الإيرادات والتدفقات بصفة أساسية من الإيرادات الضريبية المحررة عادة بالعملة المحلية. وفي هذه الحالة، تتخفف مخاطر الميزانية العمومية للحكومة بإصدار سندات الدين بهيكل استحقاق طويل الأجل وبسعر فائدة ثابت بالدرجة الأولى. وقد لا يكتسب ذلك في البلدان التي لا توجد بها أسواق دين محلية وافية التطور، وعادة ما يكون على الحكومات الاختيار بين إصدار دين محلي قصير الأجل أو مؤشر بالعملة الأجنبية. ويجب النظر أيضاً في قضايا مثل مزاحمة مقترضي القطاع الخاص وصعوبات إصدار سندات الدين بالعملة المحلية في الاقتصادات التي تعتمد اعتماداً كبيراً على الدولار. ولكن التحليل المالي لإيرادات الحكومة وتدفقاتها المالية يوفر أساساً سليماً لقياس تكاليف ومخاطر الاستراتيجيات الممكنة لإدارة حافظة الدين الحكومي. ويلخص الإطار ٣ منهج إدارة الأصول والخصوم.

لإجراء تغيير مصطنع في الانكشاف للعملة المحرر بها التزام دين. وعلاوة على ذلك، أصدرت بعض البلدان سندات دين تشمل ضمناً على خيارات الشراء أو البيع.

٤٤- وقد قامت بعض البلدان بالتوسع في هذا المنهج ليشمل أصول وخصوم الحكومة الأخرى. فعلى سبيل المثال، عمد القائمون على إدارة الدين في بعض البلدان التي تمول احتياطات النقد الأجنبي باقتراض العملات الأجنبية إلى تخفيض مخاطر الميزانية العمومية للحكومة بجعل تكوين عملات الدين المساند للاحتياطات انعكاسا لتكوين عملات الاحتياطات، بعد أخذ المشتقات ومعاملات التغطية الأخرى في الاعتبار. غير أن هذه الممارسة لم تتبع في بلدان أخرى نظرا لاعتبارات تتعلق بأهداف سعر الصرف والإطار المؤسسي، بما في ذلك التدخل والقضايا المتصلة بدور البنك المركزي واستقلاليته.

٤٥- يجب على القائمين بإدارة الدين تقييم وإدارة المخاطر المصاحبة للدين المحرر بالعملات الأجنبية والدين قصير الأجل أو الدين بأسعار فائدة معومة. فالمخاطرة تكون بالغة في حالة استراتيجيات إدارة الدين التي تتضمن الاعتماد المفرط على الدين المحرر بالنقد الأجنبي أو المؤشر بالنقد الأجنبي والدين قصير الأجل أو الدين بسعر فائدة معوم. فعلى سبيل المثال، بينما قد يبدو للوهلة الأولى أن الدين المحرر بالعملية الأجنبية أقل تكلفة من الدين بالعملية المحلية المرتبط بأجل استحقاق مماثل (نظرا لأن الدين الأخير قد يشمل مخاطر عملة أكبر وعلاوات سيولة)، فقد يثبت أنه أكثر تكلفة في أسواق رأس المال المتقلبة أو في حالة انخفاض سعر الصرف. ويجب أن يدرك المختصون بإدارة الدين أيضا أن اختيار نظام سعر الصرف يمكن أن يؤثر على الصلات بين إدارة الدين والسياسة النقدية. فعلى سبيل المثال، قد يبدو الدين بالنقد الأجنبي أرخص في نظام سعر الصرف الثابت لأن النظام يفرض حدا أقصى لتقلب سعر الصرف. غير أنه قد يثبت ارتباط هذا الدين بدرجة مرتفعة من المخاطرة إذا أصبح نظام سعر الصرف غير قابل للاستمرار.

٤٦- وقد تواجه الحكومة مخاطر تجديد بالغة من جراء الدين قصير الأجل أو الدين ذو سعر الفائدة المعوم (سواء بالعملية المحلية أو بالعملات الأجنبية)، الذي قد يبدو للوهلة الأولى أقل تكلفة على المدى الطويل في وجود منحنى للعائد ذي انحدار موجب. وقد يقيد هذا الدين قصير الأجل أيضا قدرة البنك المركزي على رفع أسعار الفائدة لمعالجة التضخم أو لدعم سعر الصرف بسبب المخاوف مما قد يحدثه ذلك من أثر على المركز المالي للحكومة على المدى القصير. غير أن هذه الإجراءات ربما تكون ملائمة من منظور إدارة الاقتصاد الكلي، وقد تساعد على تخفيض أسعار الفائدة على المدى الطويل من خلال تخفيض علاوات المخاطر. وقد يزداد ضعف أوضاع الاقتصاد الكلي إذا حدث تحول مفاجئ في موقف السوق إزاء قدرة الحكومة على السداد، أو إذا أدت عدوى الأزمات القادمة من بلدان أخرى إلى ارتفاع ملحوظ في أسعار الفائدة. وتتحمل حكومات أسواق ناشئة عديدة قدرا هائلا من الديون قصيرة الأجل والديون بأسعار فائدة معومة. ولكن الاعتماد المفرط على التمويل الأطول أجلا بأسعار فائدة ثابتة يجلب بدوره مخاطر أخرى إذا أغرى الحكومات، في بعض الأحوال، بتخفيض القيمة الحقيقية لهذا الدين من خلال رفع معدل التضخم بشكل مفاجئ. وتنعكس مثل هذه المخاوف على تكلفة الاقتراض الجارية والمستقبلية. كذلك فإن إزالة التضخم غير

المتوقعة تزيد من أعباء خدمة الدين اللاحقة بالقيمة الحقيقية، مما قد يخلق توترات في البلدان التي يصبح لزاما عليها أن تدفع علاوة مخاطر أعلى بسبب ارتفاع أعباء مديونيتها الثقيلة.

٤٧- إذا لم يكن لدى البلد المعني سوق متطورة للدين بالعملة المحلية، قد لا تتمكن الحكومة من إصدار سندات دين طويلة الأجل بسعر فائدة ثابت بالعملة المحلية بتكلفة معقولة، وبالتالي يجب أن تختار بين الدين الخطر قصير الأجل أو بسعر فائدة معوم بالعملة المحلية والدين الخطر أيضا الأطول أجلا بالعملة الأجنبية. وحتى مع ذلك، وبالنظر إلى احتمال حدوث خسائر اقتصادية ضخمة إذا لم تتمكن الحكومة من تجديد الدين، يجب التركيز بصورة خاصة على مخاطرة التجديد، ومن الممكن تخفيف حدتها بإطالة أجل استحقاق إصدارات الدين الجديدة. وتتمثل خيارات إطالة آجال الاستحقاق في إصدار سندات دين بسعر فائدة معوم، أو دين محرر بالعملة الأجنبية أو مؤشر بعملة أجنبية ودين مؤشر بالتضخم.^{٢٥} وعلى المدى المتوسط، يمكن أن يؤدي اتباع استراتيجية لتطوير سوق الدين بالعملة المحلية إلى تخفيف هذا القيد وإتاحة إصدار هيكل للدين يتسم بدرجة أقل من المخاطرة، وهو ما يجب أن يعكس في الاستراتيجية الكلية لإدارة الدين. وفي هذا السياق، قد تؤدي الزيادات التدريجية في أجل استحقاق إصدارات الدين الجديدة الثابتة السعر بالعملة المحلية إلى ارتفاع التكلفة على المدى القصير ولكنها تقلل خطر التجديد وكثيرا ما تشكل خطوات مهمة في سبيل تطوير أسواق الدين المحلي. غير أنه يتعين، قدر الإمكان، تجنب هياكل الدين التي تستتبع تدفقات نقدية "مكتنلة".

٤٨- ومن الضروري وجود سياسات نافذة لإدارة النقد على نحو مردود التكلفة لكي تطمئن السلطات إلى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية عند الاستحقاق. ومبعث هذه الحاجة إلى الإدارة النقدية مردودة التكلفة هو أن فرصة إصدار أوراق مالية جديدة لا تتوافق بالضرورة مع توقيت النفقات المخططة. وبصورة خاصة، فإن الأصول المالية السائلة وخطوط الائتمان الطارئ يمكن أن توفر عنصر المرونة في عمليات إدارة الدين والنقدية للحكومات التي لا تمتلك القدرة على دخول أسواق رأس المال، وذلك إذا ما حدثت اضطرابات مؤقتة في الأسواق المالية. وهذه الأصول تمكن الحكومات من الوفاء بالتزاماتها، وتحقيق المرونة اللازمة لامتصاص الصدمات في حالة توقف الاقتراض في أسواق رأس المال بصورة مؤقتة أو ارتفاع تكلفته إلى حد كبير. وتعتبر الأصول السائلة مصدرا أكثر ضمانا للأموال من خطوط الائتمان الطارئ غير المشروطة، لأن المؤسسات المالية التي يطلب إليها تقديم أموال من هذه الخطوط الائتمانية قد تحاول منع التوسع في انكشافها بسحب خطوط ائتمان أخرى من الحكومة. ومن ناحية أخرى، فإن بعض البلدان ذات القدرة المضمونة على دخول أسواق رأس المال تفضل الاحتفاظ بأقل قدر ممكن من الأصول

^{٢٥} رغم إمكانية تقليل مخاطر التجديد من خلال تلك الأدوات ذات آجال الاستحقاق الأطول، فإن قصر مدة الدين بسعر الفائدة المعوم والدين المؤشر لا يزال يعرض جهة الإصدار للتغيرات المحتملة في تكاليف خدمة الدين.

المالية السائلة وتعتمد بدلا من ذلك على الاقتراض قصير الأجل وتسهيلات السحب على المكشوف لإدارة التقلبات اليومية في إيراداتها وتدفقاتها النقدية. ولا بد من دعم الإدارة النقدية السليمة بإقامة بنية كفاء للمدفوعات والتسويات، وهي التي تستند في معظم الأحيان إلى أوراق مالية مجردة من المستندات المادية (dematerialized securities) وعلى سجل مركزي للقيود الدفترية.

٤٩- تجمع الإدارة النقدية السليمة بطبيعتها بين عناصر إدارة الدين والعمليات النقدية. وقد أدى ضعف أو عدم ملاءمة ممارسات إدارة النقدية، وعلى الأخص في بعض البلدان النامية التي لا توليها أولوية مرتفعة، إلى إعاقة كفاءة عمليات إدارة الدين وتسيير السياسة النقدية.^{٢٦} وبغض النظر عن مرغوبة الفصل الواضح بين إدارة الدين والسياسة النقدية من حيث الأهداف والمساءلة، فإن البحث عن السيولة يخلق أمام القائمين على الإدارة النقدية تحديا قد تسهل مواجهته إذا كانت وظائف إدارة النقدية وإدارة الدين مركزة في نفس المؤسسة أو يتم تنفيذها بالتعاون الوثيق.^{٢٧} وإذا كانت وظائف الإدارة النقدية وإدارة الدين تدار بصورة منفصلة، بواسطة البنك المركزي والخزانة العامة أو وزارة المالية على سبيل المثال، فإن التنسيق التام وتدفق المعلومات في كلا الاتجاهين يمثلان أهمية بالغة لتجنب عدم الاتساق بين عمليات الدين والعمليات النقدية. ويؤدي التحديد الواضح للمسؤوليات المؤسسية، المدعوم باتفاقية خدمات رسمية بين البنك المركزي والخزانة العامة ومسؤولي إدارة الدين، حسب الاقتضاء، إلى تشجيع الممارسات الصحيحة للإدارة النقدية.

^{٢٦} تعتبر المدفوعات المتأخرة مثلا شائعا لضعف الإدارة النقدية - راجع الإطار ٢.

^{٢٧} راجع المبدأ التوجيهي ١-٣.

الإطار ٣- إدارة الأصول والخصوم

تسعى بعض الحكومات للتعلم من الشركات التي نجحت في إدارة أعمالها ومخاطرها المالية الأساسية. فعلى سبيل المثال، يسعى الوسطاء الماليون إلى إدارة أعمالهم ومخاطرهم المالية بمضاهاة المواصفات المالية لالتزاماتهم بالمواصفات المالية لأصولهم (داخل الميزانية وخارجها) على ضوء أهدافهم التجارية الأساسية. ويعرف هذا الأسلوب باسم إدارة الأصول والخصوم (ALM). فنشاط شركة التأمين على الحياة، مثلا، هو بيع بوالص للتأمين على الحياة التي تتسم بهيكل دفع متوقع طويل الأجل ومستقر نسبيا حسبما تحدده الجداول الاكتوارية لمعدل الوفيات المتوقع. ولكي تقلل تلك الشركات مخاطرها المالية إلى الحد الأدنى، فإنها تستثمر حصيلة بوالصها في أصول طويلة الأجل تتمشى مع مدفوعات البوالص المتوقعة.

والحكومة تشبه الشركة من بعض النواحي. فهي تحصل على إيرادات من دافعي الضرائب ومصادر الإيرادات الأخرى، وتستخدمها في دفع تكاليف التشغيل، وتحويل المدفوعات، وشراء النقد الأجنبي، والاستثمار في البنية الأساسية العامة والمؤسسات المملوكة للدولة، ودفع تكاليف خدمة الدين. وقد تقدم الحكومة أيضا القروض والضمانات المباشرة والضمنية. وتتم هذه العمليات الحكومية المختلفة لتحقيق عدد من الأهداف الاقتصادية الكلية والتنظيمية وأهداف الدفاع القومي والسياسة الاجتماعية. ولكن الحكومة تتحمل أثناء ذلك مخاطر مالية وإتمانية، وهي مخاطر يمكن إدارتها بالنظر في أنواع المخاطر المرتبطة بكل من أصولها وخصومها.

وهناك أيضا فروق مهمة بين دور الحكومة ودور الشركات الخاصة. فبينما حاولت بعض الحكومات إعداد ميزانية عمومية تتضمن تحديدا كميا لقيمة أصولها وخصومها، وقد يحاول القيام بذلك عدد أكبر من الحكومات في المستقبل، فإن هذا لا يعد ضروريا في منهج إدارة الأصول والخصوم. وبدلا من ذلك، يستهدف هذا المنهج النظر في مختلف أنواع الأصول والخصوم التي تديرها الحكومة وما إذا كانت المواصفات المالية المرتبطة بالأصول يمكن أن تعطي فكرة صائبة عن كيفية إدارة تكاليف ومخاطر التزامات الحكومة. وينطوي هذا التحليل على بحث المواصفات المالية للتدفقات النقدية للأصول، واختيار الخصوم ذات المواصفات المتماثلة قدر الإمكان لتخفيف أثر صدمات الميزانية على تكلفة خدمة الدين. وإذا تعذر التماثل التام، أو كانت تكلفته مرتفعة للغاية، فإن تحليل التدفقات النقدية يمثل أساسا أيضا لقياس مخاطر حافظة الالتزامات وقياس المفاضلات بين التكلفة والمخاطر.

ويمكن أن يكون استخدام إطار مفاهيمي لإدارة الأصول والخصوم أسلوبا مفيدا لحل مشكلة إدارة الدين، وذلك لعدة أسباب. فعلى أقل تقدير، يتم من خلال هذا المنهج تحويل التكاليف والمخاطر المرتبطة بحافظة الدين الحكومي إلى تحليل لإيرادات الحكومة التي سوف تستخدم لخدمة ذلك الدين، وهي التي تستند في معظم الحالات إلى الإيرادات الضريبية للحكومة. وبذلك يستطيع القائمون على إدارة الدين الحكومي بحث أنواع حوافز الأصول والخصوم الأخرى التي تديرها الحكومة، إلى جانب إيراداتها الضريبية وحافزة دينها المباشر. ومن الممكن أن يساعد تقييم المخاطر الرئيسية المحيطة بتلك الحوافز الحكومية في وضع استراتيجية شاملة تعمل على تخفيض المخاطرة الكلية المرتبطة بميزانيتها العمومية. كذلك يمثل أسلوب إدارة الأصول والخصوم إطارا مفيدا لبحث ترتيبات التنظيم والإدارة المتعلقة بإدارة الميزانية العمومية للحكومة. وقد ينطوي هذا، مثلا، على تقرير ما إذا كان ينبغي للحكومة أن تحتفظ بحصة ملكية في إنتاج سلع وخدمات معينة، وما هو أفضل هيكل تنظيمي ترغب في الاحتفاظ به لإدارة الأصول.

ويمكن الاطلاع على مزيد من التفاصيل بشأن استخدام أسلوب إدارة الأصول والخصوم في إدارة انكشاف الحكومة للمخاطر

المالية في مطبوعة للبنك الدولي قيد الإصدار بعنوان *Sound Practice in Sovereign Debt Management*.

الإطار ٤- استعراض عام لمؤشرات الحساسية إزاء التقلبات الخارجية

مؤشرات كفاية الاحتياطيات	الوصف
نسبة الاحتياطيات الى الديون الخارجية قصيرة الأجل	أهم مؤشر لكفاية الاحتياطيات في البلدان ذات القدرة الكبيرة، وإن لم تكن مؤكدة، على الوصول إلى أسواق رأس المال. ويجب أن يستند المؤشر إلى مقياس للاحتياطيات يتمشى مع ما جاء في الطبعة الخامسة من دليل ميزان المدفوعات والمبادئ التوجيهية التشغيلية بنموذج الاحتياطيات الوارد في المعيار الخاص لنشر البيانات، ومقياس شامل للدين القصير الأجل للقطاعات العام والخاص على أساس أجل الاستحقاق المتبقي.
نسبة الاحتياطيات الى الواردات	مقياس مفيد لاحتياجات الاحتياطي في البلدان ذات القدرة المحدودة على الوصول إلى أسواق رأس المال. ويربط هذا المؤشر على نحو فعال بين مستوى الاحتياطيات وحجم الاقتصاد ودرجة انفتاحه.
نسبة الاحتياطيات الى النقود بالمفهوم الواسع	مقياس للتأثير المحتمل لفقدان الثقة في العملة المحلية، الذي يؤدي إلى هروب رؤوس أموال المقيمين. ويعتبر هذا المقياس مفيد بوجه خاص إذا كان القطاع المصرفي ضعيفا و/أو إذا كانت الثقة في نظام سعر الصرف لم تتأكد بعد. غير أن هناك مصادر أخرى محتملة لهروب رؤوس الأموال.
المؤشرات المرتبطة بالديون	يمكن استخدام المؤشرات المرتبطة بالديون بوجه عام مع السيناريوهات متوسطة الأجل، التي تسمح بتحليل إمكانية استمرار المديونية مع مرور الوقت، وفي ظل عدد من الافتراضات البديلة.
نسبة الدين الخارجي إلى الصادرات نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي	مؤشر مفيد للاتجاه العام للديون يرتبط ارتباطا وثيقا بقدرة البلد المعني على السداد. مؤشر مفيد يربط بين الديون وقاعدة الموارد (تحسبا لاحتمال تحويل إنتاج نحو الصادرات أو بدائل الواردات من أجل تعزيز القدرة على السداد).
متوسط سعر الفائدة على الدين الخارجي	مؤشر مفيد لشروط الاقتراض. وهو مؤشر أساسي لتقدير إمكانية استمرار المديونية، إلى جانب مؤشري نسب الدين إلى إجمالي الناتج المحلي والدين إلى الصادرات والآفاق المتوقعة للنمو.
متوسط آجال الاستحقاق	مؤشر لفئات الدين المتجانسة، مثل دين القطاع العام المصحوب بشروط غير ميسرة، يفيد في تتبع اتجاه آجال الاستحقاق نحو القصر أو الجهود المبذولة للحد من الحساسية للتقلبات في المستقبل.
حصة الدين الخارجي بالعملات الأجنبية من إجمالي الدين الخارجي	مؤشر مفيد لتأثير تغيرات سعر الصرف على الديون (الأثر على الميزانية العمومية)، وخصوصا إذا ما اقترن بمعلومات عن المشتقات التي تعمل على تحويل تكوين العملة الفعلي.
المصدر: "المؤشرات المرتبطة بالديون والاحتياطيات لقياس الحساسية إزاء التقلبات الخارجية"، IMF, 2000, (SM/00/65).	

٥٠- يمكن أن تقوم السياسات الملائمة لاحتياطات النقد الأجنبي الرسمية بدور مهم أيضا في توسيع مجال الحركة والتصرف أمام الحكومة للوفاء بالتزاماتها المالية في مواجهة الصدمات الاقتصادية والمالية. ويلخص الإطار ٤ بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية التي يمكن استخدامها كنقطة بدء لتقييم مدى حساسية البلدان إزاء التقلبات الخارجية.^{٢٨} ويجب بصورة أعم تحديد مستوى احتياطات النقد الأجنبي حسب قدرة الحكومة على الاقتراض من أسواق رأس المال، ونظام سعر الصرف، والأساسيات الاقتصادية للبلد المعني، ومدى حساسيته للصدمات الاقتصادية والمالية، وتكلفة حيازة الاحتياطات، ومقدار الدين القائم قصير الأجل المحرر بالعملية الأجنبية. وتستطيع الحكومات غير القادرة على الوصول المضمون إلى أسواق رأس المال الدولية أن تنظر في إمكانية حيازة احتياطات ذات علاقة ملائمة بالدين الخارجي قصير الأجل، بغض النظر عما إذا كان ذلك الدين في حيازة مقيمين أو غير مقيمين. وعلاوة على ذلك فإن هناك بعض المؤشرات التي تختص بوضع الدين الحكومي والتي يجب على المسؤولين عن إدارة الدين والحكومات أخذها في الاعتبار. فقد تبدو نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي والى الإيرادات الضريبية، على سبيل المثال، بالغة الأهمية لإدارة الدين العام، كما هو الحال بالنسبة لمؤشرات أخرى مثل نسبة خدمة الدين، ومتوسط سعر الفائدة، ومؤشرات آجال الاستحقاق المختلفة، ومؤشرات تكوين الدين.

٥- إطار إدارة المخاطر

٥١- يجب وضع إطار يمكن القائمين على إدارة الدين من تحديد وإدارة المفاضلات بين التكلفة المتوقعة لحافطة الدين الحكومي والمخاطر التي تحيط بها. وتشتمل تكلفة الدين الحكومي على عنصرين: (١) التكلفة المالية التي تعتبر في العادة هي تكلفة خدمة الدين على المدى المتوسط إلى الطويل (ويمكن قياسها على أساس أثرها على مركز المالية العامة للحكومة)، (٢) التكلفة الممكنة للخسائر الاقتصادية الحقيقية التي قد تنشأ عن أزمة مالية إذا وجدت الحكومة صعوبة في تجديد الدين، أو إذا تخلفت عن السداد.^{٢٩} ولاحتماب التكلفة المتوقعة

^{٢٨} للحصول على مزيد من المعلومات عن دوافع حيازة احتياطات النقد الأجنبي والعوامل التي تؤثر على كفاية الاحتياطات في ظل نظم أسعار الصرف المختلفة، راجع "المؤشرات المرتبطة بالديون والاحتياطات لقياس الحساسية إزاء التقلبات الخارجية" (SM/00/65, March 23, 2000).

^{٢٩} يقيس معظم البلدان التكلفة والمخاطر المالية للدين الحكومي على المدى المتوسط إلى الطويل استنادا إلى التدفقات المستقبلية لتكلفة خدمة الدين الاسمية. ولكن بالنسبة للبلدان التي تدير حوافظ دينها بكفاءة لكي تستفيد من التحركات المتوقعة في أسعار الفائدة والصرف، التي تختلف عن تلك المتضمنة في أسعار السوق الجارية، يقاس العائد الصافي لمراكز المتاجرة الخاصة بها في الغالب على أساس التغيرات في القيمة السوقية للحافطة، بينما تقاس المخاطرة في الغالب على أساس تباين هذه التغيرات.

للدين في ظل استراتيجية معينة لإدارة الحافطة، يمكن وضع توقعات آجلة لتكلفة خدمة الدين على المدى المتوسط إلى الطويل، استنادا إلى افتراضات بشأن أسعار الفائدة والصرف المستقبلية واحتياجات الاقتراض في المستقبل. ولتقليل التحيز في الاختيار من بين الاستراتيجيات المختلفة إلى الحد الأدنى، تستخدم بعض الحكومات افتراضات "محايدة للسوق" عن أسعار الفائدة والصرف المستقبلية، مثل الافتراضات القائمة على مقاييس السوق للأسعار الآجلة، أو افتراضات بسيطة بأن الأسعار سوف تظل دون تغيير وما إلى ذلك. ومن الممكن تقييم التكلفة المتوقعة على أساس الأثر المالي المتوقع على ميزانية الحكومة أو أي مقياس آخر لمركز ماليها العامة، وكذلك للتكاليف الحقيقية الممكنة إذا كان عدم إمكانية استمرار خدمة الدين احتمالا واردا من حيث أثر هذه المدفوعات على المعدلات الضريبية المستقبلية أو برامج الحكومة، أو إذا كان التخلف عن السداد احتمالا واردا.

٥٢- تقاس مخاطرة السوق بعدئذ على أساس الزيادات المحتملة في تكلفة خدمة الدين الناتجة عن تغييرات أسعار الفائدة أو الصرف بالقياس إلى التكلفة المتوقعة. ويتعين دراسة الخسائر الاقتصادية الحقيقية التي يمكن أن تترتب على تلك الزيادات في التكاليف أو تنشأ إذا لم تتمكن الحكومة من تجديد ديونها. ويقوم المختصون بإدارة الدين عادة بإدارة عدة أنواع أخرى من المخاطر التي عرض الإطار ١ تلخيصا لها. وأحد الأدوار المهمة المنوطة بمسؤولي إدارة الدين هو تعيين هذه المخاطر، وتقييم حجمها قدر الإمكان، ووضع استراتيجية محبذة لإدارة المفاضلة بين التكلفة والمخاطر. وبعد موافقة الحكومة، يتولى المختصون بإدارة الدين في العادة مسؤولية تنفيذ سياسات إدارة الحافطة وإدارة المخاطر. وللقيام بهذه المسؤوليات، يجب أن تتوفر لديهم مجموعة من التوقعات المالية والاقتصادية الكلية، وأن يتاح لهم الحصول على حسابات الأصول والخصوم الرسمية، حال توفرها، سواء على أساس نقدي أو على أساس الاستحقاق. ويحتاج هؤلاء المختصين أيضا إلى الاطلاع على معلومات كاملة عن جدول مدفوعات الفائدة وأصل الدين في المستقبل وغير ذلك من خصائص التزامات الدين الحكومي، بالإضافة إلى تقديرات الميزانية لاحتياجات الاقتراض المستقبلية.

٥٣- لتقييم المخاطر، ينبغي للقائمين على إدارة الدين إجراء اختبارات ضغط منتظمة على حافطة الدين استنادا إلى الصدمات الاقتصادية والمالية التي يمكن أن تتعرض لها الحكومة - والبلد بوجه عام. وغالبا ما يتم هذا التقييم باستخدام نماذج مالية تتراوح بين نماذج بسيطة تستند إلى سيناريوهات مختلفة، ونماذج شديدة التعقيد تستخدم فيها أساليب إحصائية وأساليب محاكاة بالغة التطور.^{٣٠} وعند وضع تلك التقييمات يجب أن يأخذ مديرو

^{٣٠} يجب توخي الحذر في استخدام نماذج المحاكاة المعقدة. فقد يؤدي نقص البيانات إلى الإضرار البالغ بجداوى هذه النماذج، وقد تكون النتائج المتحققة معتمدة بشدة على النموذج وحساسة للمعاملات المستخدمة. فمثلا، قد تسلك بعض المعلمات سلوكا مختلفا في المواقف المتطرفة أو تتأثر برودود أفعال السياسة.

الدين في الاعتبار مخاطرة ألا تتمكن الحكومة من تجديد ديونها وتضطر إلى التخلف عن السداد، وما يترتب على ذلك من تكاليف أوسع نطاقا من مجرد التكلفة على ميزانية الحكومة. فضلا عن ذلك، يجب أن يبحث مديرو الدين التفاعلات بين الوضع المالي للحكومة وأوضاع القطاعات المالية وغير المالية في أوقات الشدة لضمان ألا تؤدي أنشطة إدارة الدين الحكومي إلى تفاقم المخاطر في القطاع الخاص.^{٣١} وعلى وجه العموم، يجب أن تتيح النماذج المستخدمة للقائمين على إدارة الدين الحكومي إجراء الأنواع التالية من تحليلات المخاطر:

- التنبؤ بتكلفة خدمة الدين المستقبلية على المدى المتوسط إلى الطويل استنادا إلى افتراضات بشأن العوامل المؤثرة على القدرة على خدمة الدين، مثل احتياجات التمويل الجديدة، وهيكل استحقاق رصيد الدين، وخصائص أسعار فائدة وعملة الدين الجديد، والافتراضات الخاصة بأسعار الفائدة والصرف المستقبلية، وسلوك المتغيرات غير المالية ذات الصلة (مثل أسعار السلع الأساسية بالنسبة لبعض البلدان)؛
- وضع "هيكل للدين" يتألف من مؤشرات للمخاطر الأساسية المرتبطة بحافطة الدين القائمة والمتوقعة خلال الفترة التي تشملها التوقعات.^{٣٢}
- احتساب مخاطر تكلفة خدمة الدين المستقبلية بالقيمة المالية والقيمة الحقيقية من خلال تلخيص نتائج اختبارات الضغط التي تصاغ على أساس الصدمات الاقتصادية والمالية التي قد تتعرض لها الحكومة والبلد بوجه عام. وتقاس المخاطر عادة على أساس الزيادة المحتملة في تكلفة خدمة الدين في ظل سيناريوهات المخاطر الموضوعة بالقياس إلى التكلفة المتوقعة؛
- تلخيص تكاليف ومخاطر الاستراتيجيات البديلة لإدارة حافطة الدين الحكومي كأساس لاتخاذ قرارات مدروسة حول بدائل التمويل المستقبلية.

٥٤- تتوقف الاستراتيجية الملائمة على مدى تحمل الحكومة للمخاطر. وقد تتغير درجة المخاطرة التي تكون الحكومة على استعداد لتحملها مع مرور الوقت وذلك حسب حجم حافطة الدين الحكومي، ومدى حساسية

^{٣١} بطبيعة الحال، يجب أن تتخذ الحكومات إجراءات تصحيحية أيضا، مثل إزالة تحيزات السياسة التي قد تشجع المخاطرة المفرطة من جانب القطاع الخاص.

^{٣٢} يشمل الهيكل التقليدي مؤشرات مثل نسبة الدين القصير الأجل إلى الدين طويل الأجل، ونسبة الدين بالعملة الأجنبية إلى الدين المحلي، وتكوين عملات الدين بالنقد الاجنبي، ومتوسط آجال استحقاق الدين، وهيكل الديون المستحقة السداد.

الحكومة للصدمات الاقتصادية والمالية. وبصورة عامة، كلما كبرت حافضة الدين وازدادت حساسية البلد المعني للصدمات الاقتصادية، ازدادت في المقابل مخاطر الخسائر المحتملة من جراء الأزمات المالية أو تخلف الحكومة عن السداد، وازدادت ضرورة التركيز على الحد من المخاطر وليس تخفيض التكاليف. وتشتمل مثل هذه الاستراتيجيات على اختيار آجال الاستحقاق والعملات وشروط سعر الفائدة للحد من المخاطر، كما تشتمل أيضا على قيام السلطات المالية بوضع قيود صارمة على إصدارات سندات الدين. وربما كان الأسلوب الأخير هو الخيار الوحيد المتاح للبلدان ذات القدرة المحدودة على الحصول على أدوات الدين السوقية، كتلك البلدان التي تعتمد بالدرجة الأولى على التمويل الميسر من دائنين ثنائيين أو متعددي الأطراف.

٥٥- ويتبع القائمون على إدارة الدين في الأسواق المالية المتطورة أحد أسلوبين في العادة: التحديد الدوري لهيكل الدين المرغوب لتوجيه إصدارات الدين الجديدة في الفترة التالية، أو وضع قواعد معيارية استراتيجية لتوجيه الإدارة اليومية لحافضة دين الحكومة. ويعبر عن تلك القواعد المعيارية للحافضة في صورة أهداف رقمية لأهم مؤشرات مخاطر الحافضة، مثل نسبة الدين قصير الأجل إلى الدين طويل الأجل، وتكوين العملات المرغوب ومدة أسعار فائدة الدين. والفارق الأساسي الذي يميز بين هذين الأسلوبين هو مدى عمل القائمين على إدارة الدين في الأسواق بصفة منتظمة للالتزام بتلك "القواعد المعيارية". ولكن استخدام القاعدة المعيارية الاستراتيجية قد يتعذر في البلدان ذات الأسواق المالية الأقل تطورا لأن افتقار السوق إلى السيولة قد يحد من فرصتها في إصدار سندات دين بالموصفات المرغوبة على أساس منتظم. ورغم ذلك فقد أدركت بلدان ناشئة عديدة مزايا وضع "مبادئ توجيهية" للدين الجديد أقل تشددا إلى حد ما من حيث آجال الاستحقاق المرغوبة، وهيكل أسعار الفائدة، وتكوين العملة. وغالبا ما تتضمن تلك المبادئ التوجيهية استراتيجية الحكومة المعنية بتطوير سوق الدين المحلية.

٥٦- وقد تمثل القواعد المعيارية الاستراتيجية للحافضة أداة إدارة قوية للحكومات التي تكثرت من تعديل رصيد ديونها، لأنها تمثل هيكل الحافضة الذي تفضل تحقيقه استنادا إلى تفضيلاتها المتعلقة بالتكلفة والمخاطر المتوقعة. ولذلك فمن شأن هذه القواعد أن تساعد القائمين على إدارة الدين السيادي في اتخاذ القرارات المتعلقة بإدارة الحافضة والمخاطر، لأنها تشترط مثلا أن تؤدي قرارات إدارة الدين إلى تحريك الحافضة الفعلية لتزداد اقترابا من حافضة القواعد المعيارية الاستراتيجية.^{٣٣} ويجب أن تسعى الحكومات للتأكد من أن القواعد المعيارية الاستراتيجية للحافضة مدعومة بإطار لإدارة المخاطر يضمن سلامة تحديد المخاطر وحسن إدارتها، وعدم

^{٣٣} غير أن على المختصين بإدارة الدين أن يأخذوا في اعتبارهم تكاليف المعاملات المرتبطة بتصحيح التوازن المستمر لحافضة الدين حتى تتماثل مع القواعد المعيارية الموضوعية، بالإضافة إلى التكاليف المصاحبة لإجراء تغيير جذري في هيكل الحافضة خلال فترة زمنية قصيرة. لذلك يشيع التعبير عن المواصفات المعيارية في صورة نطاق لتكوين العملة، ومدة لسعر الفائدة، ومستوى لإعادة التمويل.

خروج المخاطر الكلية لحواظ ديونها عن حدود التحمل المقبولة. وفي الأسواق المتطورة، يجب أن يحاول القائمون على إدارة الدين التأكد من وضوح هياكل الدين أو القواعد المعيارية الاستراتيجية المفضلة وتمشيها مع أهداف إدارة الدين، مع التأكد من إعلانها وتفسير فحواها للجماهير.

١-٥ نطاق الإدارة الفعالة

٥٧- يجب أن يدرك المختصون الذين يسعون إلى إدارة حافظة الدين على نحو فعال للاستفادة من الحركات المتوقعة لأسعار الفائدة وأسعار الصرف - التي تختلف عن تلك المتضمنة في أسعار السوق الجارية - المخاطر التي تتطوي عليها تلك الممارسة كما يجب أن يقفوا موقف المساءلة عن أعمالهم. وتشمل هذه المخاطر الخسائر المالية الممكنة، وتضارب المصالح، والإشارات المعاكسة فيما يتعلق بالسياسات النقدية وسياسات المالية العامة. ولكي يتمكن القائمون على إدارة الدين من تخفيض تكلفة الاقتراض دون زيادة المخاطر من خلال الركون إلى وجهات نظر السوق، فإنهم يحتاجون إلى معلومات أو قدرة على التقدير تفوق ما يتمتع به المشاركون الآخرون في السوق (كما يجب أن تتوفر لديهم القدرة على إجراء المعاملات بكفاءة).

٥٨- وقد تتوفر لمختصي إدارة الدين معلومات أفضل عن التدفقات المالية في السوق المحلية والوضع المالي للمشاركين في السوق بسبب دور الحكومة المتميز باعتبارها الجهاز المشرف أو المنظم للنظام المالي. ولكن معظم الحكومات ترى أنه ليس من الحكمة أو من الأخلاق محاولة الاستفادة من مثل هذه المعلومات المستقاة من مصادر داخلية مطلعة، وعلى الأخص في السوق المحلية. وبصورة خاصة، يجب ألا يقوم مديرو الدين وصانعو السياسات بعمليات متاجرة تكتيكية استنادا إلى معلومات المصادر الداخلية المتعلقة بإجراءات السياسة المالية أو النقدية المستقبلية. ويرجع هذا إلى أن الحكومة تكون في العادة هي جهة الإصدار الغالبة للدين في السوق المحلية، وتخشى أن تتهم بالتلاعب بالسوق إذا اشترت وباعت أوراقها المالية أو استخدمت المشتقات في محاولة توليد دخل إضافي. وعلاوة على ذلك، إذا اعتمد القائمون على إدارة الدين مراكز لسعر الفائدة أو العملة، فقد يفسر ما يتخذونه من قرارات بشأنها على أنها انعكاس لوجهة نظر الحكومة بشأن الواجهة المستقبلية المرغوبة لأسعار الفائدة أو الصرف، مما يزيد من صعوبة مهمة البنك المركزي.

٥٩- في أسواق رأس المال الأجنبية، لا يتوفر للقائمين على إدارة الدين عموما إلا القليل من المعلومات عن طبيعة التدفقات المالية أو لا تتوفر لهم أية معلومات على الإطلاق، باستثناء المعلومات المتاحة في السوق بشكل عام. ورغم ذلك، فإن بعض الحكومات تدير ديونها بالنقد الأجنبي إدارة فعالة على أمل توليد عائد معدل بالمخاطر، أو لتمكين مديري حواظها من تجميع معلومات أكبر عن السوق، في محاولة لتحقيق وفورات في

تكلفة القروض الكبيرة. وتجد حكومات عديدة أنه من غير الملائم إجراء مثل هذه المتاجرة التكتيكية. وفي الحالات التي يسمح فيها بمثل هذه المتاجرة، يجب أن تتم وفقا لمبادئ توجيهية محددة بوضوح فيما يتعلق بحدود المراكز والخسارة في الحافظة، وإجراءات الامتثال، والإبلاغ بالأداء. وفي البلدان التي يقوم فيها مديرو الدين بهذه المتاجرة التكتيكية، فهي تقتصر في العادة على جزء صغير من أنشطة إدارة حافظة الحكومة.

٥-٢ الالتزامات الاحتمالية

٦٠- يجب أن يأخذ القائمون على إدارة الدين في اعتبارهم عند اتخاذ قرارات الاقتراض أثر الالتزامات الاحتمالية على المركز المالي للحكومة، بما في ذلك سيولتها الكلية. والالتزامات الاحتمالية هي الاستحقاقات المالية المحتملة على الحكومة التي لم تتحقق بعد، والتي يمكن أن تولد التزاما ماليا قاطعا في ظل ظروف معينة. وقد تكون تلك الالتزامات صريحة (مثل ضمانات الحكومة على قروض مقترضين محلين معينين بالنقد الأجنبي وبرامج التأمين الحكومية المتعلقة بفشل المحاصيل أو الكوارث الطبيعية، وأدوات مثل خيارات البيع الآجل للأوراق المالية الحكومية) أو ضمنية، أي عندما لا تكون الحكومة مرتبطة بالتزام تعاقدي ينص على تقديم المساعدة ولكنها تقرر تقديمها (لاحقا) لأنها ترى أن تكلفة عدم تدخلها غير مقبولة (قد تشمل الأمثلة عمليات الإنقاذ المحتملة للقطاع المالي أو المؤسسات المملوكة للدولة أو مستويات الحكومة دون المركزية). غير أنه خلافا لمعظم التزامات الحكومة المالية، هناك درجة من عدم اليقين تحيط بالالتزامات الاحتمالية- فهي لا تستحق إلا في حالة وقوع أحداث معينة، كما أن حجم المدفوعات من المالية العامة يتوقف على هيكل المنشأة المعنية. فتفيد التجربة بأن حجم هذه الالتزامات الاحتمالية يمكن أن يكون كبيرا للغاية وعلى الأخص إذا ارتبطت بإعادة رسملة الحكومة للجهاز المصرفي، أو بالتزامات الحكومة الناشئة عن البرامج ضعيفة الإعداد لخصخصة الأصول الحكومية. وكثيرا ما يؤدي عدم ربط هذه الالتزامات بحوافز أو ضوابط ملائمة إلى اقترانها بخطر معنوي بالنسبة للحكومة، لأن رصد مخصصات مسبقة يمكن أن يزيد من احتمالات تحقق تلك الالتزامات. ونتيجة لذلك، يجب أن توازن الحكومات بين مزايا الإفصاح وعواقب الخطر المعنوي الذي قد ينشأ ارتباطا بالالتزامات الاحتمالية.

٦١- يجب على الحكومات مراقبة المخاطر التي تتعرض لها من خلال التزاماتها الاحتمالية الصريحة، وأن تتأكد من علمها التام بالمخاطر المصاحبة لها. ويجب أن تدرك الحكومات أيضا الأوضاع التي يمكن أن تنشئ الالتزامات الاحتمالية الضمنية، مثل تشوهات السياسة التي يمكن أن تقضي إلى ضعف ممارسات إدارة الأصول والخصوم في القطاع المصرفي. وقد وجدت بعض الحكومات أنه من المفيد وضع وظيفة المراقبة في المستوى المركزي. ويجب أن يكون القائمون على إدارة الدين على علم في جميع الحالات بالالتزامات الاحتمالية الصريحة التي ارتبطت بها الحكومة.

٦٢- يجب على السلطات المختصة بشؤون المالية العامة أن تنتظر أيضا في رصد مخصصات لمواجهة الخسائر المتوقعة نتيجة للالتزامات الاحتمالية. وفي حالات تعذر وضع تقديرات يعتد بها للتكلفة، يمكن تلخيص المعلومات المتاحة عن تكاليف ومخاطر الالتزامات الاحتمالية أو استنزاف السيولة في المذكرات الملحقة بجداول الميزانية أو الحسابات المالية الحكومية، لأن تلك الالتزامات قد تشكل مخاطرة جسيمة على الميزانية العمومية للحكومة.

٦٣- وهناك إجراءات كثيرة أيضا يمكن للحكومة اتخاذها للحد من المخاطر المصاحبة للالتزامات الاحتمالية، وذلك بتقوية الرقابة التحوطية والقواعد التنظيمية، ووضع نظم ملائمة للتأمين على الودائع، وإجراء إصلاحات في مجال ممارسة الصلاحيات في مؤسسات القطاع العام، وتحسين نوعية إدارة الاقتصاد الكلي والسياسات التنظيمية الأخرى.

٦- إنشاء سوق كفاء للأوراق المالية الحكومية والمحافظة عليها

٦٤- لتخفيض التكاليف والمخاطر إلى أدنى حد ممكن على المدى المتوسط والطويل، يجب أن يتأكد القائمون على إدارة الدين من أن سياساتهم وعملياتهم تتفق وهدف إنشاء سوق كفاء للأوراق المالية الحكومية. فوجود سوق كفاء للأوراق المالية يوفر للحكومة آلية لتمويل نفقاتها بصورة تخفف الحاجة إلى الاعتماد على البنك المركزي في تمويل عجوزات الميزانية. فضلا عن ذلك، فإن تشجيع إنشاء سوق عميقة وسائلة للأوراق المالية، يمكن القائمين على إدارة الدين، بالاشتراك مع البنوك المركزية ومشرفي ومنظمي المؤسسات المالية، والمشاركين في السوق (راجع الإطار ٥)، من تخفيض تكلفة خدمة الدين على الأجل المتوسط إلى الطويل بسبب تناقص علاوات السيولة المتضمنة في عائد الدين الحكومي.^{٣٤} وعلاوة على ذلك، إذا كانت المخاطر الائتمانية لعائد الأوراق المالية الحكومية منخفضة فإن تلك الأوراق يمكن أن تعمل كقاعدة معيارية لتسعير أصول مالية أخرى، ومن ثم كحافز لإنشاء أسواق عميقة وسائلة للنقود والسندات بصورة عامة. ومن شأن ذلك أن يساعد في حماية الاقتصاد من آثار الصدمات المحلية والدولية بتوفير التمويل المحلي المتاح للمقترضين، كما أنه يفيد بوجه

^{٣٤} تبين لبعض الحكومات حاليا أن انخفاض الاحتياجات التمويلية للحكومة أدى إلى انخفاض السيولة في أسواق الدين الحكومي بها. وقد أثار هذا الوضع جدلا بشأن مزايا السداد السريع لرصيد الدين. وتواصل بضع حكومات حاليا إصدار بعض سندات الدين لإقامة أسواق مالية سائلة أو المحافظة على الموجود منها، وذلك لأسباب من بينها إيجاد بديل للتوسع في إعادة شراء الدين. وبالمثل، أدى عدم وجود عجوزات مستمرة في المالية العامة لدى بعض البلدان إلى منع التطور الطبيعي لسوق الدين الحكومي. ورغم ذلك فقد قرر بعضها إصدار سندات دين لتشجيع إقامة سوق محلية ذات دخل ثابت.

خاص في أوقات الاضطرابات المالية العالمية عندما يكون الحصول على التمويل الأجنبي أمرا متعذرا بسبب انخفاض درجة الجدارة الائتمانية. هذا ويتعين على الحكومات توخي الحرص عند الاقتراض من الأسواق الخارجية.

الإطار ٥- الشروط اللازمة لإنشاء سوق كفاء للأوراق المالية الحكومية

كان إنشاء سوق للأوراق المالية الحكومية في معظم البلدان شرطاً لازماً لإقامة سوق محلية سائلة وكفاء للدين المحلي. ورغم أن البلدان انتهجت أساليب مختلفة لتحديد توقيت وتتابع إجراءات إنشاء تلك الأسواق، فإن العناصر الرئيسية للعديد من تلك البرامج تتلخص في النقاط الواردة أدناه. ومن الشروط الأساسية المهمة لبناء ثقة المستثمر وجود سجل أداء إيجابي فيما يتعلق بمناخ الاقتصاد الكلي السليم. ويشمل هذا تطبيق سياسات مالية عامة ونقدية ملائمة، مصحوبة بوضع سليم لميزان المدفوعات ونظام جيد لسعر الصرف. وعلاوة على ذلك فإن إنشاء سوق محلية للأوراق المالية يستوجب النظر في القواعد التنظيمية لسوق الأوراق المالية، والبنية الأساسية للسوق، والطلب على الأوراق المالية، وعرض الأوراق المالية، حتى في المراحل المبكرة لنشأة السوق الجديدة.

وتشمل الخطوات الأولى لتنظيم سوق الأوراق المالية لمساندة إصدار الأوراق المالية الحكومية والمتاجرة فيها:

- وضع إطار قانوني لإصدار الأوراق المالية،
- خلق بيئة تنظيمية تشجع تطور السوق وتسمح بإنفاذ ممارسات الممارسات الرقابية السليمة،
- استحداث ممارسات ملائمة للمحاسبة ومراجعة الحسابات والإفصاح عن المعلومات لتنظيم عملية الإبلاغ من جانب القطاع المالي،
- ويمكن إقامة البيئة الأساسية للسوق بحيث تساعد في بناء السيولة والحد من مخاطر النظام مع مرور الوقت من خلال الإجراءات التالية:
- وضع ترتيبات للمتاجرة تتلاءم مع حجم السوق، وتشمل إجراءات فعالة وآمنة لحسابات الأمانة، وعمليات المخالصة والتسوية،
- تشجيع وضع نظام لصانعي السوق لكي يتمكن المشترون والبائعون من التعامل بكفاءة بأسعار تعكس القيمة العادلة،
- إزالة أية عوائق ضريبية أو تنظيمية أخرى قد تعوق المتاجرة في الأوراق المالية الحكومية،
- القيام في مرحلة لاحقة بفتح المجال أمام استخدام أدوات أخرى لسوق النقد وإدارة المخاطر، مثل اتفاقات إعادة الشراء والعقود المستقبلية لأسعار الفائدة ومبادلات أسعار الفائدة.
- عمليات البنك المركزي لإدارة سيولة السوق.

يتطلب تدعيم الطلب على الأوراق المالية الحكومية العمل على جبهة عريضة لبناء قاعدة للمستثمرين المحتملين من خلال تدابير مثل:

- إزالة التشوهات التنظيمية والمالية العامة التي تعوق تطور المستثمرين المؤسسين (مثل إصلاح المعاشات التقاعدية)،
- إلغاء التمويل بأقل من سعر السوق من المصادر الاستثمارية الأسيرة (الملزومة قانوناً بالتمويل)،
- تطبيق قواعد وتنظيمات ملائمة لتوجيه مشاركة المستثمرين الأجانب في السوق المحلية.

عند تطوير عرض الأوراق المالية الحكومية، تشمل العناصر الرئيسية لإقامة سوق أولية فعالة ما يلي:

- وضع أهداف واضحة لإصدار الأوراق المالية وإدارة الدين،
- وضع توقعات أساسية لاحتياجات الحكومة من السيولة،
- إنشاء قنوات آمنة وذات كفاءة لتوزيع الأوراق المالية (مثل إقامة المزادات، وإنشاء الاتحادات المالية، والاستخدام الممكن للمتعاملين الرئيسيين) موجهة لخدمة احتياجات المستثمرين وبالتالي تخفيض تكلفة المعاملات،
- مد آجال استحقاق الأوراق المالية الحكومية بصورة تدريجية،
- دمج عدد إصدارات الدين وإصدار أوراق مالية نمطية ذات آجال استحقاق تقليدية للوصول في النهاية إلى قواعد معيارية للسوق،
- التحرك نحو إيجاد عملية لإدارة الدين تتسم بالشفافية ويمكن التنبؤ بتوجهاتها، من خلال وضع تواريخ معلنة سلفاً للإصدارات، والتوسع في الإفصاح عن احتياجات التمويل ونتائج المزادات على سبيل المثال.

للحصول على مزيد من التفاصيل عن موضوع تطوير أسواق الأوراق المالية راجع الكتيب التالي قيد الإصدار *Handbook on*

Development of Government Bond Markets من إعداد البنك الدولي بالتعاون مع صندوق النقد الدولي.

٦٥- ونفقد التجربة بعدم وجود أسلوب واحد أمثل لإيجاد سوق كفاء للأوراق المالية الحكومية. فقد أنشأت بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، على سبيل المثال، أسواقاً للأوراق المالية الحكومية باستخدام مجموعة متنوعة من الأساليب التي اشتملت على أنماط مختلفة لتتبع الإصلاحات وسرعة تحرير النظم. ولكن تجارب تطوير هذه الأسواق في بلدان عديدة توضح أهمية وجود إطار سليم لسياسة الاقتصاد الكلي، وإجراء إصلاحات جيدة التصميم لاعتماد واستخدام أدوات للسياسة النقدية تستند إلى قوى السوق، والالتزام بتتبع حريص لخطوات إلغاء التنظيمات المقيدة للحساب الرأسمالي.

٦-١ تنويع الحافظة وأدواتها

٦٦- يجب أن تسعى الحكومة لتوسيع قاعدة المستثمرين لالتزاماتها المحلية والخارجية، مع النظر بعين الاعتبار الواجب لكل من التكاليف والمخاطر، وأن تعامل المستثمرين معاملة متساوية. ويستطيع القائمون على إدارة الدين مساندة هذا الهدف بتنويع رصيد الدين على طول منحى العائد أو من خلال عدد من أدوات السوق. وقد تكون مثل هذه الإجراءات مفيدة بوجه خاص لبلدان الأسواق الناشئة التي تحاول تقليل مخاطر تجديد الدين إلى أدنى حد ممكن. وفي نفس الوقت، يجب أن تدرك جهات الإصدار ما ينطوي عليه ذلك من تكلفة وما قد يستتبعه من تشوهات في السوق، لأن المستثمرين قد يفضلون أجزاء معينة من منحى العائد، أو أنواعاً معينة من الأدوات. وفي الأسواق الأقل تطوراً، قد يشمل منحى العائد الاسمي الأوراق المالية قصيرة الأجل نسبياً فقط. وربما تكون محاولة تمديد منحى العائد بسرعة فيما يتجاوز هذه النقطة أمراً غير ممكن أو غير عملي. فقد أدى ذلك إلى قيام بعض بلدان الأسواق الناشئة بإصدار كميات كبيرة من الدين الأطول أجلاً المؤشر بالتضخم والدين بأسعار فائدة معومة، لأن مثل هذا الدين قد يكون جذاباً للمستثمرين في البلدان ذات المديونية الحكومية المرتفعة والمصدقية المنخفضة للسلطات النقدية.

٦٧- وكما يحاول المستثمرون تنويع مخاطرتهم من خلال شراء عدد من الأوراق والأدوات المالية المختلفة، ينبغي للقائمين على إدارة الدين أن يسعوا إلى تنويع المخاطر في حوافز التزاماتهم بإصدار أوراق مالية عند نقاط مختلفة على طول منحى العائد (بتواريخ استحقاق مختلفة)، وإصدار أوراق مالية عند نقاط مختلفة خلال العام (بدلاً من إصدار كمية كبيرة من الأوراق في إطار طرح واحد)، وطرح أوراق مالية مختلفة الخصائص من حيث التدفق النقدي (مثل القسائم الثابتة أو سعر الفائدة المعوم، على أساس اسمي أو مربوط بمؤشر) وأوراق مالية موجهة لمستثمرين معينين (مثل مستثمري الجملة أو التجزئة، أو مستثمرين محليين وأجانب في ظروف

معينة)^{٣٥}. وفي سياق هذه الجهود، يتعين على المختصين بإدارة الدين بذل قصارى جهدهم لمنح المستثمرين معاملة متساوية، وتطوير السيولة الكلية لأدوات دينهم حيثما أمكن ذلك. ومن شأن هذه الإجراءات أن تزيد من جاذبية الأوراق الحكومية من وجهة نظر المستثمرين، وتخفيض علاوة السيولة التي يطالبون بها، بالإضافة إلى الحد من المخاطرة المصاحبة لاحتمال أن يتأثر تسعير الأوراق الحكومية إلى حد كبير بالإجراءات التي يتخذها عدد صغير من المشاركين في السوق. ومن خلال اتباع منهج متوازن يستهدف توسيع قاعدة المستثمرين وتوزيع مخاطر تجديد الدين، مع إدراك مزايا الإصدارات المعيارية السائلة في نفس الوقت، يمكن المساهمة في تحقيق هدف تخفيض تكلفة الدين على الأجل الطويل.

٦٨- ويساعد طرح مجموعة متنوعة من أدوات إدارة الدين ذات الخصائص النمطية في السوق المحلية على جعل الأسواق المالية أكثر اكتمالا، مما يسمح لجميع المشاركين بتحقيق تغطية أفضل للالتزاماتهم وأوجه انكشافهم المالي، مما يسهم في تخفيض علاوات المخاطر وحساسية الاقتصاد للتقلبات بشكل أعم.

٦٩- ويمكن أيضا، حيثما أمكن، أن يسهم إصدار أدوات مقترنة بخيارات ضمنية (مثل سندات الادخار التي يجوز لحائزها استردادها عند الطلب) في تنويع الأدوات المستخدمة. ولكن حتى إذا كانت هناك أسباب وجيهة لإصدار مثل هذه الأوراق، فلا بد أن يلزم القائمون على إدارة الدين جانب الحذر الشديد للتأكد من أن المخاطر الكامنة في تلك الخيارات وأدوات المشتقات الأخرى مشمولة في إطار إدارة المخاطر، وأن جهة الإصدار والمشاركين الآخرين في السوق يفهمون تمام الفهم تلك الأدوات والمخاطر المصاحبة.

٢-٦ السوق الأولية

٧٠- يجب أن تكون عمليات إدارة الدين في السوق الأولية شفافة ويمكن التنبؤ بها. وبغض النظر عن الآلية المستخدمة في تعبئة الأموال، فإن التجارب السابقة تشير إلى انخفاض تكلفة الاقتراض في العادة إلى الحد الأدنى واتسام عمل الأسواق بأقصى درجة من الكفاءة عند التزام الشفافية في عمليات الحكومة - من خلال نشر خطط الاقتراض مقدما والتصرف بصورة متسقة عند إصدار أوراق مالية جديدة، على سبيل المثال- وعندما تخلق جهة الإصدار مناخا يتسم بتكافؤ الفرص لجميع المستثمرين. ويجب الإفصاح بشكل علني عن شروط الإصدارات الجديدة، كما يجب أن تكون هذه الشروط مفهومة وواضحة للمستثمرين. ومن الضروري أن تضمن القواعد التي تحكم الإصدارات الجديدة منح جميع المستثمرين معاملة متساوية. ويجب أن يقيم المختصون بإدارة

^{٣٥} تنظر بعض البلدان في مسألة إلحاق بنود عن إعادة التفاوض أو الإجراءات الجماعية بأدوات ديونها، مثل قواعد تصويت الأغلبية.

الدين حوارا مستمرا مع المشاركين في السوق وأن يراقبوا تطورات السوق حتى يتمكنوا من التصرف بسرعة عندما تستوجب الظروف رد الفعل السريع.

٧١- يجب، قدر الإمكان، استخدام آليات تستند إلى قوى السوق عند إصدار سندات الدين، بما في ذلك المزادات التنافسية والاتحادات المالية. وتشير أفضل الممارسات في السوق الأولية للأوراق المالية الحكومية بلأن الحكومات تحاول عادة، حيثما أمكن، استخدام الآليات المستندة إلى قوى السوق في تعبئة الأموال، وهو ما ينطوي في العادة في حالة الاقتراض بالعملية المحلية على عقد مزادات مفتوحة للأوراق الحكومية، رغم أن الاتحادات المالية قد استخدمت بنجاح من جانب المقترضين الذين لا يحتاجون إلى جمع أموال بصورة منتظمة أو الذين يستحدثون أداة جديدة في السوق.^{٣٦} ويجب ألا تلجأ الحكومات إلى إلغاء المزادات إلا فيما ندر بسبب أوضاع السوق، أو إلى تخفيض المبالغ الممنوحة عما سبق إعلانه في المناقصة حتى يتسنى تحقيق أهداف تكلفة خدمة الدين على المدى القصير. وقد أوضحت التجربة أن هذه الممارسات تؤثر على مصداقية وسلامة عملية المزاد، مما يؤدي إلى ارتفاع علاوات المخاطر، وإعاقة تطور السوق، وارتفاع تكلفة خدمة الدين على الأجل الطويل.

٦-٣ السوق الثانوية

٧٢- يجب أن تدعم الحكومات والبنوك المركزية إقامة أسواق ثانوية مرنة يمكن أن تعمل بشكل فعال في ظل مختلف أوضاع السوق. يعمل القائمون على إدارة الدين والبنوك المركزية في بلدان عديدة بالتعاون الوثيق مع المختصين بتنظيم القطاع المالي والمشاركين في السوق بهذا الخصوص. ويشمل ذلك دعم الجهود التي يبذلها المشاركون في السوق لوضع قواعد لسلوك المشاركين في عمليات المتاجرة، والتعاون معهم للتأكد من أن ممارسات ونظم المتاجرة تتطور بصفة مستمرة وتعكس أفضل الممارسات المتبعة. ومن الممكن أن يشمل ذلك أيضا تشجيع إنشاء سوق نشطة لاتفاقيات إعادة الشراء، لتعزيز السيولة في الأوراق المالية الأساسية، وتقليل المخاطر الائتمانية إلى الحد الأدنى من خلال الضمانات.^{٣٧}

^{٣٦} وجدت بعض البلدان أن استحداث شبكة تضم صانعي السوق يمكن أن يمثل آلية مفيدة لتوزيع الأوراق المالية وتشجيع خلق الأسواق العميقة والسائلة. وتستخدم بعض البلدان المتعاملين الرئيسيين للقيام بهذا الدور، بينما تسعى بلدان أخرى إلى تشجيع خلق سوق مالية أكثر انفتاحا. وفي حالة استخدام المتعاملين الرئيسيين، يجب تحديد الحوافز والالتزامات، وأيضا معايير أهلية العمل في هذه السوق، والإفصاح عنها.

^{٣٧} Committee on the Global Financial System, "How Should we Design Deep and Liquid Markets? The Case of Government Securities," Bank for International Settlements, Basel, October 1999.

٧٣- وتستطيع الحكومة تشجيع إقامة سوق ثانوية كفاء لأوراقها المالية والمحافظة عليها عن طريق إزالة العوائق الضريبية والتنظيمية التي تحد من إقبال المستثمرين على المتاجرة في الأوراق المالية. وتشمل هذه الإجراءات إلغاء التنظيمات التي تنص على التمويل القسري من الوسطاء الماليين للحكومة بأسعار فائدة منخفضة، وتعديل السياسات الضريبية التي تشوه الاستثمار في الأصول المالية وغير المالية والمتاجرة فيها. كذلك فإن المناهج التي تتبعها الحكومة في تنظيم الأسواق المالية وعمل المشاركين فيها كثيرا ما تشتمل على مجموعة واسعة من متطلبات الإفصاح والرقابة للحد من مخاطر الاحتيايل واستخدام المشاركين لممارسات غير حكيمة لإدارة الأصول والخصوم من شأنها أن تزيد من مخاطر الإعسار وفشل النظام المالي.

٧٤- تقوم البنوك المركزية بدور حاسم في تشجيع إقامة أسواق ذات كفاءة للأوراق المالية الحكومية والمحافظة عليها من خلال انتهاج سياسات نقدية سليمة. وتساهم البنوك المركزية في زيادة إقبال المشاركين في السوق على الدخول في معاملات على طول منحنى العائد من خلال إدارة السياسة النقدية بطريقة تتفق وأهداف السياسة النقدية المعلنة. وتستخدم البنوك المركزية بصورة متزايدة في تنفيذها للسياسة النقدية الأدوات غير المباشرة التي تشتمل على معاملات في الأوراق المالية الحكومية. ويؤدي تصميم هذه الأدوات واستخدامها بشكل صحيح دورا مهما في خلق أسواق عميقة وسائلة لهذه الأوراق. فعلى سبيل المثال، يمكن أن تؤدي العمليات اليومية للسوق المفتوحة التي تتم تطبيقا للسياسة النقدية إلى إيجاد القدر الملائم من السيولة في الأسواق، مما يسهم في كفاءة عمل الأسواق المالية.

٧٥- يجب اتباع ممارسات سليمة في النظم المستخدمة لتسوية وتخليص معاملات السوق المالية التي تتضمن أوراقا مالية حكومية.^{٣٨} فسلامة وكفاءة نظم المدفوعات والتسوية والمخالصة تعمل على خفض تكلفة المعاملات في الأوراق المالية الحكومية إلى الحد الأدنى واحتواء مخاطر النظام المالي، مما يسهم بدوره في تخفيض تكلفة التمويل على الحكومة. وعادة ما تعمل الهيئات المسؤولة عن نظم المدفوعات والتسوية والمخالصة المتعلقة بالمعاملات المالية بالتعاون الوثيق مع المشاركين في السوق للتأكد من قدرة تلك النظم على العمل بكفاءة في ظل مجموعة واسعة من ظروف المتاجرة المختلفة.

^{٣٨} تتضمن الجهود المبذولة في هذا المجال توصيات مجموعة الثلاثين المتعلقة بتخليص وتسوية معاملات الأوراق المالية (١٩٨٩) التي تغطي تسعة مبادئ عامة منها جوانب مثل جهات الإيداع المركزية، ونظم التصفية، والتسليم مقابل الدفع، وأساليب التسوية المتعارف عليها، والإقراض مقابل الأوراق المالية، كما تشمل أيضا "Disclosure Framework for Securities Settlement Systems" الذي نشرته "اللجنة المعنية بنظم الدفع والتسوية" (CPSS) و"المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية" (IOSCO) عام ١٩٩٧، وتقرير اللجنة المعنية بنظم الدفع والتسوية الصادر عام ٢٠٠١ بعنوان "Core Principles for Systemically Important Payment Systems"، والتقرير الاستشاري لفريق العمل المشترك بين اللجنة المعنية بنظم الدفع والتسوية والمنظمة الدولية للجان الأوراق المالية الصادر في ٢٠٠١ بعنوان "Recommendations for Securities Settlement Systems".