

إدارة الدين العام وإحتمالية التعرض لمخاطر مالية: الأدوار التي يمكن أن تلعبها المؤسسات العليا للمراجعة المالية  
(SAIs)

لجنة الدين العام INTOSAI

يوليو ٢٠٠١

إدارة الدين العام وإحتمالية التعرض لمخاطر مالية: الأدوار التي يمكن أن تلعبها المؤسسات العليا للمراجعة المالية  
(SIAs)

"سيتعرض الاقتصاد العالمي لأزمة إقتصادية أخرى. وعلى الرغم من اختلاف العوامل المثيرة للأزمة واختلاف شكل الأزمة من دولة لأخرى، إلا أننا سنشهد سيناريو مكرر لما حدث من قبل".

جورج مونوز، أوفرسيز برايفيت إنفيستمنت كوربوريشن

إدارة الدين العام وإحتمالية التعرض لمخاطر مالية: الأدوار التي يمكن أن تلعبها المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs)

٤	نبذة مختصرة
٥	مقدمة
6	أ- سهولة الوصول إلى أسواق المال وزيادة المخاطر
٧	ب- دلالات الأزمات المالية الأخيرة بالنسبة لمديري الدين
٨	١. الاقتصاديات الناشئة والنامية
٩	٢. الاقتصاديات المتقدمة
١٠	ج- الأدوار التي يمكن للمؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) القيام بها: دعم تبني المبادئ والتطبيقات الحسنة
١٠	١. دور المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs): دعم الممارسات السليمة لإدارة الدين العام ومنع المخاطر
١١	٢. دور المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs): التشجيع على تحسين الكشف عن البيانات واتباع أفضل مداخل الممارسة
١٢	٣. دور المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs): دعم الحاجة إلى وجود إطار عمل تنظيمي وإشرافي سليم للصناعة المصرفية
	الاستنتاج
١٤	
16	ملحق رقم ١- الأزمات المالية الأخيرة
١٦	الأزمة المالية في المكسيك ١٩٩٤-١٩٩٥
١٧	الأزمة الاقتصادية في جنوب شرق آسيا ١٩٩٧
١٩	الأزمة الروسية ١٩٩٨
20	الملحق رقم ٢- قاموس المخاطر المالية ومخاطر التشغيل
٢٠	الخطر المرحل (أو خطر إعادة التمويل)
٢٠	خطر السيولة
٢١	مخاطر السوق
٢١	خطر الائتمان
٢١	خطر التشغيل
٢٢	الملحق رقم ٣- قد تتضمن عملية رصد المخاطر مؤشرات إنذار مبكر بإحتمالية التعرض لمخاطر مالية
٢٢	مقدمة
٢٢	١. دور مؤشرات التعرض للمخاطر المالية
٢٣	الجدول رقم ١- مثال حول عجز المؤشرات الاقتصادية التقليدية عن التنبؤ بإرهاصات أزمات جنوب شرق آسيا
٢٥	٢. أمثلة من مؤشرات التعرض للمخاطر المالية
٢٥	الجدول رقم ٢- مثال من مؤشرات احتمالية التعرض لمخاطر الديون والسيولة
٢٦	أ- مؤشرات المديونية المحلية والأجنبية
٢٧	ب- مؤشرات السيولة
٢٨	٣. أمثلة من المؤشرات الخاصة بتقييم المخاطر في قطاع الخدمات المالية
٢٨	الجدول رقم ٣ -- أمثلة من مؤشرات احتمالية تعرض القطاع المالي للمخاطر
٢٩	الملحق رقم ٤- أمثلة من المبادرات الأخيرة التي استهدفت تحسين الكشف عن البيانات
٣١	المراجع

## نبذة مختصرة

لقد أصبحت البيانات المالية التي يعمل بها مديرو الدين العام الآن بينات شديدة التعقيد والتقدم. فبإمكان سوق المال العالمي خلق مزايا عديدة (مثل زيادة سهولة الوصول إلى مصادر تمويل أكبر بتكلفة أقل وزيادة فعالية أسواق المال المحلية وإحتمالية استخدام أدوات مالية جديدة للتحكم في المخاطر بشكل أكثر فعالية). وعلى الرغم من ذلك، فقد أصبح استراتيجيات الدين العام عرضة للتهيار بشكل خطير عند مواجهة أحداث لم يكن بالإمكان التنبؤ بها، مثل تدني مستوى الميزانيات العمومية في القطاع الخاص مما يمكن أن يؤدي إلى حدوث أزمات نقدية ومالية واقتصادية. كذلك يمكن أن يكون للهزات الاقتصادية أثرها على الدين الخارجي للاقتصاد بشكل يؤدي إلى تعرض استراتيجية الدين العام للمخاطر، الأمر الذي يؤثر بدوره على الاقتصاد ككل ويؤدي إلى تدني الوضع المالي للحكومة. ولعل ما شهدته الاقتصاديات النامية في الآونة الأخيرة خير دليل على إحتمالية تحول الهزات الاقتصادية إلى أزمات مالية، وصعوبات في إدارة الدين وما ينعكس عن ذلك من نتائج على الميزانية.

ولكي يحافظ مديرو الدين على استقرار الوضع المالي لحكومتهم، فإنه يتعين عليهم تنفيذ استراتيجيات قوية لإدارة الدين وأساليب سليمة لإدارة المخاطر. ومن الممكن أن يكون بإمكان المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) أن تلعب دوراً فعالاً في حماية الوضع المالي للحكومات من خلال دعم الحاجة إلى وضع استراتيجيات قوية للدين العام وأساليب سليمة لإدارة المخاطر، هذا بالإضافة إلى صياغة السياسات التي تستهدف الإفصاح عن البيانات ووضع نظام فعال لتنظيم القطاع المصرفي والإشراف عليه، وذلك لتقليل المخاطر التي تصاحب الالتزامات والمطالبات المستقبلية للقطاع العام والالتزامات المحتملة على القطاع الخاص. وينبغي على القراء ملاحظة أن الأدوار المقترحة يجب أن تكون في إطار الصلاحية القانونية للمؤسسات العليا للمراجعة المالية وفضلاً عن ذلك، فإن تقديم التوجيه والمشورة إنما هو أمر يختلف عن التصديق المالي الذي يمثل العمل المعتاد للمراجع، وبالتالي لن تتمكن المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) من توفير نفس المستوى من الضمان.

وبشكل أكثر تحديداً، ومن خلال عمليات مراجعة مستوى أساليب إدارة الدين:

1. قد يكون بإمكان المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) أن تلعب دوراً فعالاً في حماية الوضع المالي للحكومات من خلال المساعدة في التأكد من تنفيذ أساليب سليمة وقوية لإدارة الدين العام.
2. كذلك يمكن للمؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) تشجيع الحكومات على التركيز بشكل أكبر على رصد إحتمالية التعرض للمخاطر وإعطاء أولوية كبيرة لإدارتها.

كما قد تشجع أيضاً المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) على الإفصاح عن البيانات ودعم الحاجة إلى وجود إطار عمل سليم للإشراف على قطاع الخدمات المالية وتنظيمه. ومن ثم:

3. يمكن للمؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) العمل على تشجيع الحكومات على تحسين عملية توفير البيانات المالية ونشر المعلومات الأساسية حول الديون من أجل تقييم إحتمالية تعرضها لمخاطر مالية. وقد تقوم المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) بتقييم النهج الذي تسلكه الحكومات في الإفصاح عن البيانات. وأخيراً قد تشجع هذه المؤسسات حكوماتها على الالتزام بالمبادرات الدولية التي تستهدف تحسين عملية الكشف عن الإحصائيات واستيفاء المتطلبات المتعلقة بالبيانات.
4. تقوم المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) بتشجيع الحكومات على التأكد من تبني القانمين على التشريعات والمشرفين على قطاع الخدمات المالية لأساليب تتوافق مع المقاييس الدولية، فكلما زادت قوة قطاع الخدمات المالية، قلت احتمالات تعرض الدين العام للمخاطر التي تؤثر على الميزانية العمومية للقطاع الخاص.

إدارة الدين العام وإحتمالية التعرض لمخاطر نقدية: الأدوار التي يمكن أن تلعبها المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs)

## مقدمة

١. يتناول هذا البحث الأدوار التي يمكن أن تلعبها المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) للمساعدة على الحد من إحتمالية تعرض الحكومات لأزمات نقدية والحد من احتمال حدوث أزمات مالية. ويرى البحث أن هذه المؤسسات يمكن أن تلعب دوراً حيوياً في دعم الالتزام بأفضل أساليب إدارة الدين وبالمعايير السليمة للكشف على البيانات وبالقواعد التنظيمية الصحيحة للخدمات المالية.
٢. ليس لهذه المؤسسات دوراً مباشراً في وضع نظام لإدارة الدين العام ولا في صياغة السياسات الخاصة بالإفصاح عن البيانات والقواعد التنظيمية لقطاع الخدمات المالية. وتعتمد قدرة المؤسسات العليا للمراجعة المالية في التأثير على مديري الدين العام وإقناعهم، على الصلاحيات الممنوحة لها والمسئوليات التي تتحملها والمصادقية التي تتمتع بها. إلا أن لهذه المؤسسات، وفي حدود صلاحيتها القانونية، دوراً في دعم وتشجيع صانعي القرار على تبني أساليب سليمة وقوية لإدارة الدين والمخاطر. وكما سنرى فإن مديري الدين يعملون في بيئة معقدة بأسواق المال، الأمر الذي قد يؤدي إلى انحراف استراتيجيات الديون الهشة ويعرض الحكومات لأوضاع مالية صعبة. وربما يتحتم على هذه المؤسسات أن تضع وتنتهج طرقاً تستند على مناهج جديدة يجري تطبيقها في أكثر من مجال.
٣. من خلال هذه الأنشطة، يمكن أن تلعب المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) دوراً داعماً في منع الأزمات المالية والحد من التعرض للمخاطر النقدية، خاصة في وقت تعطي فيه الدول الاقتصادية الكبرى في العالم أولوية كبيرة لهذه القضايا. وقد أوضح البيان الختامي لوزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية في مجموعة العشرين، في اجتماعهم المنعقد في أكتوبر ٢٠٠٠ في مونتريال، التزامهم التام بما يلي:  
"لقد اتفقنا على تنفيذ الإجماع الدولي الأخذ في الظهور والخاص بتنفيذ السياسات التي من شأنها الحد من تعرض الدول لأزمات مالية، بما يشمل عن طريق وضع الترتيبات المناسبة لأسعار الصرف والإدارة الحكيمة للالتزامات وإشراك القطاع الخاص في منع وقوع الأزمات والعمل على حلها، وتطبيق القوانين والمعايير التي تحكم الجوانب الأساسية لهذا المجال بما في ذلك الشفافية ونشر البيانات وسلامة أوضاع السوق وسياسة القطاع المالي." (٢٥ أكتوبر ٢٠٠٠)
٤. يوضح القسم (أ) السبب وراء ظاهرة سهولة اقتراض الأموال، كما يتحدث عن توابع الإفراط في الاقتراض. ويستعرض القسم (ب) المشاكل التي تعرضت لها إدارة الدين من جراء الأزمات المالية الأخيرة. وكان من بين الاستنتاجات المعروضة في هذا القسم أن اتباع سياسات سليمة لإدارة الدين والمخاطر شرط أساسي لحماية الأوضاع النقدية للحكومات. ويعرض القسم (ج) مزيداً من التوجهات كما يركز على الأدوار المنوطة بالمؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) من أجل دعم الأساليب السليمة في إدارة الديون والمخاطر والإفصاح عن البيانات والإشراف السليم على قطاع الخدمات المصرفية. ويشتمل البحث على ٤ ملاحق. الملحق الأول يكشف عن منشأ الأزمات المالية التي شهدتها المكسيك ودول جنوب شرق آسيا وروسيا، فيتناول الأخطاء التي وقعت فيها هذه الدول، والسبب في تعرض الوضع النقدي لهذه الحكومات للمخاطر. ويتناول الملحق الثاني المخاطر التي يجب على مديري الدين العام التعرف عليها ومراقبتها والتحكم فيها. في حين يتناول الملحق الثالث الدور الذي تؤديه مؤشرات التعرض للمخاطر في تحديد مدى تدني الأوضاع الاقتصادية التي يمكن في النهاية أن تؤثر على الوضع النقدي للحكومات. ويمكن لمديري الدين الاستعانة بمجموعة المؤشرات المقترحة للتعرف على مواطن الضعف الكامنة في استراتيجيات الدين العام ورصد تدني مستوى الميزانيات العمومية للقطاع الخاص. وأخيراً يقدم الملحق الرابع مسحاً للمبادرات الأخيرة التي ترمي إلى تحسين الشفافية والكشف عن البيانات.

## أ- سهولة الوصول إلى أسواق المال وزيادة المخاطر

٥. كان من نتائج التغيرات العديدة التي طرأت على جانبي العرض والطلب في أسواق المال المحلية والعالمية أن زادت احتمالية الحصول على رؤوس الأموال بشكل كبير في التسعينات. كما سمحت زيادة عمق الأسواق المحلية وتقنية المعلومات الجديدة والأدوات المالية المعقدة الجديدة بتقديم المزيد من الديون. كذلك هناك عوامل أخرى أدت إلى حدوث زيادة ضخمة جداً في حركة الإقراض العالمي، خاصة بواسطة الاقتصاديات الناشئة والنامية. ومن هذه العوامل انخفاض المعدلات العالمية للفائدة مما دفع المستثمرين إلى دخول أسواق ناشئة توفر عائدات أعلى على الاستثمارات؛ والتحسين الذي طرأ على درجة التصنيف الائتماني نتيجة لإعادة هيكلة الديون الخارجية؛ وإلغاء الرقابة الحكومية وتحقيق إصلاح اقتصاد كلي؛ و"الاستقرار" الملحوظ الناتج عن تطبيق نظم تثبيت أسعار الصرف؛ وتدويل المؤسسات المالية؛ والحصول على القروض المشتركة من الاتحادات المصرفية. لقد أدت كل هذه العوامل إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال الخاصة (ومعظمها على شكل قروض مخصصة أجنبية قصيرة الأجل) على اقتصاديات الدول الناشئة والنامية، وذلك راجع إلى الانخفاض الملحوظ في معدل المخاطر وارتفاع العائد على الاستثمار. وقد استقطبت الصين والبرازيل والمكسيك وتايلاند وإندونيسيا ٥٠ في المائة من إجمالي حجم رؤوس الأموال الخاصة في الفترة ما بين عامي ١٩٩٠ و١٩٩٧ (لوبيز - ميجيا، ١٩٩٩). وفي عام ١٩٩٦ بلغت قيمة الديون الصادرة أو المضمونة من قبل اقتصاديات الدول النامية أو الناشئة ١,٥ تريليون دولار (وهو ما يمثل ٢٥ في المائة من إجمالي الناتج القومي و ٣٠٠ في المائة من احتياطي النقد الأجنبي بها) (كاسارد، فولكيرتس-لاندي، ١٩٩٧). وكان من نتائج تدفق رؤوس الأموال بهذه الكميات الضخمة أن شهدت هذه البلاد ازدهاراً اقتصادياً سمح بتمويل العجز الكبير في حساباتها الجارية.

٦. ويواجه مديرو الدين في هذه الدول ظروفاً مختلفة في أسواق المال. فبسبب عدم وجود أسواق مال تتمتع بالعمق والسيولة والقدرة على التعامل مع أدوات الاقتراض المحلية، لم يكن أمام الكثير من الحكومات خياراً سوى إصدار سندات لاقتراض ديون مقومة بالعملة الأجنبية، دون أن تكون في معظم الأحوال قادرة على الاحتياط لتغطية المخاطر المتعلقة بأسعار صرف العملات وأسعار الفائدة.

٧. وبالنظر إلى أن لدى الحكومات في الدول المتقدمة أسواق مالية محلية تتسم بالعمق، يصبح باستطاعتها عادة الحد من إصدار دين بالنقد الأجنبي. فمثل كندا والدانمارك ونيوزلندا لا تقتصر بالعملة الأجنبية إلا فقط لأغراض تتعلق باحتياطي النقد الأجنبي. فبالنسبة لحكومات دول الاقتصاديات المتقدمة، يسهم وجود أسواق مالية محلية متقدمة فيها وتوفر احتمالية الحصول على رأس المال بشكل غير محدود، في الحد من تعرضها لمخاطر وأزمات نقدية.

٨. أدت زيادة احتمالية الحصول على رؤوس الأموال من خلال أسواق المال العالمية إلى تحقق العديد من أوجه الاستفادة الاقتصادية الهامة مثل النمو الاقتصادي وارتفاع مستوى المعيشة وانخفاض معدلات الفقر. وعلى الرغم من ذلك، قد تؤدي حساسية أسواق المال إلى حالة من عدم الاستقرار في ظل أوضاع اقتصادية أخذت في الضعف. فقد انعكس اتجاه التدفقات المالية بشكل مفاجئ. وقد ذكر تقرير من معهد التمويل الدولي (Institute of International Finance) أن تدفق رؤوس الأموال الخاصة إلى اقتصاديات الأسواق الناشئة قد وصل إلى ذروته في عام ١٩٩٦ حيث بلغ ٣٢٧ مليار دولار ثم انخفض في عام ١٩٩٧ ليصل إلى ٢٦٠ مليار دولار حتى بلغ ١٥٢ مليار دولار عام ١٩٩٨ (معهد التمويل الدولي، ١٩٩٨، صفحة ٧). وقد بلغ رأس المال الخارج من كوريا ما بين عام ١٩٩٦ و١٩٩٧ أكثر من ٤٢ مليار دولار (حوالي ٩ في المائة من إجمالي الناتج القومي)، بينما فقدت تايلاند ٢٥ مليار دولار (١٥ في المائة من إجمالي الناتج القومي) في نفس العام. وفي عام ١٩٩٥ تجاوز رأس المال المتدفق إلى خارج المكسيك ٥٥ مليار دولار (١٢ في المائة من إجمالي الناتج القومي) (لوبيز - ميجيا، جدول رقم ٢).

٩. من العوامل التي تزيد من احتمالية تعرض الحكومات لمخاطر نقدية وهزات اقتصادية ضعف إدارة كل من الدين والمخاطر (بما في ذلك إدارة احتياطات النقد الأجنبي) وقلة الإفصاح عن البيانات وضعف وظائف الإشراف على قطاع الخدمات المالية. فعلى سبيل المثال، قد تؤدي المبالغ الضخمة من الدين العام والخاص الخارجي، وخاصة الدين غير المحمي والقصور الأجل والمقوم بالعملة الأجنبية، إلى زيادة احتمال تعرض الحكومات لمخاطر مالية. وغالباً تلجأ دول ناشئة ونامية كثيرة إلى تمويل نموها الاقتصادي وحالات العجز الكبير في حساباتها الجارية وزيادة الإنفاق العام وتضخم الدين العام بالاستقطاع من تدفقات رأس المال السائلة للاقتصاديات الناشئة. وقد أظهرت الأزمات المالية

الأخيرة إقتصادية حدوث التمويل في ظل ظروف مالية ونقدية ضعيفة تصاحبها أسس إقتصادية آخذة في الضعف في القطاع المصرفي.

١٠ وعلى الرغم من نقاط الضعف العامة هذه، فباستطاعة الإقتصاديات الناشئة والنامية جذب رؤوس الأموال لأنها غالباً ما تعمل في ظل أنظمة تتسم بأسعار صرف ثابتة أو مربوطة بأسعار صرف عملات أخرى. وهذه الأنظمة تعطي انطباعاً للمستثمرين بأنهم يعولون على الحكومة في الحد من خطر سرعة تأثر أسعار الصرف. إلا أن أنظمة أسعار الصرف الثابتة أو المربوطة بأسعار صرف عملات أخرى، قد لا تصمد طويلاً ويمكن أن تصبح هدفاً لهجمات المضاربة، كما هو الحال مثلاً عند عدم التزام السياسة النقدية بخفض نسبة التضخم، أو عند وجود نقاط ضعف في أداء النظام المصرفي أو عند عدم كفاية احتياطي النقد الأجنبي. وعندما تتعرض الإقتصاديات التي تتحمل التزامات ضخمة بعملة أجنبية وتعمل بنظم تثبيت أسعار الصرف لهجمة من المضاربة، تصبح معرضة لمخاطر مالية خطيرة. وفي الغالب ينهار نظام تثبيت أسعار الصرف فجأة كما وضع في حالة المكسيك وتايلاند وروسيا. فقد كان من نتائج الهجمات التي تعرضت لها عملة البيسو في ديسمبر من عام ١٩٩٤ وأدت إلى استنزاف احتياطي النقد الأجنبي من البنك المركزي، أن لجأت الحكومة المكسيكية إلى التخلي عن نظام تثبيت أسعار الصرف. وعندما اتجهت رؤوس الأموال الأجنبية إلى مغادرة المكسيك، واجهت الحكومة صعوبات كبيرة لإعادة تمويل دينها العام. وقد وقعت أحداث مماثلة في تايلاند عام ١٩٩٧ كان من نتائجها انخفاض قيمة العملات الأخرى في المنطقة. وفي روسيا، أدى انخفاض قيمة العملة وما صاحبه من حدوث اختلال نقدي خطير إلى ازدياد الأمر سوءاً. وكانت تركيا آخر الدول المتضررة من تلك الأوضاع حيث تخلت الحكومة عن ربط سعر الليرة بعملة أخرى في فبراير من عام ٢٠٠١ بعد تعرضها لإحدى هجمات المضاربة.

١١ لا يعني هذا أن الحكومات التي تتبنى نظام تعويم سعر الصرف، وكذلك المقرضين، بمعزل عن هذا الخطر، فقد يؤدي فقد الثقة في السوق إلى انخفاض أسعار الصرف. فإذا اعتبر ذلك أمراً مرغوباً فيه، فقد تتدخل السلطات النقدية باستخدام موجودات النقد الأجنبي التي لديها و/أو بزيادة أسعار الفائدة لحماية عملتها. وهنا قد تتسبب أي أزمة تتعرض لها العملة في زيادة معدلات الفائدة المحلية. ومهما كان من أمر نظام أسعار الصرف المتبع، فإن الحكومات، خاصة تلك التي لديها التزامات عامة وخاصة خارجية ضخمة غير محمية بشكل سليم، يمكن أن تتعرض لزيادات كبيرة في تكاليف خدمة الدين وصعوبات في الوصول إلى أسواق المال العالمية (راجع كالفو ٢٠٠٠). والواقع أن سوق المال هو الذي يتولى الحكم على مدى ملاءمة نظام أسعار الصرف وذلك على أساس ما يتمتع به هذا النظام من مصداقية. وكلما كانت السياسة النقدية قوية وقادرة على الاستمرار، وكلما خضع النظام المصرفي للإشراف والتنظيم السليم، وتتمتع السياسة النقدية بالمصداقية، وتتوفر مبالغ كافية من احتياطي النقد الأجنبي، لطالما يبقى احتمال التعرض لهزات خارجية كبيرة عند أدنى حد له (راجع إدواردز ٢٠٠٠).

ب - دلالات الأزمات المالية الأخيرة بالنسبة لمديري الدين

١٢ لقد تعرض العالم خلال الربع قرن الماضي إلى العديد من الأزمات المالية التي أثرت على قدرة الحكومات في تسديد ديونها وما نتج عن ذلك من مشكلات في الموازنة ومن حالات اختلال إقتصادي. وكان لهذه الأزمات توابع سلبية كبيرة، كإخفاض معدلات النمو وزيادة الفقر وعدم الاستقرار السياسي والاضطراب الاجتماعي. وقد صاحبت الأزمات المالية الأخيرة التي شهدتها المكسيك (١٩٩٤-١٩٩٥) وجنوب شرق آسيا، (١٩٩٧) وروسيا 1998، سلسلة من الاضطرابات الإقتصادية الكبيرة، وصعوبات مالية شديدة ومشكلات متعلقة بالسيولة لهذه الحكومات ولغيرها من الحكومات في جميع أنحاء العالم (انظر المستندات ١ و ٢ و ٣ في الملحق رقم ١). فقد اتضح أن القوة التي كان يعتقد أن وضع هذه الحكومات المالي يتمتع بها غير كافية، عندما واجهتها هزة سلبية كبيرة لم تكن متوقعة. واضطرت الحكومات في البرازيل وبعض دول شرق آسيا إلى إعادة تمويل الديون مستحقة الدفع - التي كان جزءاً كبيراً منها ديوناً قصيرة الأجل مخصصة بالعملة الأجنبية وذات معدلات كوبونات منخفضة - بمعدلات فائدة أعلى بكثير. ولقد زادت إقتصادية تعرض هذه الحكومات لمخاطر مالية كبيرة عندما اضطرت لإعادة تمويل الديون في ظل ظروف إقتصادية متردية (ارتفاع معدلات الفائدة وانخفاض قيمة العملة المحلية وانهيار القطاع المصرفي وامتناع المقرضين عن الإقراض). فعلى سبيل المثال، أنفقت الحكومة الكورية اعتباراً من منتصف عام ١٩٩٩ نحو ٣٩ مليار دولار لإعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة وشراء القروض المتعثرة. وبلغت التكاليف التي تحملتها الميزانية (وهي الفوائد المدفوعة على السندات التي أصدرتها الحكومة لتمويل عملية الإنقاذ هذه) ٧ مليار دولار (صندوق النقد الدولي، ١٩٩٩، صفحة ٧٥). وشهدت الأرجنتين حالة من الكساد امتدت ثلاث سنوات نتجت عنها أحدث أزمة مالية عرفها العالم حالياً. ونظراً لأن الحكومة تتحمل سندات ديون تزيد عن ٥٠ مليار دولار مستحقة عام ٢٠٠٦ تسبب لها مشكلات في السيولة، فقد أعلنت في مايو ٢٠٠١ أنها، في إطار سعيها لتخفيف ضغط التمويل، ستعرض إستبدال سندات قيمتها ٦٦,٧ مليار دولار بسندات أجلها يمتد حتى حلول عام ٢٠٣١ لأصحاب الديون التجارية العامة المخصصة بالبيسو أو

الدولار. وعلى الرغم من أن هذا الإجراء سيؤدي إلى تسهيل عمليات تسديد الديون، إلا أنه سيقود إلى تكبد مدفوعات أعلى لخدمة الدين لأنه يتعين على الأرجنتين أن تقدم عانداً أعلى على مستندات الديون الجديدة لتعويض حملة السندات عن تزايد المخاطرة التي تكمن في امتلاك أوراق مالية طويلة الأجل وعن تكاليف المعاملات. وقد حدث في الآونة الأخيرة أن تملك التوتير المستثمرين الأجانب بسبب المخاطرة الكامنة في العجز عن الدفع وإحتمالية انتقال ذلك الوضع إلى الدول المجاورة.

١٣. ينتج عن تضافر العوامل المتمثلة في كل من حرص أسواق المال على أن تكون بمنأى عن المخاطر، وإمكانيات التعرض لمخاطر على المستوى الوطني، الكثير من الصعوبات أمام مديري الدين العام. وتتنوع أسباب الهزات المالية من دولة إلى أخرى. فقد تأتي مثل هذه الهزات من حالات عدم توازن الاقتصاد ككل، مثل السياسات غير المستدامة للميزانية، وضعف الأداء الاقتصادي الذي يخفض من إيرادات الحكومة، واتباع سياسات مالية وأسعار صرف غير سليمة تؤدي إلى انخفاض قيمة العملة أو اختلال التوازن بين أصول وخصوم القطاع الخاص، وما ينتج عن ذلك من تكبد الحكومات مصاريف باهظة في حالات الإنقاذ. وقد يكون للهزات أيضاً أسباب خارجية. فمن بين الأسباب التي تجعل الوضع المالي للحكومات عرضة لتعرض للمخاطر: الهزات الخارجية، وزيادة أسعار الصرف العالمية التي تؤثر على أعباء خدمة الدين العام، وانخفاض أسعار السلع عالمياً مما يؤدي إلى صعوبات في ميزان المدفوعات، وانخفاض قيمة العملة المحلية أو مجرد تأثرها بما يحدث في الدول المجاورة.

١٤. تؤثر طبيعة الأساليب المتبعة لإدارة الدين العام على احتمالية تعرض الحكومة لمخاطر مالية وحساسيتها للهزات الاقتصادية. فإذا لم تول استراتيجيات إدارة الدين العام التي تتبناها الحكومة اهتماماً كافياً بالمخاطر والتكاليف ونقاط الضعف الكامنة في الأداء المالي والاقتصادي الكلي، فقد تعاني صعوبات في مواجهة الالتزامات المتعلقة بخدمة الدين. ويتعين على صانعي القرار أن يولوا اهتماماً خاصاً بتحقيق التوازن بين الحد بقدرة الإمكان من تكاليف خدمة الدين وتقليل التعرض للمخاطر المتمثلة في إعادة التمويل ومخاطر السوق. كما يتعين على مديري الدين تحديد السياسات السليمة لإدارة الدين العام والتوصية باتباع مثل هذه السياسات من أجل حماية الحد الأدنى لقدرة الحكومات على مواجهة هذه الأوضاع. ويجب أن تقوم هذه التوصية على أساس أساليب سليمة لإدارة المخاطر. ومن ثم يتوجب على مديري الدين، إدارة الدين العام على أساس احتمال وقوع أحداث معينة مع ما سيستتبعها من نتائج وتكاليف على الوضع المالي للحكومة. كذلك ينبغي أن يبذل مديرو الدين جهودهم للوصول إلى استراتيجيات قوية تحد من احتمالية تعرض الحكومة لمخاطر مالية.

١٥. يتعين أن يضع مديرو الدين في اعتبارهم السيناريو المتشائم المحتمل عند رسمهم إستراتيجيات الدين العام، ويتمثل هذا السيناريو في الأحداث التي إن تحققت أضرت بالوضع المالي للحكومة بسبب عدم سلامة استراتيجيات الدين وهشاشتها. وتؤثر الأسس الاقتصادية والوضع المالي للأصول والخصوم الاقتصادية (بيانات موازنات القطاع العام، بما فيها الالتزامات المحتملة، وموازنات القطاع الخاص) في الوضع المالي للحكومة وفي قدرتها على خدمة دينها العام. وبالتالي يتعين على مديري الدين العام ألا يضعوا خططهم بمعزل عن ذلك وألا يضعوا تلك الخطط على أساس الافتراض بأن الدين الذي يتولون مسؤولية إدارته في مأمن من الهزات الاقتصادية والالتزامات القطاع الخاص.

١٦. سوف تؤثر الأوضاع السياسية والاقتصادية والمؤسسية على طريقة إدارة الدين العام، كما سيختلف أداء مديري الدين حسب بيئة المخاطر والتكاليف التي يواجهونها. فعلى سبيل المثال توجد علاقة عكسية بين حجم الاقتصاد وإحتمالية تعرضه للمخاطر. فالاقتصاديات الناشئة والنامية التي بها أسواق مالية داخلية أقل تقدماً، وأقل قدرة على الوصول إلى رأس المال العالمي وأقل تنوعاً، تكون أكثر عرضة لمخاطر الهزات الاقتصادية بما في ذلك التأثير بالأوضاع الموجودة في الدول المجاورة. لذلك يتعين على مديري الدين الذين يعملون في مثل هذا النوع من البيئات الصعبة أن يتسموا بالذكاء الشديد.

#### ١ - الاقتصاديات الناشئة والنامية

١٧. اعتبار دلالات الأزمات المالية الأخيرة وتعقد أسواق المال، فقد يرغب مديرو الدين في الدول ذات الاقتصاديات الناشئة والنامية في الاتجاه إلى وضع استراتيجيات تستهدف الحد من احتمالية التعرض للمخاطر المالية. ومن ثم فإنه يمكن القول، عند الرغبة في تحقيق توازن بين التكاليف والمخاطر، أن مديري الدين بإمكانهم الاستفادة من الميل إلى تقليل المخاطر بأكبر قدر ممكن. ويسرد الملحق رقم ٢ المخاطر التي يجب أن يتعامل معها مديرو الدين والتي من بينها: مخاطر الترحيل، ومخاطر السيولة، ومخاطر السوق المتعلقة بتذبذب أسعار العملات، والتباين في أسعار الفائدة.



١٨. يتعين الخيار بين تقليل المخاطر وتقليل التكاليف. فتقليل المخاطر والتكاليف معاً عملية باهظة الكلفة. فالديون التي لها متوسط مهلة استحقاق طويلة الأجل تقلل من المخاطر، لكنها مكلفة للغاية إذا كان منحى العائد عليها يتخذ مساراً إيجابياً. كما تعتبر الديون التي لها متوسط مهلة استحقاق قصيرة الأجل والمقومة بالعملة الأجنبية، مغرية من منظور تكلفة خدمة الدين، لكنها يمكن أن تكون عالية الخطورة وأن تؤدي إلى تزايد احتمال تعرض الحكومة لمخاطر مالية. فالاعتماد إلى حد كبير على الأوراق المالية ذات الأسعار العائمة أو المستندات قصيرة الأجل، حتى وإن كانت أرخص في السعر، قد يزيد من احتمالية التعرض للمخاطر المالية بسبب التأثير الذي قد يحدثه ارتفاع معدلات الفائدة على تكاليف خدمة الدين. كما أن الاحتفاظ باحتياطي منخفض من النقد الأجنبي قد يؤثر سلباً أيضاً على الحكومة وذلك بزيادة خطورة العجز عن الدفع وقت حدوث الأزمة. ففي يناير ٢٠٠٠ كانت الحكومة الأوكرانية الجديدة تواجه عبء خدمة دين تصل إلى ٣ مليار دولار أمريكي وليس لديها في الوقت ذاته إلا ١ مليار دولار من احتياطي النقد الأجنبي. كما أن تقليل تكاليف خدمة الدين دون اعتبار للمخاطر قد يكون أمراً أكثر إرهافاً، باعتبار النتائج الاقتصادية للهزات غير المتوقعة. وفي حالة الاقتصاديات الناشئة والنامية، قد يكون من الأوفق دفع المزيد لمواجهة تكاليف خدمة الدين وذلك للوصول إلى هيكله الدين على نحو يكفل الحماية للتوازن المالي للحكومة.

١٩. يمكن أن يستفيد مديرو الدين من التخطيط للسيناريو الذي يفترض أسوأ الحالات بما في ذلك تأثير الالتزامات المحتملة على الوضع المالي للحكومة. فالتخطيط المتشائم سيضمن توافر وسيلة حماية كبيرة بقدر كافٍ (مثل احتياطات العملات الأجنبية) لمواجهة الهزات السلبية ووجود تصور مناسب لاستحقاق الديون. فكما قيل مؤخراً، فإنه:

"يجب إدارة البيانات الموجودة خارج الموازنة بنفس مستوى كفاءة عرض البيانات داخل الموازنة. وقد شهدت الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة على السواء كيف يمكن أن يؤدي سوء مستوى الأداء في المصارف و/أو شبكات الأمان ذات التصميم السيئ في المصارف، إلى تحمل القطاع العام لتكاليف ضخمة وإلى ضعف غير متوقع في الموازنة العمومية للحكومة. ومن الممكن أن يكون لضمانات الدولة الأخرى المتعلقة بالإقراض الخاص تأثير مماثل. وهذا هو السبب وراء القول بضرورة إدارة دين الدولة في ضوء الالتزامات المحتملة لها." (جيتنر ١٩٩٩)

٢٠. ثمة استراتيجية أخرى قد يتجه مديرو الدين العام إلى وضعها في الاعتبار تتمثل في الاقتراض من أسواق المال المحلية بقدر الإمكان. فقد يكون من غير الحكمة الاقتراض من الأسواق الخارجية باستخدام سندات ديون مقومة بالعملات الأجنبية وغير محمية، وذلك لأسباب متعلقة بالمخاطر والنتائج المحتملة لذلك. فعندما تنخفض قيمة أسعار الصرف، يصبح من الممكن أن تؤدي سندات الديون المقومة بالعملات الأجنبية وغير المحمية إلى زيادة كبيرة في التزامات الحكومة، مع احتمالية تعرضها لمخاطر مالية (مثل خطر العجز عن الدفع) وذلك عندما يحل وقت استحقاق الدين مما يترتب عليه ترحيله. وبالتالي فإن ما كان ينظر إليه على أنه استراتيجية سليمة لإدارة الدين من شأنها تقليل تكاليف خدمته، يمكن أن يكون قراراً غير حكيم في ظل تدهور أوضاع السوق. وعندما تكون الأسواق المالية المحلية محدودة ويكون اقتراض مبالغ ضخمة بالعملة الأجنبية أمراً لا مفر منه، يتصح مديرو الدين بالعمل على الحد من مخاطر العملات وذلك بالتعامل، إن أمكن، مع مستندات اشتقاقية لتخفيف التذبذب الذي يطرأ على أسعار العملات. إلا أنه بالنظر إلى طبيعة وتعقيد المستندات الاشتقاقية، فيتصح مديرو الدين بأن اللجوء إلى برامج ضعيفة لتخفيف المخاطر يمكن أن يؤدي بالفعل إلى آثار عكسية ويزيد من احتمالية التعرض للمخاطر.

٢١. بالإضافة إلى ذلك، فبالنظر إلى الدور المهيمن الذي تحظى به الحكومة كجهة إصدار في السوق المحلي لهذه الاقتصاديات، يتعين على مديري الدين الانتباه إلى طريقة تدخل الحكومة في السوق والاحتراس من السلوك الانتهازي للبعض.

## ٢- الاقتصاديات المتقدمة

٢٢. في حالة الاقتصاديات المتطورة التي تتمتع بفعالية في أسواق المال المحلية، مع إمكانيات غير محدودة للوصول إلى الأسواق المالية وسلامة الظروف المحيطة بالاقتصاد ككل، تتعرض استراتيجيات الدين لضغط أقل ويصبح احتمال انهيارها أمر غير وارد إلا في حالة حدوث ظروف غير عادية في السوق. وفي أحد التقارير الخاصة بإدارة الدين، لاحظ مكتب المراجع المالي العام في كندا في أبريل ٢٠٠٠ أنه على الرغم من سرعة تحسن الوضع المالي، فقد قررت الحكومة الكندية زيادة حصة ديونها ذات المعدل الثابت للفائدة. وفي الوقت نفسه زادت الحكومة كذلك من حجم احتياطي النقد الأجنبي بكمية كبيرة. وانتهى التقرير إلى ضرورة قيام الحكومة بمراجعة هيكل الدين لديها لتحديد ما إذا كان هيكل الدين، في ضوء البيئة المالية والاقتصادية والسياسية المتغيرة، لا يزال سليماً. ففي بيئة تتميز بتناقص حجم الدين (وارتفاع منحى الإيرادات بشكل إيجابي)، قد يكون غير منطقياً تطويل متوسط فترة استحقاق الدين. وتكون

الاستراتيجية الأنسب هنا هي تقصير متوسط فترة الاستحقاق مع استمرار السداد. وليس من الحكمة أن يوصي واضعو السياسات بحفاظة من الدين العام تزيد من قوة الوفاء إلى أقصى درجة بلا داع على حساب تكاليف أضخم لخدمة الدين.

(ج) الأدوار التي يمكن للمؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) القيام بها: دعم تبني المبادئ والتطبيقات الحسنة

٢٣. لقد ضاعفت الأحداث الأخيرة وموجة العولمة التي تشهدها أسواق المال من الحاجة إلى أساليب سليمة لإدارة الدين العام ومنع المخاطر لتوفير مستوى أفضل من الحماية لأوضاع ميزانيات الحكومات. ويمكن أن تلعب المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) دوراً فعالاً في حماية الوضع المالي للحكومات، من خلال إبراز مدى الحاجة إلى وضع استراتيجيات قوية للدين العام وحتمية اتباع أساليب سليمة لإدارة المخاطر، هذا بالإضافة إلى صياغة السياسات التي تستهدف الإفصاح عن البيانات، ووضع نظام فعال لتنظيم القطاع المصرفي والإشراف عليه، وذلك لتقليل المخاطر التي تصاحب الالتزامات والمطالبات المستقبلية للقطاع العام والالتزامات المحتملة على القطاع الخاص. وينبغي قيام المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) بالأدوار المنوطة بها في إطار الصلاحية القانونية الممنوحة لها. فضلاً عن ذلك، فإن تقديم التوجيه والمشورة هو أمر يختلف عن التصديق المالي الذي يمثل العمل المعتاد للمراجع المالي، وبالتالي لن تتمكن هذه المؤسسات من توفير نفس المستوى من التوكيد.

٢٤. وبشكل أكثر تحديداً، ومن خلال عمليات مراجعة مستوى أساليب إدارة الدين:

١. قد يكون بإمكان المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) أن تلعب دوراً فعالاً في حماية الوضع المالي للحكومات من خلال المساعدة في التأكد من تنفيذ أساليب سليمة وقوية لإدارة الدين العام.
٢. كذلك يمكنها العمل على تشجيع الحكومات على التركيز بشكل أكبر على رصد احتمالية التعرض للمخاطر وإعطاء أولوية كبيرة لإدارتها.

كما يمكن أيضاً أن تشجع المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) على الإفصاح عن البيانات ودعم الحاجة إلى وجود إطار عمل سليم للإشراف على قطاع الخدمات المالية وتنظيمه. ومن ثم:

٣. يمكن للمؤسسات العليا (SAIs) العمل على تشجيع الحكومات على تحسين عملية توفير البيانات المالية ونشر المعلومات الأساسية حول الدين من أجل تقييم احتمالية تعرضها للمخاطر المالية. وقد تتجه المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) إلى تقييم مدى سلامة النهج الذي تسلكه الحكومات في الإفصاح عن البيانات. وأخيراً قد تشجع هذه المؤسسات حكوماتها على الالتزام بالمبادرات الدولية التي تستهدف تحسين المتطلبات المتعلقة بالكشف عن الإحصائيات والبيانات.
٤. يمكن للمؤسسات العليا (SAIs) تشجيع الحكومات على التأكد من تبني القانمين على التشريعات والمشرفين على قطاع الخدمات المالية، لأساليب تتوافق مع المعايير الدولية، فكلما زادت قوة قطاع الخدمات المالية، كلما قلت احتمالات تعرض الدين العام للمخاطر التي تؤثر على الميزانية العمومية للقطاع الخاص.

١ - دور المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs): دعم الممارسات السليمة لإدارة الدين العام ومنع المخاطر

٢٥. من خلال المراجعات المالية ومراجعة الأداء، قد تشجع المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) على تبني استراتيجيات سليمة وقوية لإدارة الدين العام، واللجوء إلى أساليب ملائمة لإدارة المخاطر. وينبغي أن تقوم استراتيجيات الدين المقترحة على كبار المسؤولين، على أساس التناوب الدقيق بين التكاليف والمزايا، كما يتعين وضعها باستخدام أدوات متطلعة للمستقبل، وبعد إجراء تحليلات للمخاطر المحتملة. فاستراتيجيات الدين وأساليب إدارتها القوية لا تسهم فقط في الحد من احتمالية التعرض لمخاطر مالية، لكنها تخفف أيضاً من أعباء الفوائد على المدى البعيد، ولا يخفى ما لهذا من آثار إيجابية على قدرة الاقتصاديات على تحمل الدين. كما تؤثر استراتيجيات الدين الجيدة على كفاءة أسواق المال (فتحسن مستوى السيولة، على سبيل المثال، يجب أن يؤدي إلى الحد من انتشار ارتفاع أسعار الفائدة).

٢٦. لمساعدة الحكومات والسلطات المسنولة عن الدين على وضع استراتيجيات قوية وصلبة لإدارة الدين، قام صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بوضع إرشادات حول الأساليب السليمة لإدارة السيولة والديون لدى الدول. وكان من ثمرات التعاون بين المنظمين وضع مجموعة من المبادئ العامة لمساعدة الحكومات على تحسين مستوى السياسة التي تتبعها لإدارة ديونها والحد من احتمالية تعرضها للمخاطر المالية (راجع تقرير صندوق النقد الدولي، ٢٠٠١). وليس هذا الاقتراح بالمنهج المناسب لجميع الحالات، بل هو خلاصة وافية من الأساليب المنفق عليها لإدارة الدين العام تلتقي

فيها الأساليب الحصيفة والمستحسنة للديون، مثل وضع أهداف واضحة لإدارة الدين، والفصل بين كل من إدارة الدين والإدارة النقدية والتنسيق بينهما، والتوسع المحدود في الدين، ووضع أسس واضحة لتفويض الصلاحيات وللشفافية وللمسئولية، ووضع مقاييس سليمة لهيكل تركيب العملات، وللمدة الزمنية للديون ومواعيد استحقاقها، إلخ. كما يمكن أن تشجع المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) حكوماتها على الاهتمام بقيمة هذا المنهج القائم على أفضل أساليب استراتيجيات إدارة الدين.

٢٧. تستطيع المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) تشجيع تطبيق الوسائل للتأكد من إدراك السلطات المالية للآثار التي تحدثها الهزات الاقتصادية على الموازنات العمومية للحكومات وعلى تكاليف الدين العام.

٢٨. تستطيع المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) تشجيع السلطات المسؤولة عن إدارة الدين على إعطاء أولوية عالية لاتباع أساليب سليمة في إدارة المخاطر. وغالباً تكون حافظة ديون الحكومة هي أكبر حافظة مالية في الدولة، وقد تتسبب في مخاطر كبيرة على الميزانية العمومية لأي اقتصاد وتضر بالاستقرار المالي لدولة ما. ويتوقع من مديري الدين العمل على تحديد المخاطر ومراقبتها والتحكم فيها. كما ينبغي عليهم رصد أي تدني في مستوى الأسس الاقتصادية ومراجعة استراتيجيات الدين تبعاً لها. ويمكن الاستعانة في ذلك بمؤشرات التعرض للمخاطر لتحديد ورصد العلامات الدالة على تدهور الأوضاع في الأسواق. ويتناول المحلق رقم ٣ الدور الذي يمكن أن تقوم به هذه المؤشرات.

٢٩. ويتوقع من مديري الدين أن يأخذوا في اعتبارهم ليس فقط بيئة الدين العام التي يعملون فيها، وإنما أيضاً البيئة الاقتصادية ككل. ففي بيئة تتعرض خلالها الحكومات لهزات اقتصادية خارجية كبيرة تنتقل إليها من مناطق مجاورة، وباعتبار التأثير الذي يمكن أن تحدثه حافظة الدين العام على الاقتصاد ككل، في بيئة كهذه تبرز الأهمية الخاصة لقضية إدارة الدين. ويقصد بهذا أن يأخذ مديرو الدين في اعتبارهم المخاطر المالية والاقتصادية التي تتعرض لها الحكومة وقطاعات الاقتصاد الأخرى (مثل سوء المواعمة بين الأصول والخصوم في القطاع المصرفي). ومن ثم يكون بإمكان مديري الدين تحديد الاستراتيجيات التي لا تقلل من التكاليف فحسب، وإنما تحد أيضاً من الآثار المصاحبة لذلك والتي تترتب عن الأحداث التي يمكن أن تنطوي على خطورة. ويمكن لمديري الدين الاستعانة بأساليب إدارة لديها القدرة على التنبؤ بالمخاطر المالية المستقبلية، وذلك لقياس عواقب الضيق المالي ورصد المخاطر. ويعتبر اختبار العسر المالي من الأدوات الأساسية لوضع نموذج يحاكي درجة قوة استراتيجية ديون الحكومة في ظل ظروف سوق معاكسة. وينبغي استخدام هذا النوع من الاختبارات لاختبار السيناريوهات التي قلما تحدث لكنها ممكنة الحدوث. ويمكن من خلال هذا النموذج تحليل كافة آثار الأحداث على إدارة الدين، مثل فقد الاحتياطي من العملات الأجنبية بسبب تغير أسعار الصرف، أو هروب رأس المال بسبب انهيار النظام المصرفي، أو اختلاف هيكل استحقاق الديون. ويعتبر اختبار "التكلفة عند المخاطرة" (CaR) أحد الأدوات المالية الهامة التي يمكن من خلالها قياس تغير تكاليف خدمة الدين خلال فترة ثقة معينة. وقد تكون نتيجة هذا الاختبار هي عدم زيادة تكاليف الدين عن مستوى معين في سنة معينة. وفي حالة الالتزام بإدارة الجودة للمشتقات المالية مثل سعر الفائدة وعمليات المقايضة بين العملات، فإن هذه المشتقات تعمل كأدوات لإدارة المخاطر يمكنها الحد من احتمالية المخاطر بصفة عامة. وبالنظر إلى أن هذه المشتقات تعتبر من الأدوات المالية المعقدة، فإنها قد تزيد من احتمالية التعرض للمخاطر إذا كانت تخضع لنظم رقابية غير ملائمة (مثل افتقار فعالية حدود المخاطر). وتتيح كل هذه الأساليب الفنية لمديري الدين إمكانية تحديد المخاطر ومراقبتها والتحكم فيها، ووضع ما يرويه مناسباً من استراتيجيات الدين. فالمخاطر التي تدار بشكل أفضل، تحول دون وقوع أحداث غير متوقعة وتحمي الوضع المالي للحكومة.

٣٠. تعتبر الاستراتيجيات السليمة لإدارة الدين والمخاطر من الأمور الجوهرية لحماية الوضع المالي للحكومة. وقد يؤدي الضعف غير الظاهر حالياً في أوضاع السوق إلى تآكل سيادة الحكومة والحد من قدرتها على الاستجابة للتحديات المستقبلية التي قد تواجه سياساتها. وتوفر قوة الاستراتيجيات وإدارة المخاطر ضماناً لسلامة وتنظيم إدارة التزامات الدين، بدون وجود الكثير من الضغط المالي على وضع ميزانية الحكومة.

٢- دور المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs): التشجيع على تحسين الكشف عن البيانات واتباع أفضل مداخل الممارسة

٣١. لقد أظهرت الأزمات المالية في روسيا وجنوب شرق آسيا والبرازيل مدى الضعف التي تم به تقييم المخاطر ورصدها والتحكم فيها. ويلقى بعض من اللوم في ذلك على البيانات الاقتصادية والمالية غير الصحيحة. وقد واجه المشاركون في الأسواق وصانعو القرارات صعوبة في تقييم احتمالية التعرض للمخاطر بالنسبة للاقتصاديات والحكومات بسبب محدودية البيانات المتاحة. وكما ذكر آرثر ليفيت "إن الاقتصاد الكوني يتطلب أن يكون لدى المستثمرين ثقة في الأرقام

المالية على المستوى الكوني" (ليفيت ١٩٩٩). وينبغي ترجمة الشفافية المحسنة إلى سوق مال يودي وظائفه بشكل أفضل.

٣٢. تعتبر المعلومات الجيدة واعداد التقارير المالية السليمة والشفافية من المتطلبات الأساسية لتقييم احتمالية التعرض للمخاطر. كما أن وجود إدارة للدين والمخاطر تعمل على أسس سليمة سيصبح أمراً سهلاً في حالة توافر بيانات تغطي كافة جوانب الأداء الاقتصادي والحكومي بشكل جيد. وكمثال على ذلك، يتم في بعض الأحيان الإفصاح عن حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي بأرقام غير صحيحة ويتضح بعد ذلك أنها أقل مما كان متوقعاً (مثلما حدث في كوريا وتايلاند وماليزيا). وتجدر الإشارة إلى أن ثمة عدد من المبادرات التي طرحتها هيئات دولية، مثل صندوق النقد الدولي وبنك التسويات الدولية، والتي تم الأخذ بها، يجب أن تضع معايير جديدة للإفصاح وللمتطلبات البيانات (راجع الملحق رقم ٤). كما ينبغي أن تسهم هذه المبادرات في مواصلة اتباع سياسات سليمة للاقتصاد الكلي.

٣٣. يمكن أن يؤدي تحسن الشفافية ونشر البيانات إلى تحسن مماثل في استراتيجيات إدارة الدين، وتقليل احتمالية التعرض لمخاطر مالية، وتعزيز النظم المالية العالمية. كما أن صناعة القرار المستندة إلى المعلومات الصحيحة والكافية في القطاعين العام والخاص تؤدي إلى حدوث تحسن مؤكد في أداء الأسواق المالية العالمية لوظائفها. فإذا توافرت للمستثمرين وصانعي القرار والمشرعين ومديري الديون المعلومات الصحيحة والبيانات الدقيقة، يكون بذلك لديهم الأدوات اللازمة لتقييم احتمالية التعرض للمخاطر. كما سيكون بمقدورهم تقييم المخاطر المصاحبة لتدفقات رؤوس الأموال والاحتياطات العالمية والدين العام والدين الخارجي (والذي يقصد به إجمالي الالتزامات التي يتحملها الاقتصاد تجاه بقية دول العالم - انظر الحاشية السفلية رقم ٢ في الجدول رقم ٢).

٣٤. تؤدي الأساليب الجيدة في إعداد التقارير المالية العامة إلى تحسين نظام المساعدة لدى الحكومات وتقليل احتمال التعرض لمخاطر مالية. ومن هنا ينبغي على المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs)، في إطار الصلاحيات الممنوحة لها، أن تحدد نطاق عمل وأساليب المراجعات المالية على النحو الذي يشجع الحكومات على نشر بيانات يعتمد عليها وتتسم بالمصداقية ودقة التوقيت، عن الدين العام وغير ذلك من البيانات الاقتصادية الأخرى اللازمة لتقييم احتمالية التعرض لمخاطر مالية. وبشكل أكثر تحديداً، ينبغي على المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) تشجيع الحكومات على الإعلان عن المؤشرات الأساسية الخاصة بحجم الدين الخارجي وهيكل الدين العام (من حيث مواعيد الاستحقاق، والمدة ونسبة سعر الصرف الثابت إلى سعر الصرف في السوق الحرة، وتركيب العملات الأجنبية)، وعلى إصدار تقارير مفصلة عن الأصول الاحتياطية (بما في ذلك مستوى السيولة ووضع العملات الأجنبية) وتحركات رأس المال. وتستطيع المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) تقييم مستوى أداء الحكومات فيما يتعلق بالكشف عن البيانات.

٣- دور المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs): دعم الحاجة إلى وجود إطار عمل تنظيمي وإشرافي سليم للصناعة المصرفية

٣٥. من الممكن أن تؤثر الأساسيات المتدهورة في قطاع الخدمات المالية على تعرض الدولة لمخاطر مالية خاصة في الدول ذات الاقتصاديات الناشئة والنامية. ومن ثم تعد هذه الأساسيات من العوامل الهامة المؤدية إلى أزمات مالية. وتعتبر المؤسسات المالية على وجه الخصوص عرضة لمخاطر مالية لأنها غالباً ذات مديونية عالية، فضلاً عن سوء المواعيد لديها بين الأصول والخصوم (بما في ذلك مواعيد استحقاق الديون بالعملات الأجنبية)، واتباعها لأساليب ضعيفة لإدارة المخاطر، ومن الشائع ضعف أطر العمل التنظيمية والإشرافية بها. وقد تدخل المؤسسات المالية في مخاطر مفرطة لأسباب راجعة إلى الديناميكية المرتبطة بمبدأ "كبر الحجم يحول دون الفشل" (أي أن شبكة الأمان الضمنية لن تسمح للمؤسسات المالية بالفشل).

٣٦. قد تتعرض ميزانية الحكومة لأوجه عديدة من الخسائر المالية عند وجود شبكات أمان وذلك في حالة الاقتصاديات التي تشهد تدهوراً في ميزانيات الشركات، وفشل المؤسسات الخاصة مثل المؤسسات المالية ذات المديونية العالية جداً. وكما ورد في تقرير ستاندرد آند بوروز، فإنه "غالباً ما تكون الأزمات التي تواجهها النظم الاقتصادية عبارة عن أعباء مالية بالغة الضخامة، فعندما تفشل البنوك تكرر الحكومات توفير السيولة في السوق وتدعم الودائع وتتحمّل مسؤولية الديون السيئة وتضخ الأموال لدعم رأس المال" (من تقرير ستاندرد آند بوروز، ديسمبر ١٩٩٧). وبالإضافة إلى ذلك،

"قد ترتفع التكلفة النقدية المباشرة للمساعدات المالية المقدمة للنظام المصرفي المتعثر، كما ينطبق ذلك

أيضاً على التكلفة غير المباشرة للاقتصاد الفعلي. ويدل حجم هذه التكاليف على المستوى الغالب لتعسر النظم (في القطاع المالي) وحجم النظام المالي بالنسبة لنتائج الدولة." (من تقرير ستاندر أند بورز، سبتمبر ١٩٩٨)

٣٧. أكدت التقارير الاقتصادية ارتفاع تكاليف إنقاذ الأنشطة العامة المتعثرة.

تم تقدير تكاليف إنقاذ الأنشطة المتعثرة للقطاع العام في إطار حل الأزمات الاقتصادية في الدول النامية (بين عامي ١٩٨٠ و ١٩٩٥) بحوالي ٢٥٠ مليار دولار. كما بلغت تكاليف حل القطاع العام في أكثر من اثني عشر أزمة من هذه الأزمات المصرفية ١٠ في المائة أو أكثر من إجمالي الناتج القومي للبلد. كما يتوقع أن تصل تكلفة إعادة رسمة البنوك في الدول التي تأثرت أكثر من غيرها في الأزمة المالية التي تشهدها آسيا حالياً إلى مبالغ ضخمة - وهي بالترتيب ٥٨ في المائة من إجمالي الناتج القومي لإندونيسيا و ٣٠ في المائة لتايلاند و ١٦ في المائة لكوريا الجنوبية و ١٠ في المائة من إجمالي الناتج القومي لماليزيا. (صفحة رقم ١ من تقرير جولدشتاين ٢٠٠٠)

٣٨. للحد من احتمال وقوع أزمات مالية ينبغي على واضعي تشريعات القطاع المصرفي التوسع في وظائف الإشراف على قطاع الخدمات المالية. فقد تحد قوة وفعالية نظام الإشراف من الدخول في مخاطر ودعم الأساليب السليمة في السيطرة عليها، على سبيل المثال. ولكي يحتفظ نظام الإشراف بفعاليته، لا بد أن يتأكد من صحة البيانات المالية التي يصدرها القطاع المالي. ومن ثم، فإنه عند تقييم مدى تعرض الحكومة لمخاطر مالية في الاقتصاديات الناشئة والنامية، فإن أحد أهم أسس الحكم على ذلك هو نوعية إطار العمل الإشرافي والتنظيمي فيما يتعلق بقطاع الخدمات المالية وكيفية تأثير القطاع المصرفي على الدين العام.

٣٩. غالباً ما تُفاجأ جهات الإشراف التي تفتقر إلى الحيطة بحدوث تدهور في مستوى الأصول في الميزانيات، وبالتدقيق المفاجئ لرؤوس الأموال إلى الخارج. ويؤدي النمو السريع للانتماء في فترات ازدهار حركة الإفراض إلى توسع بعيد الحد لموارد وظيفة الإشراف على القطاع المصرفي. ويمكن ربط الأزمات المالية الأخيرة في جنوب شرق آسيا وروسيا بضعف الإشراف على قطاع الخدمات المصرفية، وليس فقط بضعف الكشف عن البيانات. ومن الجدير بالذكر أن "دول شرق آسيا التي لم تتعرض للأزمة وهي سنغافورة وهونج كونج وتايوان لديها نظام قوي ومتعقل للإشراف على الخدمات المصرفية" (صفحة رقم ٩ من تقرير ميشكين ٢٠٠٠).

٤٠. تعمل هيئات ووكالات ومجموعات عمل دولية عديدة على تطوير مجموعة من الإرشادات والأساليب المثلى والمتطلبات الخاصة بالكشف عن البيانات، بهدف تحسين الاستقرار المالي العالمي. وعلى سبيل المثال أصدرت لجنة بازل الخاصة بالإشراف على البنوك (Basel Committee on Banking Supervision) في عام ١٩٩٧ "مبادئ بازل الأساسية للمعاملات المصرفية الفعالة". والغرض من هذه المبادئ هو أن تخدم كمرجع أساسي تطبقه جهات الإشراف في إطار دورها الذي يغطي كافة المؤسسات المالية من خلال الصلاحيات القانونية الممنوحة لها. في عام ١٩٩٩ وضع وزراء مالية الدول السبعة المتقدمة أساس "منتدى الاستقرار المالي" بهدف تعزيز التعاون بين المنظمات الدولية العاملة في التنظيم المالي والمراقبة، مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، والاتحاد الدولي للمحاسبين، واللجنة الدولية لمعايير المحاسبة. ومن أهداف المنتدى أيضاً دعم الاستقرار المالي العالمي من خلال تبادل المعلومات والتعاون في الإشراف الدولي. وفي نفس العام قدم صندوق النقد الدولي والبنك الدولي "برنامج تقييم القطاع المالي". ويرمي البرنامج إلى تحديد نقاط القوة والضعف في القطاع المالي للبلاد ومراجعة أساليب إدارة المخاطر.

٤١. قد يقال أنه كان من الممكن على أقل تقدير التخفيف من وطأة الأزمات المالية الأخيرة، لو كان هناك إطار عمل تنظيمي قوي، وإشراف محكم على القطاع المالي يتيح مستوى أفضل من السيطرة على تدفقات رؤوس الأموال وأساليب الإفراض وزيادة شفافية النظم المالية، بما في ذلك دقة القوائم المالية.

٤٢. من ثم ومن خلال مراجعات الأداء قد تشجع المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) الحكومات على إدخال مستوى أفضل من وظائف التنظيم والإشراف على القطاع المالي. وتستطيع هذه المؤسسات دعم ضرورة وجود منظمين ومشرفين على القطاع المصرفي الوطني لضمان تبنيه للمبادئ والأساليب والإرشادات التي يجري وضعها، والاستجابة بشكل إيجابي لتقارير تقييم التوافق معها. ويعتقد أن انتشار تبني المعايير والأساليب المقبولة عالمياً والمتعلقة، على سبيل المثال، بإدارة المخاطر والسيطرة على متطلبات الشفافية والكشف عن البيانات وأخلاقيات الأعمال والمعايير المحاسبية، سيسهم في تحسن أداء الأسواق المالية ويؤدي إلى أنظمة مالية عالمية أكثر قوة. وعند نجاح تطبيق هذه

المبادرات فإنها تدعم الاستقرار المالي العالمي وتحسن من أداء الأسواق لوظائفها، وتقلل من المخاطر التي يتعرض لها النظام المالي، وتحد من احتمالية تعرض الحكومات للمخاطر المالية.

## الاستنتاج

٤٣. لقد أثبتت الأحداث الأخيرة أن احتمالية التعرض لمخاطر اقتصادية والأسواق المالية العالمية يشكّلان سوياً مجموعة من العوامل القابلة للانفجار. فسياسات الميزانية السليمة التي تؤدي إلى خفض الدين العام إلى نسبة أقل من إجمالي الناتج القومي قد لا تكون كافية لحماية الوضع المالي للحكومة من التعرض لهزات اقتصادية. فقد وضح من الأزمة المكسيكية أنه على الرغم من صحة مؤشرات الميزانية إلا أنه من المهم حماية الدين من الهزات الاقتصادية العكسية. وكما ذكر تقرير كاسارد آند فولكرتس- لانداي:

"لقد كان الدين العام للمكسيك منخفضاً نسبياً حسب معايير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) حيث بلغ ٥١ في المائة من إجمالي الناتج القومي مقارنة بمتوسط ٧١ في المائة في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. وقد أبرزت الأزمة المكسيكية صعوبة وتكلفة إعادة تمويل قدر كبير من الديون المستحقة بالعملة الأجنبية في أسواق الصرف التي كانت تشهد حالة من الاضطراب. ومما أدى إلى تفاقم الأزمة المالية في حالة الاقتصاد المكسيكي أن إجمالي احتياطي المكسيك من النقد الأجنبي بلغ ٦,٣ مليار دولار بنهاية عام ١٩٩٤ وأن ما قيمته ٢٩ مليار دولار من السندات تيسوبونوس (الأوراق المالية قصيرة الأجل المسعرة بالدولار) كانت مستحقة في عام ١٩٩٥." (من تقرير كاسارد آند فولكرتس لانداي، ١٩٩٧)

٤٤. لقد أوضحت الأزمات المالية الأخيرة أن الأوضاع المالية للحكومات لا تتعرض فقط لنقاط الضعف التقليدية مثل زيادة العجز أو اختلال الميزان التجاري، ولكن أيضاً لآثار أسواق المال المتقلبة على الدين العام والخاص. وفي التاريخ الحديث توجد الكثير من الأمثلة من الدول الناشئة والنامية التي كانت تتمتع بأسعار صرف ثابتة ومقادير ضخمة من الديون قصيرة الأجل، والتي شهدت انقلاباً حاداً في تدفق رأس المال وانخفاضاً حاداً في أسعار الأصول، مع انهيار متزامن في قطاع الخدمات المالية. ومن الصعب إدارة ديون الدول في ظل هذا النوع من البيئات المالية التي تحفها المخاطر والتقلبات، حيث يمكن أن تتحول التزامات القطاع الخاص مثلاً إلى التزامات على القطاع العام تهدد الحسابات المالية.

٤٥. لقد أوضحت ورقة البحث هذه السبب الذي يجعل ضعف إدارة الدين العام في ظل تدهور أوضاع السوق يؤدي إلى نقاط ضعف في المالية العامة وإمكانية التعرض لمخاطر مالية. ومن هنا فإن استراتيجيات الديون القوية والإدارة السليمة للمخاطر يمكن أن تزيد من قدرة الاقتصاديات وحكوماتها على تحمل الهزات الاقتصادية.

٤٦. قد يكون من أساليب الإدارة السليمة للديون والمخاطر بالنسبة لحكومات دول الاقتصاديات الناشئة والنامية أن تحتفظ بكميات ضخمة من احتياطي النقد الأجنبي تناسب إجمالي الالتزامات الخارجية في اقتصادياتها، وأن تحد من مخاطر ترحيل الديون عن طريق زيادة الديون طويلة الأجل، وأن تطيل من متوسط مدة حلول استحقاق سداد الديون، وأن تصدر ديوناً بالعملة المحلية مع تقليل الاعتماد على الاقتراض من الخارج. ومن الواضح أن إدخال أساليب جديدة لإدارة المخاطر والديون يمثل تحدياً أمام هذه الدول بسبب عوامل مثل ضعف السياسة النقدية وسياسة أسعار الصرف ومحدودية الوصول إلى أسواق المال الخارجية والداخلية.

٤٧. قد تلعب المؤسسات العليا للمراجعة المالية للمراجعة المالية (SAIs) دوراً، في حدود الصلاحيات الممنوحة لها، في ضمان تقليل احتمالية تعرض الأوضاع المالية للحكومة للمخاطر، وذلك بإجراء مراجعات على مستوى الأداء لدعم اتباع أفضل أساليب إدارة الديون والمخاطر.

٤٨. كما يمكن أن يؤدي الوصول إلى المعلومات الاقتصادية والمالية الدقيقة والكاملة إلى تقليل احتمالية التعرض لمخاطر مالية. وللمبادرات الأخيرة (في مجال شفافية السياسات المالية وشفافية السياسات التمويلية والنقدية ونشر البيانات) جدواها الكبيرة في هذا الصدد. كما يمكن للمؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) أن تلعب دوراً في دعم ضرورة نشر البيانات الصحيحة وزيادة الشفافية. ذلك لأن نشر بيانات تتسم بالمصداقية والدقة ويمكن الاعتماد عليها، عن الدين العام والدين الخارجي وتدفقات رؤوس الأموال ومستوى السيولة، يمكن أن يقلل من احتمالية التعرض للمخاطر المالية.

٤٩. وأخيراً يمكن أن تعمل المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs)، من خلال المجالات التي اختارت مراجعتها والطريقة التي تتبعها لإجراء هذه المراجعات، على تشجيع الحكومات على تعزيز النظام التنظيمي والإشرافي لقطاع الخدمات المالية بأكثر قدر ممكن، حيث يمثل هذا القطاع مصدراً هاماً من مصادر التعرض لمخاطر مالية. وينطبق هذا بشكل خاص على الاقتصاديات الناشئة والنامية. وكما ذكر تقرير صندوق النقد الدولي " يتحمل القطاع العام دوراً هاماً في التأكد من أنه يهيئ الظروف للإدارة السليمة للمخاطر ويحافظ عليها في القطاعات الأخرى." (فقرة رقم ٧٦ من تقرير صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٠ب). ونعتقد أن هذا الدور يمتد أيضاً إلى المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs)، فبإمكانها أن تدعو إلى ضرورة تحديد وقياس ورصد المخاطر الموجودة في القطاع المصرفي. فهروب رأس المال وانهيار قطاع الخدمات المصرفية قد يلحقان ضرراً بالغاً بالوضع المالي للحكومات. كما يسمح التحسن في وظائف الإشراف على البنوك للحكومات بتحسين مراقبة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة المدى وتقييم عدم توافق الأصول والخصوم. كما تساعد وظائف الإشراف السليمة على التأكد من دقة البيانات المالية الصادرة عن مؤسسات الخدمات المالية، ومن تطبيق أساليب سليمة في السيطرة على الأنشطة. ويمكن التقليل من احتمالية التعرض لمخاطر مالية بالتزام الحكومة "بأفضل الأساليب" المقترحة والتي يتم وضعها من خلال عدد من المبادرات الدولية.

٥٠. تلعب المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) دوراً حافزاً في جميع هذه المجالات. فقد تشجع أعمال المراجعة الحكومات على الالتزام بالمبادرات الدولية والمشاركة فيها، مما قد يؤدي إلى زيادة الشفافية وتحسين التقارير، ورفع مستوى تقييم المخاطر وأساليب إدارة الدين، وبالتالي في النهاية إلى أداء الأسواق لوظائفها بشكل أفضل وتقليل احتمالات التعرض للمخاطر المالية.

٥١. سوف نختم كلامنا بتحذيرين. فعلى الرغم من أن المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) قد تدعم اتباع أساليب سليمة لتعزيز القدرة على إدارة الدين وتقليل احتمالات التعرض للمخاطر المالية، إلا أنه لا ينبغي النظر إلى إدارة الدين على أنها علاج للسياسات المالية والنقدية غير السليمة. فهناك حد لما يمكن أن تحققه أساليب إدارة الدين والمخاطر إذا واجهت أساسيات خاطئة في الاقتصاد الكلي. بالإضافة إلى ذلك فهناك حالات قد تؤدي فيها التدخلات من قبل المؤسسات المالية العالمية أحياناً إلى فشل السوق. وتتجنب الحكومات أحياناً اتخاذ إجراءات وقائية إذا التزمت بتقليل احتمالية التعرض لخسائر مالية أو تضخم هذه الخسائر. وعلى الرغم من أن تأثير المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) يكون محدوداً بشكل ما، في مثل هذه الظروف الصعبة، فإنه من المهم أن تشجع SAIs بأقصى ما لديها من إمكانيات على تبني الأساليب والاستراتيجيات التي تقلل من احتمالية التعرض للمخاطر المالية.

## المستند رقم ١

## الأزمة المالية في المكسيك ١٩٩٤-١٩٩٥

- ١- لقد كان من نتائج انخفاض قيمة البيسو في ديسمبر من عام ١٩٩٤ فقدان الثقة في الإمكانيات الاقتصادية للمكسيك وقدرتها على التسديد وما صاحب ذلك من توقف مفاجئ في تدفق رؤوس الأموال إليها، وهو ما وضع الاقتصاد المكسيكي في أزمة مالية. وأثناء هذا الانهيار أصبحت استراتيجيات الديون الضعيفة تهدد المالية العامة في المكسيك. ويبدو أن مديري الديون لم يأخذوا في الاعتبار أساسيات الاقتصاد المتدهورة عند وضع استراتيجية الدين.
- ٢- أجرت الحكومة المكسيكية سلسلة من التغييرات الاقتصادية الجذرية ابتداءً من منتصف الثمانينات. فقد حررت القطاع التجاري وتبنت خطة استقرار اقتصادي وطبقت سياسات موجهة للسوق. وبعد هذه الإصلاحات بدأ الوضع المالي للحكومة في التحسن، وزادت معدلات النمو بشكل كبير، وانخفض التضخم وتدفقت عليها الاستثمارات الأجنبية برؤوس أموال ضخمة. واعتقد المستثمرون أن الأساسيات الاقتصادية قوية ومستديمة. وكان جزء كبير من رؤوس الأموال المتدفقة على شكل أسهم وأوراق مالية بديون قصيرة الأجل (مثل سيتيس، وهي سندات حكومية قصيرة الأجل مقومة بالبيسو، وتيسوبونوس، وهي أوراق مالية مقومة بالبيسو وتابعة لمؤشرات قيمة الدولار)، وليس في شكل أصول ثابتة. وقد تم تمويل العجز المتزايد في الحسابات الجارية المكسيكية بتدفقات ضخمة من رؤوس الأموال الأجنبية.
- ٣- لقد ساهم التحسن في التوقعات الاقتصادية وانخفاض الدين العام الداخلي والتوافر العالمي الضخم لديون بضمانات وازدهار سوق العقارات، كل هذا أسهم في توفر رأس المال بغرارة. وفي بداية عام ١٩٩٤ ومع أول علامة على التباطؤ الاقتصادي بدأت القروض غير المؤدية في الظهور. ولم يستطع القطاع المصرفي الذي تمت خصصته مؤخراً استيعاب التوسع في الائتمان بشكل مناسب ولم يضع سياسات سليمة للإقراض الائتماني (عدم توافق الأصول مع الخصوم، وهيكلة الالتزامات السائلة، وغياب الكوادر المؤهلة وضعف مستوى إدارة المخاطر وعدم سلامة عملية الرسملة). وأدى ضعف الإشراف على البنوك إلى تفاقم الضعف في الأسواق.
- ٤- وفي عام ١٩٩٤ أدت الاضطرابات في منطقة شيباس في يناير، واغتيال أحد مرشحي الرئاسة في مارس والأمين العام لحزب (PRI) في سبتمبر، إلى القضاء على ما تبقى من ثقة المستثمرين. كما أن الزيادات المستمرة في معدلات الفائدة العقارية في الولايات المتحدة ضغطت على انحدار قيمة البيسو وجعلت الأوراق المالية المكسيكية المدينة أقل جاذبية للمستثمرين. وبدلاً من خفض الإنفاق أو تخفيض قيمة البيسو أو زيادة أسعار الفائدة للاستمرار في جذب الاستثمارات زادت الحكومة من إصدار الـ "تيسوبونوس" لتمويل العجز الحالي في الحسابات الجارية على الرغم من الشك الذي كان يحوم حول استدامة سياسة أسعار الصرف. وشهد ذلك العام استمرار ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة بشكل كبير، الأمر الذي أضعف جاذبية الـ "تيسوبونوس" بالنسبة للمستثمرين.
- ٥- في ديسمبر من عام ١٩٩٤ غالت التقارير في تقدير قيمة البيسو وكشفت الحكومة عن توقعها زيادة العجز في الحسابات الجارية لعام ١٩٩٥. وانخفض احتياطي المكسيك من العملات الأجنبية إلى ١٢,٥ مليار دولار، وكان على الحكومة أن تواجه حلول مواعيد سداد "تيسوبونوس" قيمتها ٣٠ مليار دولار. (مكتب المحاسبات العامة، صفحة رقم ٦، ١٩٩٦)
- ٦- في الوقت الذي فقد فيه المستثمرون الثقة واستردوا قيمة أوراقهم المالية، استمر انخفاض احتياطي المكسيك من العملات الأجنبية. وتم التخلي عن ارتباط سعر صرف البيسو بالدولار الأمريكي. وساد شعور بالخوف من عجز الحكومة عن تسديد ديونها التابعة لمؤشرات قيمة الدولار وديونها المقومة بالدولار. ومع تسارع استرداد قيمة الـ "تيسوبونوس" بدأ المستثمرون يدركون عدم كفاية احتياطي البلاد من النقد الأجنبي. وبات وقوع أزمة مالية في المكسيك أمراً لا مفر منه.



٧. مع انخفاض قيمة البيسو أدى فقدان الثقة في الاقتصاد وما تلاه من أزمة مالية إلى موجة من التضخم وارتفاع معدلات الفائدة. ثم انتقلت الأزمة إلى الأسواق الناشئة الأخرى (مثل البرازيل والأرجنتين) حيث قلت معدلات تدفق رؤوس الأموال إلى أمريكا اللاتينية. وزادت أقساط تحمل المخاطرة في سندات الدول النامية وشهدت البورصات هبوطاً حاداً وزاد الضغط على العملات.

٨- بينما انهار الاقتصاد المكسيكي زادت تكاليف خدمة الدين العام المقومة بالعملة الأجنبية والعملة المحلية. كما واجهت الحكومة مشاكل في ترحيل الديون بسبب النسبة الكبيرة للديون قصيرة الأجل لدى الأجانب المتوترين المغادرين للبلد.

٩- ربما كان بالإمكان الحد من احتمال تعرض الحكومة لمخاطر مالية لو كانت البيانات الاقتصادية أكثر شفافية ومصداقية، ولو أن مديري الدين قد فحصوا أساسيات ضعف الاقتصاد بشكل أكثر دقة. فقد كان من الممكن لصانعي القرار الاستعانة بهذه البيانات في حماية الوضع المالي للحكومة بشكل أفضل. كما كان من الممكن أن ترشد أساليب إدارة المخاطر السليمة والمناسبة مديري الدين في سعيهم لوضع استراتيجية أقوى للدين من شأنها تقليل احتمال تعرض الحكومة للمخاطر.

## المستند رقم ٢

### الأزمة الاقتصادية في جنوب شرق آسيا ١٩٩٧

١- تحولت الأزمة التي أصابت النظام المالي والتي بدأت في جنوب شرق آسيا (كوريا الجنوبية وإندونيسيا وتايلاند ومن بعدها ماليزيا والفلبين (KITMP)) إلى أزمة عالمية. فقد ضربت المجتمع المالي العالمي بدون إنذار كافٍ. فقد أدى هروب رؤوس الأموال إلى وضع اقتصاد المنطقة بأسرها في أزمة عميقة. فبعد أن شهدت المنطقة تحريراً للقطاع المالي بشكل سريع في أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات، استفادت المنطقة من معدلات نمو اقتصادي غير مسبوق. وفقت القيمة الصافية لرؤوس الأموال المتدفقة إلى هذه الدول من ٣٨ مليار دولار في عام ١٩٩٤ إلى ٩٧ مليار دولار في عام ١٩٩٦ (راديليت، ساكس).

٢- ويوجد العديد من التفسيرات لهذا التدفق الضخم لرؤوس الأموال إلى هذه البلاد، منها: استقطاب استثمارات من البنوك اليابانية والأمريكية والأوروبية التي أعراها المعدل العالي المتوقع للعائدات، وطرح الزعماء الآسيويين لمخططاتهم للتنمية الاقتصادية بدون النظر إلى الأساسيات الاقتصادية، وظهور المراكز المالية العالمية، وغير ذلك من العوامل. ففي مرحلة معينة ادعى البنك الدولي أن آسيا في حاجة إلى استثمارات في البنية التحتية بمبلغ ١ تريليون دولار أمريكي (وونج، صفحة رقم ٣٩٣، ١٩٩٩).

٣- إلا أنه في بيئة الخدمات المالية الجديدة هذه القائمة على السوق، لم تطور هذه البلاد (KITMP) قدرتها بشكل كافٍ للتكيف مع وإدارة رؤوس الأموال المتدفقة بشكل سليم. فقد بقيت هذه الاقتصاديات على ما هي عليه من قواعد عتيقة تحكم التعاملات المصرفية وضعف إدارة المخاطر وعدم إشراف، مما جعلها غير مهيأة للتعامل مع تدفق رؤوس الأموال عليها. كما لم يكن للمؤسسات المالية خبرة كبيرة في إدارة الأصول. فالكثير منها وقع في نفس الخطأ بالتعرض لمخاطر العملات الأجنبية بدون حماية. كما أسيء تخصيص أموال الاستثمار وانتهى الحال بالمؤسسات إلى المعاناة من التعرض الشديد للعملات الأجنبية وعدم توافق مواعيد استحقاق الدين. كما بدا وكأن لأساليب الإدارة الفاسدة أثرها في زيادة تفاقم نقاط ضعف القطاع المصرفي، وظهرت الآثار المدمرة لكل ذلك لاحقاً.

٤- في عام ١٩٩٥ تنبّهت الحكومات إلى أساسيات التدهور لأول مرة وذلك عندما أضرت المنافسة الأجنبية المتزايدة بمجموعة معينة من قطاعات التصدير في جنوب شرق آسيا. فقد أدى ارتفاع أسعار الدولار الأمريكي والعملات الأوروبية إلى انخفاض أسعار الصادرات وزيادة أعباء الدين.

٥- ظهر المزيد من حالات اختلال التوازن المالي في صيف عام ١٩٩٧. وقام المقرضون الأجانب بتوفير قروض قصيرة الأجل، لتمويل البنية التحتية طويلة الأجل وعدد من المشروعات الصناعية والعقارية. فقد ظل المقرضون لسنوات يمنحون القروض بدون إجراء تقييم كاف للمخاطر الائتمانية. وأصبحت الاقتصاديات الآسيوية أكثر عرضة للمخاطر المالية عندما أدركت أسواق المال تعاضم حجم الدين في آسيا نتيجة لضعف قرارات الاستثمار بها. وأصبح عدم التوافق في مواعيد الاستحقاق بالنسبة للأصول والخصوم أمراً لا يمكن تحمله. وكما حدث في المكسيك قبل هذا التاريخ بعامين، فاق الدين الخارجي قصير الأجل حجم احتياطات النقد الأجنبي المتاحة.

٦- بعد إمعان التفكير وإدراك الانهيار السريع في جودة الأصول، خرج المقرضون الأجانب من البلاد بشكل جماعي وسحبوا معهم التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل، بينما أخذ المستثمرون المحليون أموالهم إلى مواقع خارج البلاد.

٧- وكما ذكر تيموثي جاينتر "إن نقاط الضعف في ميزانية الدولة لم تكن المصدر الرئيسي للتعرض لمخاطر مالية. وإنما نشأت عن الالتزامات غير المحمية قصيرة الأجل بعملة أجنبية من جانب البنوك وشركات التمويل وشركات الأفراد بمختلف مجموعاتها. فعندما انحدرت أسعار الصرف لأول مرة شهدت البلاد اندفاعاً عاماً ومعززاً للخروج واندفعت الشركات بحثاً عن غطاء."

٨- هربت رؤوس الأموال فجأة، وبلغ صافي رأس المال الخاص المتدفق للخارج ١٢ مليار دولار أمريكي. وقد أوصح تقرير راديكيت أند ساكس التحول المفاجئ في تدفق رؤوس الأموال بأن:

"أحد الأسباب التي مكنت هذا الكم الضخم من رأس المال من الهرب إلى الخارج بسرعة أن قدرًا كبيراً منه كان مهيكلاً بمواعيد استحقاق قصيرة الأجل جداً. وفي كل حالة من الاقتصاديات التي تعرضت لضرر شديد، كانت الالتزامات بالعملة الأجنبية قصيرة الأجل تزيد على ما تمتلكه الدولة من أصول بالعملة الأجنبية قصيرة الأجل، وهو ما جعل الاقتصاد عرضة لمشاكل سيولة في حالة الانسحاب المفاجئ لرأس المال الأجنبي. فقد قدم المقرضون الأجانب قروضهم قصيرة الأجل على افتراض أنهم سيرحلون هذه القروض في المستقبل بشكل روتيني." (راديكيت أند ساكس، ١٩٩٩

(

٩- بسحب رأس المال، زاد المقرضون الأجانب من الضغط على احتياطي النقد الأجنبي. ولأن هذه الاقتصاديات تعمل على أساس أسعار صرف مربوطة، فقد سادت المستثمرين الوطنيين والأجانب حالة من الذعر استنزفت احتياطي العملات الأجنبية أكثر وأسرع، مما عجل بوقوع اقتصاديات المنطقة في أزمة مالية.

١٠- تعتبر الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا مثلاً ممتازاً على مدى تأثير نقاط الضعف في ميزانية القطاع الخاص على ميزانية الدولة. وعلى سبيل المثال اضطرت الحكومة في كوريا الجنوبية في نهاية المطاف إلى ضمان التزامات البنوك بالعملة الأجنبية. وبسبب التكلفة المتزايدة لدعم القطاع المصرفي، تحول التدافع على سحب الودائع من البنوك الكورية إلى تدافع على سحب احتياطي كوريا من النقد الأجنبي. ووقعت نفس الظاهرة في تايلاند عندما تدخلت الحكومة. وتبين الأزمة المالية الآسيوية لماذا يتعين على مديري الدين العام النظر بعين الاعتبار إلى ما هو أبعد من التزامات وأصول الحكومة. وكما هو واضح هنا، فإن انهيار ميزانية القطاع الخاص في الاقتصاديات الناشئة والنامية قد يؤثر على الحد الأدنى لقدرات الحكومة ويزيد من احتمالية تعرضها للمخاطر المالية.

١- في أعقاب تفكك الاتحاد السوفيتي في ١٩٩١ بدأت الحكومة الروسية في تغيير نظامها الاقتصادي. وواجهت العديد من التحديات، مثل انخفاض الإيرادات الحكومية وعدم فعالية نظام تحصيل الضرائب، وارتفاع معدلات الإنفاق. وفي نفس الوقت، لم تكن الأساسيات الاقتصادية بحالة جيدة جداً بسبب ارتفاع معدل التضخم والنمو السلبي وارتفاع البطالة وانخفاض معدلات الإنتاجية.

٢- ويهدف خفض التضخم، قام البنك المركزي بربط سعر الروبل بالدولار الأمريكي. وفي أعقاب الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧، كان لانخفاض أسعار السلع وأسعار الطاقة عواقب سلبية على الميزان التجاري لروسيا والوضع المالي للحكومة. ولجأت الحكومة لتمويل العجز في الميزانية إلى اقتراض رأس المال من أسواق المال الوطنية والأجنبية، بينما لم تبذل الحكومة جهوداً كبيرة لتحسين الوضع المالي. وبدأت في اقتراض الكثير من السندات المطروحة في السوق الأوروبية والمقومة بالدولار الأمريكي لكي تتمكن من تمويل أعمالها، الأمر الذي زاد من مخاطر العملات الأجنبية.

٣- بلغ إجمالي تكاليف خدمة الدين حوالي نصف الإيرادات من الضرائب (يوروموني، سبتمبر ١٩٩٨). فضلاً عن أن قصر متوسط أجل استحقاق الدين المحلي والتعرض لخطر رأس المال الأجنبي جعل روسيا في وضع مالي بالضعف. وكان من نتائج حافطة الديون المتسمة بقصر الأجل أن تعرضت الحكومة لمخاطر معدلات الفائدة.

"على الرغم من أن نسبة الدين إلى إجمالي الناتج القومي الروسي لم تكن عالية جداً مقارنة بالدول الأخرى، فقد اتضح أن هيكل الدين لم يكن في صالح الدولة، وذلك راجع إلى ارتفاع نسبة الالتزامات قصيرة الأجل. ونتج عن ذلك زيادة كبيرة في مدفوعات خدمة الدين والتي ارتفعت من ١٦% من مصروفات الموازنة الفيدرالية عام ١٩٩٦ حتى وصلت إلى ٢٨% عام ١٩٩٧." (استراتيجيك أدايزر، سبتمبر ١٩٩٨)

٤- أدى الخوف من الإصابة بعدوى الانهيار المالي الذي شهدته دول جنوب شرق آسيا في روسيا إلى أن أصبح لدى المستثمرين حرصاً أكبر على الابتعاد عن المخاطر. وبدأ رأس المال الأجنبي في الخروج من روسيا بحثاً عن استثمار أكثر أمناً، وبدأت المضاربة على الروبل بعد أن اضطر البنك المركزي إلى التخلي عن ربطها بأسعار الصرف.

٥- وفي أعقاب الأزمة التي شهدتها دول جنوب شرق آسيا بدأت الحكومة الروسية تجد صعوبات في ترحيل الدين وإصدار دين جديد. وتفاقم الوضع المالي في روسيا أكثر باستنزاف احتياطات النقد الأجنبي - فأصبحت البلاد تفقد ٢ مليار دولار أسبوعياً من هذا الاحتياطي (يوروموني، سبتمبر ١٩٩٨) - وأدى تدهور الموازين التجارية إلى ظهور مشاكل صعبة في التعامل مع تكاليف الديون بالعملات الأجنبية. وأعلنت الحكومة في أغسطس ١٩٩٨ أنها ستتوقف عن سداد دين الخزنة المحلي قصير الأجل (ثلثه مملوك لأجانب) وكذلك ديون نادي باريس ونادي لندن. وتوقفت الحكومة عن سداد الدين المقوم بالروبل لأن جزءاً كبيراً منه كان مملوكاً لأشخاص غير مقيمين في البلاد ويحتاجون بشدة إلى تقليل ممتلكاتهم.

٦- تلت هذه الإجراءات سلسلة كبيرة من العواقب السلبية. فقد نتج عن العجز عن الدفع أن عزلت روسيا نفسها فجأة عن أسواق المال الداخلية والخارجية. "لقد أصابت الحكومة، لذلك، الاقتصاد الحقيقي بالشلل وولدت ضغوط من التضخم الحاد ورفعت من مخاطر العجز عن تسديد ديونها بالعملات الأجنبية." (ستاندارد آند بورز، ديسمبر ١٩٩٨)

٧- قبل العجز عن سداد الديون بأسابيع قليلة تمكنت الحكومة من إصدار سند يورو بمبلغ ٤,٨ مليار دولار لمدة ٣٠ عام. وبالرغم من تداعي الأسواق المحلية كانت الأسواق الخارجية تفترض أن الفترة القادمة ستشهد المزيد من ضخ الأموال القادمة من صندوق النقد الدولي. وقبل إعلان العجز عن سداد الديون بأسابيع قليلة ورد ما يلي في أحد التقارير الاقتصادية "على الرغم من أن إجمالي أرقام الديون ليس سيئا - حيث يبلغ

إجمالي رصيد الديون ٥٠% من إجمالي الناتج المحلي وحوالي ٦٠% من هذا المخزون، أو ٣٠% من إجمالي الناتج المحلي، عبارة عن دين مقوم بعملات أجنبية - على الرغم من ذلك فإن حافضة الديون تتسم بعدم الاستقرار وتحتاج إلى إعادة الهيكلة" (يوروموني، أغسطس ١٩٩٨). فلو أحسن مدير الدين إدارة الدين العام الروسي، لأصبح الوضع المالي للحكومة يتمتع بقدر أفضل من الحماية.

٨- يبدو أنه نتيجة لاعتماد روسيا المفرط على الدين المحلي قصير الأجل، بقي الوضع المالي للحكومة معرضاً لخطر الانهيار. فقد استحق سداد أكثر من ٢٥ في المائة من ديون روسيا أو أعيد تسعيرها خلال سنة واحدة (يوروموني، أغسطس ١٩٩٨). بالإضافة إلى ذلك، أعيد تشكيل الديون طويلة الأجل عن طريق أدونات GKO ذات عائد يقوم كل ٦ أشهر، وظلت نسبة كبيرة من الديون الأجنبية على هيئة أدونات بأسعار فائدة السوق. وظهر ضعف استراتيجيات الدين في فشلها في حماية الحكومة من مخاطر السوق ومخاطر الترحيل وخطر السيولة. وبوقوع أحداث صيف ١٩٩٨ فات أوان مراجعة استراتيجية الدين (كتمديد مواعيد الاستحقاق أو زيادة الاحتياطات من النقد الأجنبي) للتقليل من حدة الأزمة.

## الملحق رقم ٢ - قاموس المخاطر المالية ومخاطر التشغيل

يتعين على مديري الدين رصد وإدارة عدد من المخاطر المالية ومخاطر التشغيل. فالقدرة على وضع أساليب سليمة لإدارة المخاطر تعد من وظائف تقدم الاقتصاد المحلي وقدرته على الوصول إلى أسواق المال الخارجية.

### الخطر المرحل (أو خطر إعادة التمويل)

١. قد تتعرض أية حكومة عليها ديون عامة ضخمة لتقلبات أسواق المال وربما لصعوبات في إعادة التمويل. فقد يؤدي العجز عن ترحيل الدين العام الذي حل موعد استحقاقه بتكلفة في حدود الإمكانيات إلى أزمة مالية وإلى خسارة اقتصادية ضخمة، كما تبين في المكسيك وروسيا. فإدارة مخاطر ترحيل الدين أمر ذو أهمية وخاصة للاقتصاديات الناشئة.

٢. تتعرض الحكومات في الاقتصاديات الناشئة والنامية على وجه الخصوص إلى مشاكل في الترحيل، حيث أنها تميل إلى الاقتراض بهيكل من مواعيد الاستحقاق القصيرة بواسطة طرح إصدارات ضخمة ومهمة، من أجل خفض تكاليف الاقتراض وحصد مزايا مالية سريعة من أسعار الفائدة المنخفضة. ويعني هذا أنه يتعين على الجهات المسؤولة عن الدين أن تستقطع من أسواق المال مراراً بسبب قصر متوسط مدة حلول مواعيد استحقاق الديون مع ما يصاحب ذلك أحياناً من ظروف سوق غير مواتية. إن تركيز الحاجة إلى إعادة التمويل بمبالغ ضخمة في فترة قصيرة عندما تصل أسعار الفائدة إلى أقصى ارتفاع لها قد يتحول إلى خطر بالغ للترحيل وينتج عنه زيادة تكاليف خدمة الدين. وبتركيز مديري الدين بدرجة كبيرة على خفض تكاليف خدمة الديون قصيرة الأجل وعدم بذلهم جهداً كافياً لتجنب العواقب المحتملة لتدهور أوضاع سوق المال، فإنهم يعرضون وضع الميزانية لحكوماتهم لمخاطر مالية في أغلب الأحوال.

### خطر السيولة

٣. يمكن اعتبار خطر السيولة تعريفاً أعم للخطر المرحل حيث أنه يتعلق بمدى كفاية النقد والاحتياطات، فهو يتضمن مثلاً المشاكل المتعلقة بعدم توافق الأصول والخصوم. فوجود هيكل لاستحقاق الأصول غير متوافق مع هيكل استحقاق الخصوم، يمكن أن يؤدي إلى نقص في السيولة. وتصبح المبالغ النقدية المتاحة غير كافية لتغطية التزامات التمويل. وينبغي على الحكومات كمبدأ عام أن تحتفظ بأصول سائلة لتلبية متطلبات التشغيل وأن تكون على مستوى من الحذر لعدم التعرض لمخاطر إعادة التمويل.

٤. في مرحلة معينة قد يصعب ترحيل الدين وذلك عندما يغادر رأس المال الاقتصاد وتصبح السيولة (كالوضع النقدي أو احتياطات النقد الأجنبي) منخفضة جداً وتعجز الحكومات عن تسديد التزاماتها من الديون. فقد عجزت فنزويلا عن تسديد دينها المقوم بالعملة المحلية في عام ١٩٩٥. وفي أغسطس من عام ١٩٩٨ قررت روسيا إعادة هيكلة دينها

المحلي (للأجانب فيه ١٥ مليار دولار)، وتعليق تسديد الدين الخارجي الخاص وخفض قيمة الروبل. وفي دراسة أجراها مكتب المحاسبات العامة "في عام ١٩٩٥ بمفرده، عجزت ٣٦ دولة عن تسديد بعض من ديونها. وكانت هذه البلاد إما دولاً نامية، أو دولاً تمثل جزءاً من الاتحاد السوفيتي السابق أو دول أوروبا الشرقية التي كانت قابضة تحت السيطرة السوفيتية." (مكتب المحاسبات العامة في الولايات المتحدة، صفحة رقم ١٧). وتؤدي الأزمات المتعلقة بالقدرة على الوفاء بالديون إلى ارتفاع التضخم ومعدلات البطالة وتباطؤ الاقتصاد وتقييد الوصول إلى رؤوس الأموال لمدة سنوات بعد حدوث الأزمات.

## مخاطر السوق

٥. يعرض الافتراض الحكومات إلى مخاطر السوق التي تنتج عن حدوث تغيرات في عوامل السوق مثل معدلات الفائدة وأسعار الصرف. على سبيل المثال، قد تمثل التحركات العكسية في أسعار الصرف أو أسعار السلع أو معدلات الفائدة العالمية كارثة على الدول الناشئة والنامية. فبالنسبة للدول التي افترضت بشكل كبير من أسواق المال الأجنبية، قد تصبح القدرة على تسديد الالتزامات الأجنبية غير كافية في ظل انهيار أوضاع السوق.

٦. إن الأمثلة الحديثة لتأثير تقلبات العملة ومعدلات الفائدة غير المواتية، ليس فقط على الدين العام ولكن أيضاً على الديون الخارجية للاقتصاد، توضح مدى حاجة مديري الدين إلى الأخذ في الاعتبار النتائج المرتبطة بمخاطر أسعار الصرف ومعدلات الفائدة. ففي بداية الثمانينات تأثرت أعباء خدمة الدين لبعض الدول في أفريقيا وجنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية تأثراً شديداً بارتفاع قيمة الدولار الأمريكي وزيادة معدلات الفائدة في جميع أنحاء العالم وانخفاض أسعار السلع.

"في بداية الثمانينات تأثرت أعباء خدمة الدين لبعض الدول في أفريقيا وجنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية تأثراً شديداً بارتفاع قيمة الدولار الأمريكي وزيادة معدلات الفائدة في جميع أنحاء العالم وانخفاض أسعار السلع. وشهد العديد من الدول الآسيوية زيادات كبيرة في أعباء ديونها في بداية التسعينات بسبب تعرضها الكبير للمخاطر بدون حماية مقابل الين الياباني. كما يرجع ثلث الزيادة في قيمة الدين الخارجي بالدولار لإندونيسيا بين عامي ١٩٩٣ و ١٩٩٥ إلى التحركات المتبادلة بين العملات. ففي الوقت الذي كانت نسبة ٣٧% من الدين الخارجي لإندونيسيا مقدرة بالين، كان حوالي ٩٠% من إيرادات صادراتها مقدرة بالدولار" (كاسارد، فولكيرتس - لانداي)

٧. لمراقبة أخطار السوق، يمكن الاستعانة بأساليب متطلعة إلى المستقبل مثل تحليل السيناريوهات المحتملة (لتقدير حساسية موقف الحكومة من المخاطر الناتجة عن التغيرات في عوامل السوق) واختبار مدى احتمالها للأخطار القصوى (لاختبار التحركات الخطيرة). ويمكن للحكومة الاستعانة بسندات مشتقات للتحكم في مخاطر السوق وتقليل احتمالية التعرض لها وتعرض الدين العام لأحداث غير متوقعة. وقد شهدت أسواق المشتقات العالمية موجة من التعقيد في السنوات الأخيرة. وتقلل تغطية الافتراض بالعملات الأجنبية من آثار التقلبات التي يشهدها سوق العملات الأجنبية. ويقوم هذا على أساس افتراض وجود أسواق مشتقات بالعملية المحلية أو بعملة تربطها علاقة كبيرة بالعملية المحلية. كما يمكن الاستعانة بمقايضة أسعار الصرف لإدارة هيكل استحقاق الدين. وستحد هاتان الاستراتيجيتان من تقلب تكاليف خدمة الدين وتحمي الوضع المالي للحكومة بطريقة ما، من الأحداث الاقتصادية غير المتوقعة.

## خطر الائتمان

٨. يرتبط خطر الائتمان بالخطر الذي تواجهه الحكومات من خلال عدم وفاء المصدِر أو الطرف المقابل بمسئوليته في تعامل معين. فعلى سبيل المثال، عند إدارة احتياطي النقد الأجنبي ينبغي أن تشترك الأصول والخصوم ليس فقط في نفس الخصائص، مثل فترة الاستحقاق ونوع العملة، بل لا بد أيضاً أن تكون الأصول ذات مستوى ائتماني عالٍ لكي تقلل من الخسائر المحتملة الناتجة عن العجز عن التسديد.

## خطر التشغيل

٩. خطر التشغيل هو الخوف من أن يؤدي القصور في أنظمة إدارة الدين إلى خسائر مالية غير متوقعة. فعلى سبيل المثال، يمكن أن يؤدي فشل نظم المعلومات والأخطاء البشرية وفشل الإجراءات وأخطاء تنفيذ وتسجيل التعاملات إلى وقوع

خسائر. كما أن توجيهاً إدارة المخاطر (مثل تحديد المخاطرة القانونية المقبولة، وخطر انتمان الطرف المقابل، أو تحديد طريقة إدارة الأصول والخصوم في حساب العملات الأجنبية) ستصبح محدودة الاستخدام بدون وجود أدوات رقابة داخلية سليمة. وينبغي أن يقيم المراجعون الداخليون مدى التوافق مع حدود المخاطر، ومدى سلامة توقيت البيانات التي يتم الإبلاغ عنها ودرجة الاعتماد عليها.

١٠. يواجه مديرو الدَّيْن العاملون في الاقتصاديات الناشئة والنامية مخاطر تشغيل أكبر من المخاطر الموجودة في الاقتصاديات المتطورة. كما أنه لن يكون لنظام إدارة الديون الأقل تقدماً الموارد اللازمة، لضمان قيام نظم المعلومات وعناصر التحكم الداخلية بدورها في الحماية من حدوث أوجه قصور مثل الأخطاء البشرية.

الملحق رقم ٣ - قد تتضمن عملية رصد المخاطر مؤشرات إنذار مبكر بإحتمالية التعرض لمخاطر مالية

مقدمة

١. لم يتوقع معظم محلي السوق ووكالات تصنيف الائتمان نقاط الضعف المالية الأخيرة في اقتصاد المكسيك واقتصاديات دول جنوب شرق آسيا. فقد فوجئ المراقبون في جميع أنحاء العالم بظهور هذه الأزمات على السطح. ورأت الحكومات انهيار وضعها المالي مع ظهور الأثر الكامل للهزة الاقتصادية.

٢. يعتبر التعرض لمخاطر مالية أحد نتائج التغيرات التي تطرأ على الأساسيات الاقتصادية. ومن هنا ينصح بأن المؤشرات الرائدة للتعرض لمخاطر مالية، والمستخدم ل رصد الأوضاع المتردية التي تؤثر على تكاليف خدمة الدَّيْن وعلى الوضع المالي للحكومة في النهاية، يمكن استخدامها لرصد علامات أوضاع متردية بالأسواق. ويقوم العديد من الاقتصاديين بتطوير وتقييم سلسلة من مؤشرات الإنذار المبكر. ذلك لأن مؤشرات التعرض لمخاطر مالية يمكن أن تساعد مديري الدَّيْن العام والمقرضين على الوصول إلى تقييم أفضل للوضع المالي الحقيقي للحكومة ومدى تعرضها للدائنين وكذلك قوة اقتصادها. فالمؤشرات الجيدة للتعرض للمخاطر تسمح للمقرضين والمقترضين والحكومات بالتنبؤ بأوضاع الأسواق المتدهورة التي يمكن أن تؤثر على الوضع المالي للحكومات. ويمكن للمراقب من خلال رصد التغيرات في مؤشرات التعرض للمخاطر أن يحدد التغيرات التي طرأت على الأساسيات الاقتصادية ويتنبأ بالهزات المستقبلية للأسواق والصعوبات الكامنة المحتملة في السوق. وبافتراض أن مؤشرات التعرض للمخاطر تعتبر من المؤشرات الجيدة الفعالة، يكون بوسع المؤسسات العليا للمراجعة المالية (SAIs) تشجيع الحكومات على التركيز بشكل أكبر على رصد مدى التعرض للمخاطر.

١. دور مؤشرات التعرض للمخاطر المالية

٣. توفر البيانات المالية معلومات تنظر إلى الخلف بغرض سرد الأحداث الماضية. وعلى الرغم من إحصائية الاعتماد على الأرقام الواردة في البيانات المالية التي جرت مراجعتها، إلا أنها لا توفر دائماً تقيماً جيداً للتحسن المالي الكلي وقوة الحكومة وخاصة في سياق الأزمات المالية التي قد تؤثر سلبياً على وضع الميزانية. وبالتالي سيصعب من خلال النظر إلى البيانات المالية للحكومة الحكم على استدامة وضعها المالي ومدى إحصائية تعرضها لمخاطر مالية.

٤. لا يمكن للمرء، حتى في ظل وجود مؤشرات اقتصادية قياسية، أن يرصد بسهولة الأحداث التي قد تؤثر على إحصائية تعرض الحكومات لمخاطر مالية. ولا شك أن مؤشرات مثل مؤشر الدَّيْن مقابل إجمالي الناتج المحلي، ومؤشر العجز مقابل إجمالي الناتج المحلي، ومؤشر تكاليف الديون مقابل الإيرادات، أو مؤشر إيرادات الضرائب مقابل إجمالي الناتج المحلي، تلعب دوراً مهماً في قياس الوضع المالي للحكومة. ولأن هذه المؤشرات استاتيكية غير متغيرة، فهي تتخذ أساساً شكل مقاييس قائمة على التكلفة في نهاية العام، فقد لا تأتي في الوقت المناسب وقد تفتقر إلى الشمولية اللازمة للإشارة إلى تدهور الأوضاع. كما يؤخذ على المؤشرات التقليدية أن طبيعتها ونطاقها بالنسبة للتطلع للمستقبل محدودين نوعاً ما. فعلى سبيل المثال، على الرغم من جهود الحكومة لخفض حجم العجز السنوي لديها، فقد يستمر نمو نسبة الدَّيْن مقابل إجمالي الدخل المحلي مع الوقت. وبالتالي يمكن القول أن مؤشرات الديون والمؤشرات المالية التقليدية بمفردها، تكون محدودة الفائدة عند محاولة تحديد الأوضاع الاقتصادية المتدهورة والناتج المرتبة عليها. وكما سيوضح في القسم رقم ٢، يمكن الاستعانة بأدوات تنبؤ أكثر قوة لرصد إحصائية التعرض للمخاطر لاستكمال المؤشرات التقليدية.

٥- سوف يصبح الاستقرار المالي للحكومات عرضة للمخاطر مع تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي. وبينما يعتبر الوضع المالي للحكومة صحيحاً (كأن يتمتع بانخفاض نسبة الدين مقابل إجمالي الناتج المحلي، مع وجود فائض في الميزانية وانخفاض تكاليف خدمة الدين)، فقد يتعرض هذا الوضع سريعاً لمخاطر بسبب وقوع أحداث خارجية لها آثار كبيرة على الميزانية. وعلى سبيل المثال، يمكن اعتبار انخفاض تكاليف الدين العام بالنسبة إلى الإيرادات علامة على التحسن وهو أمر مستحسن من وجهة النظر المالية. إلا أن انخفاض تكاليف سعر الفائدة قد يكون أحد أعراض مشكلة محتملة أكبر بكثير. فقد يعني أن استراتيجيات الدين قد ركزت أكثر على خفض التكاليف، بدلا من زيادة السداد لتكوين هيكل للديون يتمتع بحماية من الهزات الاقتصادية ذات العواقب السلبية.

٦- لو استخدم المرء مجموعة من المؤشرات التقليدية للاقتصاد الكلي، لظهر له أن الدول الآسيوية في بداية طريق طويل تجاه الرخاء الاقتصادي (انظر الجدول رقم ١). فالظروف الاقتصادية كانت جيدة والأساسيات بدت صحية، ونسبة التضخم منخفضة ونسبة النمو الحقيقي المتوقع عالية، والدين العام في حدود القدرة على السداد، والوضع المالي صحي نسبياً. لقد عجزت بعض المؤشرات التقليدية عن التقاط الإشارات الأولى للاقتصاديات ذات المديونية العالية، وهي الأصول المهددة والخصوم المهددة.

الجدول رقم ١ - مثال حول عجز المؤشرات الاقتصادية التقليدية عن التنبؤ بإرهاصات أزمات جنوب شرق آسيا

١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩ (١)	
										إندونيسيا
								٧,٥		نمو حقيقي في إجمالي الناتج المحلي (متوقع)
٩,٠٠	٨,٩٠	٧,٢٠	٧,٣٠	٧,٥٠	٨,٢٠	٨,٠٠	٤,٦٠	١٣,٦٠	٣,٩-	نمو حقيقي في إجمالي الناتج المحلي (فعلي)
٧,٨٠	٩,٤٠	٧,٥٠	٩,٧٠	٨,٥٠	٩,٤٠	٧,٩٠	٦,٦٠	٦٠,٧٠	٢٥,٤٠	التضخم
١,٣٤	٠,٠٤	١,١٥-	٠,٧١-	٠,٠١	٠,٧٧	١,١٦	٠,٦٧-	٤,٤٦-	٦,٤٨-	نسبة ميزانية الحكومة المركزية إلى إجمالي الناتج المحلي
٢٩,٧	٢٤,٦	٢٢,٦٠	٢١,١٠	٢١,٨٠	٢٦,٧	٢٧,٠٠	٢٧,٤٠	٦١,٧٠	١٥,٦	نمو الأموال بمعناها الواسع
٤٦,١	٤٥,٨	45.S	٤٨,٩٠	٥١,٩٠	٥٣,٥	٥٥,٤٠	٦١,٠٠	٥١,٦٠	...	نسبة انتمان القطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي
										كوريا
								٦,٣		نمو حقيقي في إجمالي الناتج القومي (متوقع)
٩,٥٠	٩,١٠	٥,١٠	٥,٨٠	٨,٦٠	٨,٩٠	٧,١٠	٥,٥٠	٥,٥-	٢,٠٠	نمو حقيقي في إجمالي الناتج المحلي (فعلي)
٨,٦٠	٩,٣٠	٦,٢٠	٤,٨٠	٦,٣٠	٤,٥٠	٤,٩٠	٤,٤-	٧,٥٠	١,٨٠	التضخم
٠,٦٧-	١,٦٢-	٠,٤٩-	٠,٦٤	٠,٣٢	٠,٣٥	٠,٢٨	٠,٢٨	٣,٧٨-	٥,١٢-	نسبة ميزانية الحكومة المركزية إلى إجمالي الناتج المحلي
١٧,٢	٢١,٩	١٤,٩٠	١٦,٦٠	١٨,٧٠	١٥,٦	١٥,٨	١٤,١٠	٢٥,٢٠	.	نمو الأموال بمعناها الواسع

...	٧٣,٦٠	٦٩,٨٠	٦١,٨٠	٥٧,٠	٥٦,٨٠	٥٤,٢٠	٥٣,٣٠	٥٢,٨	٥٢,٥	نسبة انتمان القطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي
										ماليزيا
	٧,٩	٧,٨	٨,٦							نمو حقيقي في إجمالي الناتج المحلي (متوقع)
١,٦-	٧,٥-	٧,٧٠	٨,٦٠	٩,٤٠	٩,٣٠	٨,٣٠	٧,٨٠	٦٠٩,٨	٩,٦٠	نمو حقيقي في إجمالي الناتج المحلي (فعلي)
٣,٨٠	٥,٣٠	٢,٧٠	٣,٥٠	٣,٤٠	٣,٧٠	٣,٥٠	٤,٧٠	٢,٦٠	٢,٨٠	التضخم
٦,٠٥-	١,٩١-	٢,٥٨	١,٠٧	١,٣٠	١,٤٥	٠,٥٢	٠,١٣	٢,٤٨-	٣,٠٨-	نسبة ميزانية الحكومة إلى إجمالي الناتج المحلي
٦,١٠	١,٣	٩,٦٠	٢٣,٧٠	١٨,٢	١٥,٨٠	٢٣,٨٠	١٨,١	٢٤,٤	١٨,٢	نمو الأموال بمعناها الواسع
...	١٠٨,٧	١٠٠,٤٠	٩٨,٨٠	٨٤,٨	٧٤,٦٠	٧٤,١٠	٧٤,٣٠	٧٥,٣	٧١,٤	نسبة انتمان القطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي
										الفلبين
	٦,٤	٥,١	٥,٧							نمو حقيقي في إجمالي الناتج المحلي (متوقع)
٢,٣٠	٠,٥-	٥,٢٠	٥,٨٠	٤,٧٠	٤,٤٠	٢,١٠	٠,٣٠	٠,٦-	٣,٠٠	نمو حقيقي في إجمالي الناتج المحلي (فعلي)
٨,٥٠	٩,٧٠	٦,٠٠	٨,٤٠	٨,١٠	٩,١٠	٧,٦٠	٩,٠٠	١٨,٧	١٤,١	التضخم
٢,٧-	٢,٦-	٠,٧-	٠,٦-	١,٣-	١,٦-	١,٦-	١,٣-	٢,٤-	٣,٨-	نسبة ميزانية الحكومة إلى إجمالي الناتج المحلي
<b>1S.0</b>	٧,٤٠	٢٠,٩٠	١٥,٨٠	٢٥,٣	٢٦,٥٠	٢٤,٦٠	١١,٠٠	<b>1S.5</b>	١٥,٥	نمو الأموال في الخارج
٤٦,٩٠	٥٠,٥٠	٥٧,٦٠	٥٠,٠٠	٣٨,٢	٣٠,٠٠	٢٧,٢٠	٢١,٥٠	١٨,٩	٢٠,٥	نسبة انتمان القطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي
										تاييلاند
	٧	١,٣-	٦,٤							نمو حقيقي في إجمالي الناتج المحلي (متوقع)
١,٠٠	٨-	٠,٤-	٥,٥٠	٨,٨٠	٨,٦٠	٨,٥٠	٨,٢٠	٨,١٠	١١,٦	نمو حقيقي في إجمالي الناتج المحلي (فعلي)
٠,٥٠	٨,١٠	٥,٦٠	٥,٩٠	٥,٨٠	٥,١٠	٣,٤٠	٤,١٠	٥,٧٠	٦,٠٠	التضخم
٣,٨٤-	٢,٨٨-	١,٦٢-	١,٠٤	٢,٤٩	١,٩٨	١,٩٨	٢,٥٣	٤,١٤	٤,٦٠	نسبة ميزانية الحكومة إلى المركزية



إجمالي المحلي	الناتج									
نمو الأموال في الخارج	٢٦,٧	١٩,٨	١٥,٦٠	١٨,٤	١٢,٩	١٧,٠	١٢,٦٠	١٦,٤	٩,٥٠	٤,٧٠
نسبة انتمان القطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي	٦٤,٥	٦٧,٧	٧٢,٢٠	٧٩,٨٠	٩٠,٩٠	٩٧,٥	١٠٠,٠	١١٦,٣٠	١٠٩,٥	...
(١) تقدير										
المصدر: صندوق النقد الدولي، أزمة القطاع المالي وإعادة هيكلته: دروس من آسيا، واشنطن، ١٩٩٩										

## ٢. أمثلة من مؤشرات التعرض للمخاطر المالية

٧. بالتسليم بوجود أوجه قصور كامنة في المؤشرات التقليدية، تستطيع غيرها من المؤشرات إثبات أنها أكثر جدوى في التنبؤ بضعف الأساسيات وإحتمالية التعرض لمخاطر مالية (انظر الجدول رقم ٢). وقد تم تقسيم المؤشرات إلى فئتين: مؤشرات الدين العام، ومؤشرات الدين الخارجي، ثم قسمت كل فئة من الفئتين إلى مجموعتين فرعيتين: قياسات المديونية الداخلية والأجنبية، ومؤشرات السيولة. والقياسات المقترحة هي عبارة عن مؤشرات متقدمة لاحتمال التعرض للمخاطر. ولا ينبغي اعتبارها أدوات تنبؤ بالتعرض لمخاطر فعلية. ولتقييم احتمالية التعرض لمخاطر مالية من منظور الدين الخارجي، يستحسن تضمين بيانات حول مواعيد استحقاق الديون، وتركيب العملات، ونسبة سعر الصرف الثابت إلى سعر الصرف في السوق الحرة. وينبغي أن يضع مديرو الدين وغيرهم من المشاركين في الأسواق في أذهانهم أن الحالة المالية للأصول والخصوم الخاصة بالاقتصاد بصفة عامة هي التي تؤثر على الوضع المالي للحكومة. ومن هنا يتعين على مديري الدين رصد احتمالية تعرض الدين العام للخطر بالنسبة لقوة القطاع الخاص، وذلك بالاستعانة بمجموعة المؤشرات التي تغطي كافة جوانب الاقتصاد (وهي ما يطلق عليها اسم "مؤشرات الدين الخارجي"). ونظرًا لأن بعض الخصوم المتعلقة بالقطاع الخاص يمكن أن تصبح التزامات على الدولة، فلا بد أن تشمل احتمالية التعرض لمخاطر مالية الالتزامات المحتملة والممكنة، مثل الضمانات الحكومية والتعويضات المقدمة للمشروعات العامة والخاصة المتعثرة. ويمكن استخدام المؤشرات الرائدة المقترحة، على سبيل المثال، في تحديد مشاكل السيولة وتعديل استراتيجية الدين في الوقت المناسب للتأكد من كفاية السيولة المتاحة لامتصاص الهزات.

## الجدول رقم ٢ - مثال من مؤشرات احتمالية التعرض لمخاطر الديون والسيولة

مؤشرات الدين العام <sup>١</sup>	مؤشرات الدين الخارجي <sup>١,٢</sup>
١ - المديونية الداخلية والخارجية	
نسبة الدين العام / إجمالي الناتج المحلي	نسبة إجمالي الدين الخارجي قصير الأجل إلى إجمالي الناتج المحلي
نسبة خدمة الدين العام إلى الإيرادات من التصدير	نسبة إجمالي خدمة الدين الخارجي إلى الإيرادات من التصدير
نسبة خدمة الدين العام إلى الإيرادات الحكومية متوسطة مواعيد ومدة الاستحقاق	نسبة إجمالي خدمة الدين الخارجي إلى الواردات
نسبة التغيرات التي طرأت على إجمالي مبلغ الدين العام والديون المضمونة من قبل الحكومة إلى نسبة النمو في إجمالي الناتج المحلي	نسبة التغيير في إجمالي الدين الخارجي / نمو إجمالي الناتج المحلي
	نسبة رصيد الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي
	نسبة الدين العام المملوك للأجانب إلى إجمالي الدين العام
	نسبة الدين العام المقوم بالعملات الأجنبية إلى إجمالي الدين العام
	٢ - السيولة

	احتياطي النقد الأجنبي إلى مبلغ الدين العام المحلي والأجنبي المستحق خلال سنة واحدة
نسبة احتياطي النقد الأجنبي إلى إجمالي الدين الخارجي قصير الأجل	نسبة أصول احتياطي النقد الأجنبي في حساب النقد الأجنبي إلى التزامات احتياطي النقد الأجنبي
نسبة احتياطي النقد الأجنبي إلى / رصيد الحسابات الجارية	
نسبة احتياطي النقد الأجنبي إلى الواردات	
نسبة احتياطي النقد الأجنبي / الموارد المالية بالمعنى الواسع M2 4	

١. تم نشر سلسلة جديدة من الإصدارات الإحصائية الربع سنوية حول الدين الخارجي لعدد ١٧٦ من الدول النامية والدول التي تشهد تحولات اقتصادية من خلال التعاون المشترك مع لجنة العمل المشتركة لدراسة الإحصاءات المالية (وتتكون من بنك التسويات الدولية BIS وصندوق النقد الدولي IMF ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD والبنك الدولي والأمم المتحدة والبنك المركزي الأوروبي ويوروستات). والهدف من هذه المبادرة هو تسهيل الوصول إلى موقع واحد للبيانات يجمع معلومات عن مكونات الدين الخارجي للدول، التي تجمعها حالياً وتنتشرها كل مؤسسة مشاركة على حدة. كما تتضمن هذه المطبوعة أيضاً بيانات عن الاحتياطي العالمي. ويتم في أغلب الأحوال الحصول على هذه الإحصاءات من المقرضين ومصادر السوق، لكنها تتضمن أيضاً البيانات المقدمة من الدول المدينة. ويتم التركيز بشكل خاص على الديون المستحقة خلال عام واحد. ومن أجل تقديم المساعدة للمحللين، تم أيضاً توفير البيانات المتعلقة بالتدفقات (عند توافرها) إضافة إلى البيانات الخاصة بالأرصدة المالية.
٢. يمكن تعريف الدين الخارجي بأنه عبارة عن التزامات يتحملها الاقتصاد تجاه دول العالم الأخرى، وهذا يعني أن كل سندات الدين في حوزة غير المقيمين، بما في ذلك الدين العام والالتزامات التي تتحملها السلطات المالية والنقدية والدين غير المالي للقطاع الخاص. ويناقش تقرير البنك الدولي (صفحة ١٧-١٨، ٢٠٠٠ب) بالتفصيل مفهوم الدين الخارجي قصير الأجل.
٣. ينبغي أن يتضمن الدين العام الالتزامات تجاه الداننين الوطنيين والأجانب (مثل الأوراق المالية المدينة الصادرة في الأسواق العالمية، والائتمان التجاري للصادرات، والمطالبات متعددة الأطراف، والقروض ثنائية الأطراف).
٤. يمكن تعريف M2 بأنها "الموارد المالية للدولة بالمعنى الواسع" (بما في ذلك الأموال المتداولة وودائع تحت الطلب والودائع الادخارية).

#### ١. مؤشرات المديونية المحلية والأجنبية

٨. يمكن الاستفادة من مؤشرات التعرض لمخاطر الديون المحلية والأجنبية كإشارة إنذار عن تدهور الأوضاع الاقتصادية التي يمكن أن تواجهها الحكومات والاقتصاد وعن المخاطر المحتملة المرتبطة بإدارة الدين.
٩. يمكن الاستفادة من المؤشرات القائمة على الدين الخارجي قصير الأجل (والذي يعرف بأنه سندات الدين الخاصة بالقطاع العام والخاص والتي يحل استحقاقها خلال فترة لا تزيد عن ١٢ شهراً) كمؤشرات لاستدامة الديون وإحتمالية التعرض لمخاطر مالية. كما يمثل الإجمالي الضخم من الديون الخارجية قصيرة الأجل بالنسبة إلى إيرادات التصدير، أو إلى الاستيراد، أو إلى إجمالي الناتج المحلي، إشارة على عدم تناسق أعباء خدمة الديون.
١٠. يمكن استخدام تكاليف خدمة الدين العام (بما فيها التزامات الديون التي تضمنها الحكومة) التي تحملها الإيرادات الحكومية، كإشارة على تعرض القطاع العام لمخاطر مالية وصعوبات في السيولة. كما أن نسبة خدمة الدين العام إلى إيرادات التصدير من المقاييس المفيدة لقدرة الحكومة ووضعها الاقتصادي على السداد. وحيثما يشغل الدين العام مكانة بارزة في الاقتصاد (كما هو الحال بالنسبة للدول المثقلة بالديون) فإن تكاليف الدين العام (بما فيها التزامات الديون التي تضمنها الحكومة) المقدره مقابل إيرادات التصدير تمثل مؤشراً يمكن الاستعانة به للتنبؤ بإحتمالية تعرض القطاع العام لمخاطر مالية.
١١. من خلال تقييم عمر سندات الدين يمكن استخدام مؤشر متوسط أجل استحقاق سندات الدين العام كإشارة على احتمالية الوقوع في مشاكل إعادة التمويل. وتعني نتيجة قصر متوسط مدة الاستحقاق التي تخلص إليها المؤشرات أن الحكومة سيعين عليها استقطاع المال من أسواق المال في أحوال كثيرة، مما يزيد من خطر حدوث إعادة تمويل هذا الدين قصير الأجل في ظل ظروف سوق غير مواتية.

١٢. يعتبر أجل الدين من المقاييس الهامة الأخرى، ولكنها معقدة، التي ينبغي اعتبارها عند تقييم قوة استراتيجية الدين. فالأجل هو مقياس لحساسية معدلات الفائدة بحافضة الديون. كما أنه يمثل المتوسط المرجح لأجل استحقاق التدفقات النقدية للسند، حيث يتم التعبير عن عوامل الترجيح بالنسبة المئوية للقيمة الحالية لكل تدفق نقدي بالنسبة لسعر السند. وعلى سبيل المثال، فإن إصدار دين بمعدل فائدة أقل سيتحول إلى أجل أطول ينتج عنه زيادة حساسية الدين للتغيرات في معدلات الفائدة. ومن خلال القياس الدقيق لتعرض السندات لخطر معدلات الفائدة، والأخذ في الاعتبار لمكاسب وخسائر الفرصة البديلة، يمكن لأجل الدين أن يحدد المزايا والخسائر الاقتصادية الضمنية المترتبة على قرارات إدارة الدين.

١٣. تمثل السرعة النسبية لزيادة إجمالي الدين الخارجي بالنسبة لمعدل نمو الاقتصاد أمراً هاماً أيضاً. وعلى سبيل المثال، إذا كان إجمالي الدين الخارجي للاقتصاد ينمو أسرع من إجمالي الناتج المحلي الخاص به، فقد يكون الاقتصاد متجهاً في مسار لا يمكنه الاستمرار فيه، وينطبق نفس الشيء أيضاً على الدين العام.

١٤. إن تأثير تقلبات أسعار الصرف على ميزانية الحكومة يمثل دالة لمدى تعرض حافضة الالتزامات للعمليات الأجنبية. فكلما كان مبلغ سندات الدين المقومة بالعملات الأجنبية أكبر، كلما زاد تعرض الحكومة لمخاطر التغير في أسعار العملات. وينطبق الشيء نفسه على تقلبات معدل الفائدة وهيكّل الدين. فالزيادة الحادة في معدل الفائدة لها تأثير عكسي في حالة إصدار نسبة أكبر من دين الحكومة باستخدام سندات صادرة بأسعار فائدة السوق. ومن المهم في كلتا الحالتين عند النظر إلى هذين المؤشرين اعتبار تأثير سندات المشتقات، مثل مقايضة العملات أو معدلات الفائدة، على الحد من احتمالية التعرض لمخاطر مالية.

١٥. يمكن استخدام مؤشرات أخرى مثل نسبة الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي. ولا يمثل حجم العجز في الحسابات الجارية، حتى إن كان ضخماً، مشكلة في حد ذاته، إلا أنه قد يكون سبباً للقلق (لمناقشة الدور الذي لعبه العجز الضخم في الحسابات الجارية في الأزمات المالية الأخيرة، راجع إدواردز، ٢٠٠٠ ب). ويبدو أن مستوى العجز في الحسابات الجارية أقل أهمية من استدامته. على سبيل المثال، شهدت سنغافورة عجزاً كبيراً في حساباتها الجارية وتم تمويل هذا العجز، لأنه ليس نتاجاً ثانوياً لسوء الإدارة المالية. إلا أن أزمة النقد الأجنبي التي شهدتها تايلاند في ١٩٩٧ تعد شاهداً قوياً على أن العجز الكبير في الحسابات الجارية قد يكون دليلاً على وجود نقاط ضعف أساسية خطيرة (مثل انخفاض جودة الأصول بعد سنوات من النمو السريع في الائتمان المحلي). وكما سبق ذكره، فإن العجز الكبير في الحسابات الجارية المكسيكية كان قد تم تمويله بتدفق ما ورد من استثمارات من رؤوس الأموال الأجنبية التي اندفعت بعد ذلك إلى خارج البلاد. وبينما يزيد العجز الكبير في الحسابات الجارية من احتمالية التعرض لمخاطر ناتجة عن التقلبات في موقف الدائنين، فهو يمثل أيضاً مصدرًا من مصادر القلق.

## II - مؤشرات السيولة

١٦. قد يلعب الاحتياطي من النقد الأجنبي دور السيولة في فترات الضغط المتعلقة بمشاكل ميزان المدفوعات. ويمكن للسلطات النقدية استخدام هذه الأصول للتمويل المباشر للاختلال في توازن المدفوعات الخارجية. كما يمكن استخدام الاحتياطي لتحقيق الاستقرار للعملة المحلية في ظل نظام تعويم أسعار الصرف (أو للدفاع عن عملة معينة في ظل نظام أسعار الصرف المربوطة أو الثابتة)، أو استخدامه كمجرد نقد. وللحكم على انخفاض الاحتياطي من النقد الأجنبي من عدمه، يتعين النظر في سياسات المال وأسعار الصرف التي تتبعها الحكومة، واحتمال تعرضها لهزات في المجال التجاري وفي تدفق رؤوس الأموال. زد على ذلك أنه لإصدار مثل هذا الحكم، ينبغي تضمين أوضاع الاحتياطي تحت الطلب والذي يمكن استخدامه لتعزيز وضع الاحتياطات لدى الدولة.

١٧. لا يتوقع من دولة بها عملة معومة، ولديها قدرة غير محدودة على الوصول إلى أسواق المال العالمية، وقليل من الدين المقوم بعملات أجنبية، أن يكون لديها احتياطي ضخم من النقد الأجنبي. وعلى الرغم من ذلك، فقد يتوقع من حكومة دولة عليها دين خارجي ضخم أن يكون لديها احتياطي كبير، حيث أن نقاط الضعف الاقتصادي (مثل حالات اختلال توازن المالية العامة، وضعف الإشراف على البنوك وارتفاع الضرائب) أو الهزات الاجتماعية أو الاقتصادية، قد تحد من قدرتها على الوصول إلى أسواق المال، وتسبب عواقب سلبية لمديري الدين العام. ويتوقع أن تحتفظ الاقتصاديات المعرضة للمخاطر باحتياطات مالية كبيرة للحفاظ على ثقة المستثمرين.

١٨. يمكن أن يكون لنسبة حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي إلى إجمالي الدين الخارجي قصير المدى، وأجل استحقاق القروض متوسطة وطويلة الأجل والمستحقة خلال عام واحد، جدواها كمؤشر للسيولة، خاصة للدول التي تتمتع بقدرة كبيرة، لكنها هشّة، على الوصول إلى أسواق المال. ويمكن استخدام هذه النسبة لقياس قدرة الاقتصاد على الاستمرار في الأداء إذا انقطعت الصلة بينه وبين مصادر الإقراض الخارجية. وبالنسبة لحكومات الاقتصاديات الناشئة التي تحاول تقليل مخاطر واحتمالات التعرض لآزمات، يتوقع أن يغطي الاحتياطي من النقد الأجنبي معظم، إن لم يكن كل، إجمالي الدين الخارجي قصير الأجل (حيث تكون نسبة احتياطي النقد الأجنبي إلى الدين الخارجي قصير الأجل = ١). وقد ضعفت نسبة احتياطي النقد الأجنبي إلى الدين قصير الأجل لروسيا والبرازيل وتايلاند وكوريا والمكسيك وإندونيسيا، قبل سنتين من وقوع الآزمات المالية التي آلت بهذه الدول، حيث ضعفت هذه النسبة من متوسط ١ إلى ما يعادل التغطية لمدة تسعة أشهر تقريباً (٠,٧٥) في الأشهر القليلة التي سبقت وقوع هذه الآزمات. (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٠ب، المربع ٦).

١٩. توجد حالات لم تحدث فيها آزمات على الرغم من الانخفاض الشديد في نسبة الاحتياطي إلى الدين قصير الأجل (فمثلاً في البرازيل (١٩٩٠) بلغت النسبة ٠,١٢ أو في جنوب أفريقيا حيث بلغت النسبة فيها ٠,١٩) (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٠ب، صفحة ٢٤). ويبدو أن العوامل الأخرى مثل مرونة أسعار الصرف والتحكم في تدفق رأس المال قد بلغت مستوى كاف من القوة جعلها تتجنب حدوث انخفاض حاد في أسعار الصرف وفي الاحتياطي. وعلى العكس، كانت هناك حالات (مثلاً بلغت النسبة ٢,٥ في فنزويلا عام ١٩٩٤ وبلغت ١,٥ في ماليزيا عام ١٩٩٧) حيث شهدت البلاد آزمات برغم ارتفاع حجم الاحتياطي. وقد يكون التباين الكبير في أسعار الصرف والاحتياطي من العملات الأجنبية نتيجة لمخاطر سياسية أو لتأثر الاقتصاد بما يجري في الدول المجاورة.

٢٠. يمكن أيضاً استخدام نسبة الاحتياطي من النقد الأجنبي إلى إجمالي الدين الخارجي قصير الأجل لتقييم مدى سلامة هيكل السداد. فهيكّل السداد السليم يسمح لمديري الدين بتجنب مشاكل إعادة التمويل والسيولة.

٢١. للحكم على كفاية السيولة المتوافرة في اقتصاديات الدول المدينة ذات الوصول المحدود إلى أسواق المال يمكن النظر إلى العلاقة بين احتياطي النقد الأجنبي والواردات (ويقصد بذلك الاحتياطي المعبر عنه بأشهر من الواردات). وبذلك يمكن حساب عدد الشهور التي يمكن للدولة أن تستمر في الاستيراد خلالها، إذا انعدمت قدرتها على الوصول إلى سوق رأس المال.

٢٢. يمكن مقارنة حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي (بما في ذلك الحدود الائتمانية التي تعرف أيضاً بأوضاع احتياطية) مقابل الموارد المالية بالمعنى الواسع، (M2) حيث تعد هذه المقارنة أداة من الأدوات المفيدة للتنبؤ باحتمالية هروب رأس المال إلى الخارج. وقد يرغب المرء في تجنب حدوث فروق كبيرة بين الأصول السائلة (احتياطي النقد الأجنبي) والخصوم السائلة (M2). وفي الدول التي تعاني من ضعف القطاع المصرفي، قد ينبئ أحياناً صغر نسبة الاحتياطي إلى المخزون النقدي باحتمال هروب رأس المال المحلي، وهو ما قد ينتج عن فقدان الثقة في العملة المحلية. ويصدق ذلك على وجه الخصوص في ظل أنظمة تثبيت أسعار الصرف والتي قد تفقد مصداقيتها بسهولة.

### ٣- أمثلة من المؤشرات الخاصة بتقييم المخاطر في قطاع الخدمات المالية

٢٣. أوضحت الآزمات المالية الأخيرة أنه من المستحسن للحكومات، وخاصة في الاقتصاديات الناشئة والنامية، أن تراقب المديونية المفرطة وتقيس التدفق الزائد لرؤوس الأموال، كجزء من وظائف الإشراف على القطاع المالي. كما أن تدهور الأوضاع في الأسواق قد يضغط بشدة على الميزانية الخاصة بالمؤسسات المالية. ويعد التدفق المفرط لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، والذي ينتج عنه مغالاة في ارتفاع أسعار الأصول، مكن خطورة. فقد يؤدي ضعف القطاع المالي إلى مصروفات عامة ضخمة وضعف غير متوقع في ميزانية الحكومة، بما في ذلك الاحتياطي الرسمي. كما يمكن أن تتسبب التكلفة المالية المباشرة للمساعدات المالية المقدمة للقطاع المصرفي المتعثر، والتكلفة غير المباشرة للاقتصاد في تعريض وضع الحكومة المالي للخطر. وتعد المؤشرات المذكورة في الجدول رقم ٣ مثلاً لمؤشرات احتمالية التعرض للمخاطر، وتركز على نمو رأس المال والتوسع الائتماني بما في ذلك الالتزامات الأجنبية.

الجدول رقم ٣ - أمثلة من مؤشرات احتمالية تعرض القطاع المالي للمخاطر

مؤشرات القطاع المالي

نسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي
نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى إجمالي الناتج المحلي
النمو الحقيقي في الائتمان المقدم للقطاع الخاص
النسبة المقدرة من إقراض البنوك للقطاع العقاري
نسبة رصيد القروض غير المؤدية إلى إجمالي القروض
نسبة رسملة سوق الأوراق المالية إلى إجمالي الناتج المحلي

٢٤. قد تكون مراقبة النمو الائتماني في الاقتصاديات من المؤشرات التي تساعد على استبيان مدى احتمال التعرض للمخاطر فالزيادة المفرطة في المديونية تؤدي عادة إلى تدهور في جودة الأصول. وكمثال على ذلك، فقد حدث في ١٩٩٧ أن كان الائتمان المحلي المقدم للمشروعات الخاصة والعامة في كوريا وإندونيسيا وتايلاند يتراوح ما بين ١٤٧ في المائة و١٦٣ في المائة من إجمالي الناتج المحلي. وكانت هذه النسبة أقل في معظم دول أمريكا اللاتينية حيث تراوحت ما بين ١٣ في المائة إلى ٤٥ في المائة من إجمالي الناتج المحلي، وهو ما يدل على مديونية متواضعة نسبياً وبالتالي انخفاض احتمالية التعرض للمخاطر الناتجة عن تقلب الأسواق المالية. (ستاندارد آند بورز، ديسمبر ١٩٩٧)

الملحق رقم ٤ - أمثلة من المبادرات الأخيرة التي استهدفت تحسين الكشف عن البيانات

١. في سياق تحسين الإفصاح عن البيانات ورفع مستوى المراقبة، شرع صندوق النقد الدولي في تنفيذ عدد من المشروعات كجزء من تعزيز بنية مبادرات النظام النقدي العالمي. ويعمل صندوق النقد الدولي وغيره من الهيئات المعنية بوضع هذه المعايير، مثل اللجنة الدولية لمعايير المحاسبة والاتحاد الدولي للمحاسبين، ولجنة بازل للإشراف على البنوك، والمنظمة الدولية للجان الأوراق المالية، على وضع متطلبات جديدة للإفصاح عن البيانات وتحديد أفضل الأساليب.

٢. في أعقاب الأزمة المكسيكية عام ١٩٩٦ قدم صندوق النقد الدولي مبادرة "المعايير الخاصة بنشر البيانات (SDDS)" وتمثل المعايير الواردة بهذه المبادرة معايير اختيارية للأساليب السليمة التي تقاس بها الأساليب التي تتبعها البلاد في نشر البيانات. وترمي المبادرة إلى تعزيز مستوى دقة وأمانة وتوافر الإحصائيات المالية والاقتصادية الشاملة. وبنهاية ٣١ يناير ٢٠٠٠ وصل عدد الدول التي اشتركت في هذه المقاييس الجديدة إلى ٤٧ دولة.

٣. لقد أبرزت الأزمات المالية الأخيرة أهمية توافر بيانات أكثر شمولية وفي وقتها، حول الاحتياطي العالمي وإحصائيات الدين الخارجي. واستجابة لهذه الأزمات تم وضع معيار منفصل لنشر البيانات في مجال الاحتياطي والدين الخارجي. وترمي الاقتراحات المتعلقة ببيانات الاحتياطي إلى وضع معايير جديدة لتوفير المعلومات للجمهور، حول حجم وتركيب الأصول الاحتياطية وغير ذلك من أصول النقد الأجنبي الموجودة لدى البنك المركزي والحكومة، والالتزامات الخارجية قصيرة المدى، والأنشطة المتعلقة التي قد تؤدي إلى طلبات على الاحتياطي (مثل أوضاع المشتقات المالية والضمانات المقدمة من الحكومة للاقتراض الخاص). وينبغي أن تبدأ الدول بنهاية ٢٠٠١ في إصدار البيانات المتعلقة بوضع استثماراتها الدولية (والذي يعرف بالأصول والخصوم المالية الخارجية في ميزانية الدولة) (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٠، المربع ١).

٤. وقد وضعت لجنة العمل المشتركة للاحصاءات المالية (والتي يشترك فيها صندوق النقد الدولي، ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، والبنك الدولي، وبنك التسويات العالمية) إحصائيات مشتركة للديون الخارجية لتسهيل الوصول إلى البيانات المأخوذة من مصادر الدائنين لعدد ١٧٦ من الاقتصاديات الناشئة والنامية.

٥. ويواصل بنك التسويات العالمية تحسين مستوى الإحصائيات المصرفية العالمية. ويتعين على سلطات الإشراف على قطاع الخدمات المالية أن تتفهم أهمية تحسين مستويات الإبلاغ في قطاع الخدمات المالية وفي مجال تدفق

الأموال الخارجية. وفي هذا الصدد، اكتشفت مجموعة العمل الخاصة بتدفق رؤوس الأموال المنبثقة عن منتدى الاستقرار المالي، وجود فجوة في المعلومات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال بين الدول.

٦. بالإضافة إلى تحسين المقاييس الخاصة بالاحتياطي العالمي ونشر البيانات الخارجية، شرع صندوق النقد الدولي في وضع مجموعة أخرى من المبادرات الرامية إلى تحسين أساليب العمل. ففي عام ١٩٩٨ نشر صندوق النقد الدولي "قواعد الطرق السليمة للشفافية المالية". وتقوم مجموعة القواعد هذه على أساس أن أدوار ومسؤوليات الحكومة لا بد أن تكون واضحة، وأنه ينبغي على الحكومات أن تلتزم بتوفير معلومات شاملة للجمهور يعول عليها، حول الأنشطة المالية، وأن تتم عملية إعداد الميزانية وتنفيذها والإبلاغ عن البيانات بطريقة علنية. هذا بالإضافة إلى ضرورة خضوع البيانات المالية إلى تأكيدات من جهات مستقلة تضمن دقتها. وتوضح مجموعة القواعد المذكورة ما يجب على الحكومة عمله لتنفيذها. فعلى سبيل المثال تنص الفقرة ٣-٢-٣ من هذه القواعد على أنه "ينبغي أن تكون الميزانية العمومية للحكومة مؤشراً قياسيًّا إجمالياً للوضع المالي للحكومة". كما توصي الفقرة ٤-١-١ بأن تعين الهيئة التشريعية جهة مراجعة وطنية أو هيئة معادلة لها، تكون مسنولة عن تقديم تقارير في مواعيد محددة إلى الهيئة التشريعية حول دقة حسابات الحكومة المالية.

٧. وكرد فعل للالتزام المالية التي شهدتها دول جنوب شرق آسيا ولدعم بنية النظام النقدي والمالي العالمي، قام صندوق النقد الدولي في عام ١٩٩٨ بوضع مجموعة من معايير الشفافية المتعلقة بالسياسات النقدية والمالية. وتوفر "قواعد الطرق السليمة للشفافية في السياسات النقدية والمالية" التوجيه اللازم للبنوك المركزية في إدارتها للسياسة النقدية، كما توجه البنوك المركزية وغيرها من الجهات المالية في إدارتها للسياسات المالية. وتشير الشفافية إلى بيئة تعرض فيها على الجمهور أهداف السياسة وإطارها القانوني والمؤسسي والاقتصادي، والقرارات السياسية وأساسها المنطقي، والبيانات والمعلومات المتعلقة بالسياسات النقدية والمالية، ومدى مسنولية الجهات المعنية، كل ذلك على أساس سهل يمكن فهمه والوصول إليه في الوقت المناسب. وهكذا تركز أساليب الشفافية الواردة في مجموعة القواعد المذكورة على وضوح الأدوار والمسئوليات، والأهداف الخاصة بالبنوك المركزية والجهات المالية، وعمليات صياغة القرارات المتعلقة بالسياسات النقدية والإبلاغ بها من قبل البنك المركزي، وتوافر المعلومات للجمهور حول السياسات النقدية والمالية، ومسئولية البنك المركزي والجهات المالية المعنية عن هذه المعلومات وضمان دقتها.

٨. وأخيراً لقد وضحت ضرورة توافر قواعد للإبلاغ بالبيانات بشكل دقيق فيما يتعلق بأوضاع السيولة في الاقتصاد، وخاصة حجم احتياطي النقد الأجنبي. وفي هذا الصدد، يتولى صندوق النقد الدولي وضع "الأساليب السليمة في إدارة احتياطي النقد الأجنبي" والتي ستضمن متطلبات الإفصاح والإبلاغ عن البيانات (راجع تقرير صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٠ ب).

**Australian National Audit Office. Commonwealth Debt Management, Audit Report no. 14, October 1999.**

(إدارة ديون دول الكومنولث)

**Angsurat, Nual-Anong, Sovereign Risk Management in an Integrated World. Bank of Thailand, presented to the Second Sovereign Debt Management Forum, November 1999.**

(إدارة مخاطر الدولة في عالم متكامل)

**Baddel, David F. Insuring Sovereign Debt against Default. World Bank, Discussion Paper number 328, 1996.**

(تأمين ديون الدولة ضد العجز عن السداد)

**Bank for International Settlements. Basle Core Principles for Effective Banking Supervision. Basle Committee on Banking Supervision, September 1997.**

(مبادئ بازل الأساسية للإشراف الفعال على القطاع المصرفي)

**Bank for International Settlements. Report of the Working Group on Capital Flows, April 2000.**

(تقرير مجموعة العمل عن تدفق رؤوس الأموال)

**Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart. "Fixing for Your Life", National Bureau of Economic Research, November 2000.**

(الإصلاح من أجل حياتك)

**Calvo, Sara. Reducing Vulnerability to Speculative Attacks. World Bank, Premnotes no. 16, February 1999.**

(تقليل احتمالية التعرض لمخاطر هجمات المضاربة)

**Caplen, Brian. "Markets Forgive Sovereign Sins" in Euromoney, June 2000, pp. 118-126.**

(الأسواق تغفر خطايا الدول)

**Cassard, Marcel and David Folkerts-Landau. Sovereign Debt: Managing the Risks, World Bank, Finance and Development, December 1997.**

(ديون الدولة: إدارة المخاطر)

**Chambers, John. Evaluating Sovereign Creditworthiness. Standard & Poor's, presented to the Second Sovereign Debt Management Forum, November 1999.**

(تقييم القيمة الائتمانية للدولة)

**CICA. *Indicators of Government Financial Condition*. Toronto, 1997.**

(مؤشرات الوضع المالي للحكومة)

**Edwards, Sebastien. "Exchange Rates Regimes, Capital Flows and Prevention", National Bureau of Economic Research, August 2000a.**

(نظم أسعار الصرف وتدفق رؤوس الأموال والوقاية من المخاطر)

Edwards, Sebastien. "Does the Current Account Matter?", National Bureau of Economic Research, November 2000b.

(هل هناك أهمية للحساب الجاري؟)

EuroMoney Magazine Online. "Why Foreign-currency debt is best for Russia". August 1998.

(لماذا يعد الدين بالعملة الأجنبية هو الأفضل لروسيا)

EuroMoney Magazine Online. "A Superpower Falls Apart". September 1998.

(تفكك قوة عظمى)

Financial Stability Forum. *International Standards and Codes to Strengthen Financial Systems*. April 2001

(المقاييس ومجموعة القواعد الدولية اللازمة لتعزيز النظم المالية)

G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors. *Final Communiqué*. Montreal, October 25, 2000

(البيان الختامي)

Geithner, Timothy. "Sovereign Risk Management in an Integrated World". World Bank Conference on Debt Management. November 1999.

(إدارة مخاطر الدول في عالم متكامل)

Gil-Diaz, Francisco. "The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis". *The Cato Journal*, vol. 17, no. 3.

(منشأ الأزمة المالية في المكسيك ١٩٩٤)

Goldstein, Morris, Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart. *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*. Institute for International Economics, Washington, D.C., June 2000.

(تقييم احتمالية التعرض لمخاطر مالية: نظام إنذار مبكر للأسواق الناشئة)

Heath, Robert. "Monitoring External Debt and Debt Vulnerabilities". IMF, presented to the Second Sovereign Debt Management Forum, November 1999.

(مراقبة الدين الخارجي وإمكانية التعرض لمخاطر الدين)

Hemming, Richard and Murray Petrie. "A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability". IMF Working Paper (WP/00/52), March 2000.

(إطار عمل لتقييم احتمالية التعرض لمخاطر مالية)

Institute of International Finance. 1998 Annual Report.

(التقرير السنوي 1998)

Interfax M&CN. "Financial and Economic Crisis in Russia: on the Brink of Defaulting". Strategic Advisor, September, Vol.1, no 2. 1998.

(الأزمة المالية والاقتصادية في روسيا: على حافة العجز عن السداد)



**International Bank for Reconstruction and Development. IBRD Hedging Products: An Introduction. September 1999.**  
(آليات البنك الدولي للتعمير والتنمية لتغطية المخاطر: مقدمة)

**International Monetary Fund. Anticipating Balance of Payments Crises: The Role of Early Warning Systems. December 1998.**  
(توقع أزمات ميزان المدفوعات: دور نظم الإنذار المبكر)

**International Monetary Fund. Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia. Washington, December 1999.**  
(أزمة القطاع المالي وإعادة هيكلة: دروس من آسيا)

**International Monetary Fund. Debt Relief for Low-Income Countries: the HIPC Initiative. Washington, 1999b.**  
(تخفيف أعباء الدين عن الدول منخفضة الدخل: مبادرة الدول الفقيرة المثقلة بالدين)

**International Monetary Fund. "Conference on Capital Flows and Debt Statistics: Can We Get Better Data Faster?", Background Paper, Washington D.C., February 23-24, 2000.**  
(مؤتمر تدفق رؤوس الأموال وإحصائيات الديون: هل يمكن الحصول على بيانات أفضل بشكل أسرع؟)

**International Monetary Fund. "Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability". Policy Development and Review Department. March 23, 2000b.**  
(مؤشرات للتعرض لمخاطر خارجية، مرتبطة بالدين والاحتياطي)

**International Monetary Fund. "A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability". Fiscal Affairs Department, March, 2000c.**  
(إطار عمل لتقييم احتمالية التعرض لمخاطر مالية)

**International Monetary Fund. "Guidelines for Public Debt Management". Washington, D.C. March 2001a.**  
(إرشادات لإدارة الدين العام)

**International Monetary Fund. "Draft Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management". Washington, D.C. June 2001b.**  
(مشروع إرشادات لإدارة احتياطي النقد الأجنبي)

**Nars, Kai (ed). *Excellence in Debt Management: The Strategies of Leading International Borrowers*. London, Euromoney Publications, 1997.**  
(التفوق في إدارة الدين: استراتيجيات أهم الدول المقترضة في العالم)

**Kharas, Homi. "Monitoring External Debt and Debt Vulnerabilities". World Bank, presented to the Second Sovereign Debt Management Forum, November 1999.**  
(مراقبة الدين الخارجي والتعرض لمخاطر الدين)

**Kiguel, Miguel. "Does debt management matter? Yes". World Bank, Premnotes number 17, February 1999.**

(هل هناك أهمية لإدارة الدين؟ نعم)

Levitt, Arthur. "Quality Information: The Lifeblood of Our Markets". Speech to the Economic Club of New York, October 18, 1999.

(جودة البيانات: قوام الحياة لأسواقنا)

Lopez-Mejia, Alejandro. "Large Capital Flows. Causes, Consequences, and Policy Responses." Finance and Development, IMF, September 1999 (vol. 36, no. 3).

(التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال: الأسباب والنتائج والاستجابات السياسية)

Frederic S. Mishkin. "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries". National Bureau of Economic Research, September 2000.

(السياسات المالية ومنع الأزمات المالية في الدول ذات الأسواق الناشئة)

Radelet, Steven and Jeffrey Sachs. "What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?" Washington, USAID, 4 January 1999.

(الدروس المستفادة حتى الآن من الأزمة المالية في آسيا)

Standard & Poor's. Financial System Stress and Sovereign Credit Risk. December 1997.

(ضائقة النظام المالي ومخاطر الائتمان للدولة)

Standard & Poor's. Global Financial System Stress: Leading Indicators Signal Pressure in 16 Countries. September 1998

(ضائقة النظام المالي العالمي: المؤشرات الرئيسية تنبئ بوجود ضغط في ١٦ دولة)

Standard & Poor's. Sovereign Credit Ratings: A Primer. December 1998.

(مستويات الائتمان للدولة: مجموعة مبادئ أساسية)

Standard & Poor's. Global Financial System Stress: 24 Show Adverse Trends in Credit Quality. May 1999.

(ضائقة النظام المالي العالمي: ٢٤ اتجاه معاكس واضح في مستوى جودة الائتمان)

White, William. "What Have We Learned from Recent Financial Crises and Policy Responses?". Basel, Bank for International Settlements, January 2000.

(ما هي الدروس المستفادة من الأزمات المالية الأخيرة والاستجابات السياسية بشأنها؟)

United States General Accounting Office. Mexico's Financial Crisis: Origins, Awareness, Assistance and Initial Efforts to Recover. February 1996, GAO/GGD-96-56.

(الأزمة المالية في المكسيك: أسباب نشوء الأزمة وإدراكها، والمساعدة في التصدي لها، والجهود الأولية لتجاوزها)

United States General Accounting Office. International Financial Crises: Efforts to Anticipate, Avoid and Resolve Sovereign Crises. July 1997, GAO/GGD/NSIAS-97-168.

(الأزمات المالية العالمية: الجهود الرامية إلى توقع الأزمات للدولة وتجنبها وحلها)

Wong, Richard. "Lessons from the Asian Financial Crisis". Washington, CATO  
Journal, vol. 18, no. 3. 1999.  
(دروس من الأزمة المالية الآسيوية)

---

Translated from English on January 30,2003, by Essam Elmahgoop, MBA,  
California State Certified Court Interpreter (Certification No. 300127)