
مؤشرات

الدين العام

الإنتوساي



الفهرس

- ١- مقدمة ٥
- ٢- مؤشرات قابلة للتأثر ٧
- ٣- مؤشرات الدعم المستديم ١٣
- ٤- المؤشرات المالية للدين ٢٥
- ٥- إعتبارات نهائية ٣٧
- ٦- ملحق: مؤشرات الدين العام (حالة المكسيك) ٣٩

نونبر / تشرين الثاني ٢٠١٠

١. مقدمة

تُستعمل ثلاث فئات كبيرة من المؤشرات بهدف دراسة سلوك الدين العام. من جهة، هناك عدد من مؤشرات تقيس خطر تدهور وضع الدين من جراء الظروف الحالية. وهناك فئة ثانية فإنها وتحت ظروف معينة متوقعة، تقيس قدرة الحكومة على مواجهة أحداث طارئة في المستقبل. وختاماً، هناك مؤشرات مالية تظهر سلوك الخصوم كمتغيرات السوق.

ولكل مؤشر من المؤشرات صفات مختلفة ولذلك لا يمكن اعتبار أي مؤشر بشكل منفصل. أولاً، فإن تحليل قابلية التأثير يؤدي إلى ضرورة إنشاء مؤشرات تقيس وتحول دون أي حدث قد يعرقل تسديد الدين نظراً للظروف الحالية. وتكون هذه المؤشرات ثابتة في العادة، فإنها تُظهر صوراً من الوضع السائد ولا تتيح رسم الخطط المستقبلية المتوسطة الأجل. بهذا الخصوص من المهم جداً رصد القدرة على تسديد واستدامة الدين رسداً مستمراً ونشطاً، وكذلك محاكاة السلوك الحركي الدين في ظروف معاكسة. ولهذا الغرض يُجرى قياس الاستدامة الذي يستهدف تحليل قدرة الحكومة على الحفاظ على وضعها المالي أو احتياجها إلى إصلاحات لمراقبة مؤشر من مؤشرات قابلية التأثير.

إن الدور الذي يمكن الأجهزة العليا للرقابة المالية القيام بها لتقليل درجة قابلية تأثر الحكومات بالمخاطر المالية عبارة عن تنمية الممارسات الجيدة لإدارة الدين. ولا شك في أنه من جملتها إصدار المعلومات بشكل مناسب واستعمال المؤشرات التي يختص بها هذا التحليل.

يهدف هذا التقرير إلى تحليل ووصف مؤشرات درجة قابلية التعرض ومؤشرات الاستدامة والمؤشرات المالية الأكثر اعترافاً وكذلك مدى تطبيقها والانتفاع منها في ممارسة السياسة العامة في مجال المديونية.

٢. مؤشرات قابلية للتأثر

نتيجة للأزمات النقدية التي أصابت بعض الاقتصادات للأسواق النامية في التسعينات صار تحليل ودراسة قابلية القطاع المالي للتأثر وعلاقتها مع الدين موضوعاً رئيسياً لجدول أعمال السياسة الاقتصادية. وبدأت المنظمات الدولية حملة الدعاية المتعلقة بمراقبة المتغيرات التي قد تعرّض استدامة الدين لخطر. في هذا الخصوص فجدير بالذكر أن صندوق النقد الدولي أطلق برنامجاً بعيد المدى لاكتشاف قابلية دولة أو عدم قابليتها للتأثر بالأزمات المومأ إليها، وفي حال الرد الإيجابي لاكتشاف درجة قابلية التأثر. إن اقتصادات السوق النامية التي يتوقف نموها إلى درجة كبيرة على التمويل الخارجي وعلى غيرها من طرائق إدخال رؤوس المال، تتصف بقابلية خاصة للتأثر بموقف المستثمرين. ولذلك أبدى صندوق النقد الدولي اهتمامه الخاص إلى هذه المجموعة من الدول في إطار عملية تقييم قابلية التأثر.

معظم الأعمال التي قامت بها الأجهزة الدولية بخصوص قابلية التأثر عبارة عن تحسين جودة وشفافية المعلومات. إن توفر المعلومات المناسبة والمفصلة المتعلقة بالاحتياطيات الدولية والدين الخارجي وتدفق رؤوس المال يزيدان من القدرة على اكتشاف قابلية التأثر ويتيحان وقتاً كافياً للمسؤولين عن السياسة الاقتصادية لكي يتمكنوا من اتخاذ التدابير الإصلاحية. وفي نفس الوقت يدور الحديث حول تحسين القدرة على تحليل المعلومات الأساسية عن طريق تحديد القيم الحرجة لبعض المؤشرات وإجراء اختبارات الشد أم تطبيق نماذج أنظمة الإنذار المبكر.

لا بد لكل دولة من أن تكون على علم بأهمية إبداء اهتمام خاص إلى بعض المؤشرات التي تعكس الحالة الحالية للدين والوضع المالي .

تتعلق مؤشرات قابلية التأثر بكل من القطاع العام والقطاع المالي والمساكن والشركات. عندما تتعرض الاقتصادات الى الشد تنتشر المشاكل المتواجدة في قطاع ما على غيره من القطاعات. هكذا قد تؤدي الشكوك في العجز العام للدولة إلى عمليات المضاربة على أسعار العملات أو تُفقد الثقة بالبنوك الحائزة على سندات الدين العام وقد يسبب ذلك أزمة في القطاع المصرفي.

من بين المؤشرات التي تبدي المنظمات الدولية اهتماماً خاصاً بها في إطار أعمال الرقابة، ما يلي:

- مؤشرات الدين، ومن جملتها مواعيد استحقاق الديون، الجداول الزمنية للسداد، الحساسية تجاه أسعار الفائدة وتكوين الدين بالعملية الأجنبية. إن العلاقات المتواجدة بين الدين الخارجي والتصدير والنتائج المحلي الإجمالي مؤشرات مفيدة لتقييم تطور الدين والقدرة على السداد. وعلاوة على ما سبق ذكره فإن العلاقة المتواجدة بين الدين وتحصيل الضرائب تزداد أهمية في تقييم قدرة الدولة على السداد نظراً لضخامة الدين في القطاع العام.
- مؤشرات كفاءة الاحتياطات هامة للغاية في تقييم قدرة الدولة على تقادي أزمات السيولة. إن العلاقة المتواجدة بين الاحتياطات والديون القصيرة الأجل عنصر أساسي لتقييم قابلية تأثر الدول المتمتعة بالوصول إلى الأسواق المالية بشكل واضح رغم أنه وصول غير ثابت.

يتم استعمال مؤشرات الاستقرار المالي بهدف تقييم نواحي القوة والضعف في القطاع المالي للدولة. إنها تختص برأسمة المؤسسات المالية، وجودة أصولها، والأدوات خارج الميزانية، والربحية والسيولة، وكذلك سرعة وجودة نمو الائتمان. يتم استعمالها لتقييم حساسية النظام المالي تجاه مخاطر السوق وتجاه تقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، على سبيل المثال.

- لغرض مواجهة آثار الأزمة الشاملة لفترة ما بين سنة ٢٠٠٨م و٢٠٠٩م وجب على الحكومات القطرية إنقاذ شتى القطاعات الاقتصادية وخاصة القطاع المالي. والمقصود بذلك أن الدولة هي المسؤولة عن التمويل عند هذه الأحداث الطارئة أو تقوم بذلك من جراء الظروف، لا أكثر ولا أقل. وقد تنير الأصول الطارئة زيادة كبيرة في الدين العام.

لغرض تسديد هذه الحاجات فإن المنظمات الدولية والحكومات والقطاع العلمي معاً قامت بتنمية مقترحات مختلفة لمعالجة موضوع التحكم على قابلية التأثير. ويتم فيما يلي تقديم المؤشرات الأكثر اعترافاً في هذا الخصوص:

نسبة المؤشرات بالنظر إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB)

إنطلاقاً من إقتراح بلانشار Blanchard (١٩٩٠م)¹ ونظراً للصعوبات الواقعة في المؤشرات الأخرى، من المعتاد أن نلاحظ في المنشورات المتخصصة أن المؤشر الأكثر استعمالاً هو تطور مؤشر نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويقاس هذا المؤشر مستوى الدين بالنسبة إلى النشاط الاقتصادي للدولة. ومن المحتمل أن تكون كافة وسائل الناتج المحلي الإجمالي متوفرة لتمويل عبء الدين الداخلي، ولكن لا يعني ذلك أنّ هذا الرأي صحيح. غير أن هذا المؤشر في الوقت الحاضر يُعتبر أهم المؤشرات لقياس درجة المديونية، فهو يُظهر قدرة الحكومة على السداد. بهذا الخصوص وبناء على تفسير هذا المؤشر تُستعمل مؤشرات أخرى لقياس دفع الفوائد أو

¹ Blanchard, Oliver J. (1990), "Suggestions for a new set of fiscal indicators", OECD Working Paper No.79

أو مبلغ سندات الدين بالنسبة إلى مدرجات الدخل المختلفة. النسب الرئيسية التي تستعمل هذا المفهوم لتقييم الدين معروفة باسم "مؤشرات الدين الإجمالي". إن بعض هذه المؤشرات المقصود بها تكوين الدين، أي مبلغ الخصوم الخارجية والداخلية؛ نسبة الخصوم ذات معدل الفائدة الثابت والمتغير والحقيقي؛ ما هي كمية الدين القصير والمتوسط والطويل الأجل. وهي مؤشرات مفيدة لتحديد تطور الدين والقدرة على السداد، كما أنها تدل على تسوؤ أو تحسن وضع الحكومة.

المؤشرات المشتقة

- **رصيد الدين / إيرادات الميزانية المحلية**
يقيس هذا المؤشر مستوى المديونية بالنسبة إلى قدرة الحكومة على السداد. ويظهر عدد السنوات اللازمة لتسديد الرصيد الإجمالي للدين. وقد يؤدي التناسب الثابت بين الدين والنتاج المحلي الإجمالي إلى نتائج مختلفة، فتعكس هذه النسبة ضخامة القُطر عند تحديد قدرة الدولة على تحصيل الدخل.
- **خدمة الدين / إيرادات الميزانية المحلية**
يقيس هذا المؤشر قدرة الحكومة على تسديد خدمة الدين بواسطة المصادر المحلية. إن خدمة الدين عبارة عن مجموع الفائدة ورأس المال.
- **القيمة الحالية / إيرادات الميزانية المحلية**
يقيس هذا المؤشر التكلفة الحالية لخدمة الدين بالنسبة إلى قدرة الحكومة على السداد.
- **الفوائد / الناتج المحلي الإجمالي (PIB)**
يدل هذا المؤشر على درجة ثقل عبء الفوائد للدولة. ومن الممكن تفسيره أيضا كإمكانيات متوفرة في الدولة لمواجهة النفقات غير المنتجة.
- **الفوائد / دخل الموازنة المحلية**
يقيس هذا المؤشر تكلفة الفوائد في إطار تحصيل الدخل في دولة. تُستعمل هذه النسبة عامة كتسامح الدخل العام مع زيادة النفقات غير المنتجة.

ولكن كل هذه المؤشرات ليست ثابتة؛ أي ترتبط بفترة معينة. ولذلك من المهم ملاحظة تطورها. ويُقصد بذلك قيام علاقة تتواجد في الزمن بين معدلات نسبة الفائدة أو التكلفة الحقيقية للدين ومتغيرات الاقتصاد الكلي. تمكننا دراسة تطور المؤشرات المذكورة من تحليل ما هي العلاقات التي تنشأ بين هذه المتغيرات في الزمن. إن مؤشرات الساسية تم تكميلها بمجموعات متكونة من متغيرات الاقتصاد الكلي بهدف مشاهدة قابليات التأثير من وجهات النظر الأخرى. هناك مؤشرات تُستعمله كثيراً مع المؤشرات الواردة أعلاه وهي كالاتي:

• الدين الخارجي / التصدير

يقيس هذا المؤشر مستوى الدين الخارجي كنسبة مئوية يؤلفها تصدير السلع والخدمات. وتُظهر درجة ثقل العبء على التصدير أو على القدرة على توفير العملات. ويجب أن يُستعمل هذا المؤشر برفقة خدمة الدين كنسبة مئوية للتصدير، وتتم هكذا مقارنة النفقات غير المنتجة مع مستوى تحصيل العملات.

• الإحتياط الدولي الصافي / الدين الخارجي

يدل هذا المؤشر على عدد مرات زيادة الخصوم الخارجية على رصيد العملات. في المعتاد يُستعمل هذا المؤشر برفقة الدين الخارجي كنسبة مئوية لسرعة تراكم الإحتياطيات، وفي مثل هذا الحال يُقصد بذلك السنوات المطلوبة لتسديد الدين الخارجي الحالي بسرعة تساوي سرعة التراكم.

• الإستهلاك / مدفوعات الدين الخارجي

يقيس هذا المؤشر مستوى استهلاك الدين كنسبة مدفوعات الدين

الخارجي. هذا المؤشر عبارة عن نسبة دوارة revolving ratio ويدل على إعادة تمويل الدين بواسطة إصدارات جديدة. إذا زاد هذا المؤشر على ١٠٠ لا يتم تمويل الدين بواسطة دين جديد.

لا يوجد توافق الآراء بين المنظمات الدولية المختلفة فيما يتعلق بتحديد المستويات الدنيا لهذه المؤشرات. يبين الجدول التالي المستويات الدنيا المقترحة من الدول النامية وهي صادرة عن منطمتين دوليتين مختلفتين:

المستويات الدنيا المقترحة

صندوق النقد الدولي **	Debt Relief International المنظمة الدولية لتخفيف	مؤشر قابلية التأثير
٢٥% - ٣٥%	٢٨% - ٦٣%	خدمة الدين/ الدخل
٢٠٠% - ٣٠٠%	٨٨% - ١٢٧%	القيمة الحالية للدين/ الدخل
٧% - ١٠%	٤,٦% - ٦,٨%	الفائدة/ الدخل
٢٥% - ٣٠%	٢٠% - ٢٥%	الدين/ الناتج المحلي الإجمالي
٩٠% - ١٥٠%	٩٢% - ١٦٧%	الدين/ الدخل

* منظمة Debt Relief International: "النواحي الأساسية لتحليل استدامة الدين"،
٢٠٠٧م (Key Aspects of Debt Sustainability Analysis)
** صندوق النقد الدولي، قسم الشؤون الخارجية للصندوق النقد الدولي: المذكرة الفنية
تحت عنوان " مؤشرات قابلية التأثير " (Vulnerability Indicators)، ٣٠ أبريل سنة
٢٠٠٣م وعدة وثائق للبحث العلمي.

٣. مؤشرات الدين المستديم

تصدر عن مؤشرات الدين العام أول معلومات متعلقة بالاستدامة. إنها مؤشرات ما بعد الحدوث ex-post ، أي تقمّ لنا الوقائع التي تم التأكيد عليها. وبالعكس، توجد مؤشرات ما قبل الحدوث ex-ante فتقدم لنا المعلومات عن مدى التعديل المالي. في الأدب المتخصص تم اقتراح استعمال مؤشرات تستهدف الحفاظ على ثبات نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. ولكن إحدى أهم المشاكل هي الطابع التقديري. قد تكون المستويات عالية للغاية أو منخفضة للغاية فلا تقدم لنا هذه المؤشرات معياراً لتقييمها. ولذلك من اللازم اعتبار هذه المؤشرات مع نسب الدين العام.

هناك عوامل سياسية مختلفة تشجع على تصميم واستعمال مؤشرات الاستدامة المالية. إن الوزن الكبير لخدمة الدين في ميزانية بعض الدول بالإضافة إلى عمليات الضغط المدني على المصرف، بدأ يعيق التعديلات المالية التي لم تستند إلا إلى التدابير السياسية ذات الطابع التقديري، فبدأ الدين العام ودفع الفوائد الناتجة عنه تشكل قضية هيكلية في الدول ذات العجز المستمر. في هذا الخصوص تتضح ضرورة إيجاد مؤشرات تتيح التحكم على قدرة الدول على مواجهة إبرام الديون قبل نشوء قضية الاستدامة. نظراً لأن القرارات المالية الحالية تفرض التزامات طويلة الأجل تهدف مؤشرات الاستدامة المالية إلى إظهار هذه النواحي البيئية للمالية العامة بناء على المعلومات المتوفرة سنة بعد سنة. وتنشأ عن طريق الموازنات المالية الصلة

بين إجماليات المالية لسنتين والصلة بينها وبين متغيرات الاحتياطي. فيؤلف الدين العام الصافي تراكم العجوزات المالية الماضية ويضاف إلى أرصدة الموازنة المستقبلية كنفقة دفع الفوائد على الدين العام الناتج. وهكذا سوف يتمثل عدم التوازن المالي الواقع باستمرار في عبء المصروفات القادمة المطلوبة لدفع الفوائد، مما يؤدي إلى تراكم دين جديد.

نظراً لما سبق ذكره يعتمد كالمعتاد تطوير مؤشرات الاستدامة على النماذج التي تعتبر هذه الصلات المتواجدة بين التدفقات والاحتياطيات المالية. إن التناسب البيني المتواجد بين الموازنات المالية من جهة وبين الدين العام من جهة أخرى وبين دفع الفوائد من جهة ثالثة، كما يلي:

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

حيث أن D_t هو الدين العام في فترة t ، و r_t هو سعر الفائدة على الدين، و BP_t هو الموازنة المالية الأولية.

ابتداءً من هذه النسبة ينشأ الشرط الرئيسي للاستدامة وهو يحدد علاقة الاتساق بين متغيرات السياسة، أي بين نمو الدين ونمو الناتج المحلي الإجمالي والعجز الأولي وفقاً لسعر الفائدة المعين. وتتبنى البحوث الأولى في هذا الموضوع على الشرط المذكور لاقتراح مؤشرات متوافقة مع مبادئ الاستدامة المالية. والمؤشرات الرئيسية كما يلي:

• مؤشرات المتانة الضريبية

أحد الأبحاث الأولى قام بها بلانشار "Blanchard" (1990م)² وهو يقترح في وثيقته باستعمال مؤشر للاستدامة يقدر اتساق السياسة

² Blanchard, Oliver J., op. cit.

الضريبية المعمول بها، بالحفاظ على ثبات نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. إنه هو مؤشر الفجوة الضريبية الذي يقيس الفضل بين العبء الضريبي القائم والعبء الضريبي "المستدام" بالشكل التالي:

$$t_n^* - t = \frac{\sum^n g}{n} + (r - q) d^* - t$$

حيث أن t_n^* هو العبء الضريبي الذي يؤدي في فترة n سنوات إلى استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي على مستوى d^* ، و g هو المصروف، و r هو سعر الفائدة، و q هو معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (PIB).

هكذا فإن هذا المؤشر يدل على مستوى العبء الضريبي المطلوب لتثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي ومن المعلوم مستوى المصروف ومسار نمو الناتج المحلي الإجمالي والرصيد الابتدائي للدين. إذا كانت النسبة سلبية يدل المؤشر على أن العبء الضريبي على الاقتصاد منخفض للغاية ولا يستطيع تثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB).

هناك طريق آخر لتحليل نفس التقييد الزمني، فهي لا تقتصر على تقدير الأدوات في السياسة الضريبية، وإنما عبارة عن مؤشر الفجوة الأولية. ويدل على الرصيد الأولي المطلوب لتثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومن المعلوم خطوط السير المتوقعة لسعر الفائدة الحقيقي والناتج المحلي الإجمالي. فيعكس هذا المؤشر الفضل بين قيمة الأرصدة الأولية المستقبلية المطلوبة لتثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي والرصيد الأولي الابتدائي.

• مؤشر بويتر

من جهة أخرى يقترح بيوتر (Buiter) (١٩٨٥م)³ باستعمال مؤشر يسعى أيضا إلى قياس الفجوة بين الموازنة الأولية المستدامة والرصيد الأولي الفعلي حيث تم تحديد شرط الاستدامة بناء على مفهوم القيمة الصافية للملكية وهو أوسع من نفس المفهوم في نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويعرّف مؤشر بيوتر هذه الفجوة كما يأتي:

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

حيث أنّ b^* هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB) المستدام، و b هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB)، و w_t هو قيمة الملكية الصافية للحكومة كنسبة الناتج المحلي الإجمالي (PIB)، و r هو سعر الفائدة، و q هو معدل نمو الناتج.

تدل القيمة الموجبة للمؤشر على أن الموازنة الأولية الحالية منخفضة للغاية ولا تستطيع تثبيت القيمة الصافية للملكية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB). فإن هذا المؤشر يعتبر السياسة الضريبية مستدامة إذا أدت إلى الحفاظ على ثبات الملكية الصافية للحكومة وهو مؤشر ما قبل الحدوث ex-ante. لكن تطبيق هذا المؤشر محدود من جراء مشاكل هامة من حيث المنهج والقياس. فيترتب على القياس الصحيح للقيمة الصافية للملكية الحكومية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB) أن يضم عدداً من عناصر يصعب إحصاؤها

³ Buiter, Willem H., 1985, "A Guide to Public Sector Debt and Deficits", Economic Policy, Vol1 (november), pp.13-79

العملي. أما الأصول فيجب ألا تضم الأصول المالية ورأس المال الحقيقي فقط بل أن تتضمن كذلك أصول الأراضي والمعادن والقيمة الحالية للضرائب المستقبلية (بما فيها الأقساط المخصصة للضمان الاجتماعي) إضافة إلى غيرها التي يصعب إحصاؤها. أما الخصوم فيجب عليها ألا تقتصر على تضمن الدين العام المباشر بل وأن تضم كذلك القيمة الحالية للمصروف المستقبلي المخصص للضمان الاجتماعي وغيرها من الامتيازات ذات الترخيص الآلي، والقيمة المعدّلة حسب المخاطر لعدد من الخصوم الطارئة التي يصعب إحصاؤها.

• مؤشر الفجوة الأولية ذات الأجل القصير

هناك مؤشر آخر يُستعمل عادة وهو مؤشر الفجوة الأولية القصيرة الأجل ويدل على مستوى الرصيد الأولي المطلوب لتثبيت الدين كنسبة الناتج المحلي الإجمالي (PIB)، وهو كما يلي:

$$BP^* - BP_i = (r1 - n1)b - BP$$

حيث أنّ BP^* هو الرصيد الأولي المطلوب لتثبيت الدين، و BP هو الرصيد الأولي الغالب، و r هو نزعة سعر الفائدة الحقيقي، و n هو معدل نمو عدد السكان و b هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB).

إذا كان الرصيد الأولي الدائم أكبر من الرصيد الأولي الحالي فإن الفجوة الأولية موجبة. والمقصود بذلك أن السياسة المالية ليست مستدامة لأنها تميل إلى رفع مستوى الدين بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. وبالعكس، إذا كانت الموازنة الأولية الدائمة أقل من الموازنة

الأولية الحالية تميل السياسة المالية إلى تخفيض مستوى الدين بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB).

• العجز الأولي الإطار – المعدّل

إنه مؤشر مقترح من قبل تالفي Talvi و فيغ Végh (٢٠٠٠م)⁴. وينبني هذا المؤشر على سرعة التقلب لمتغيرات الاقتصاد الكلي، مما يؤدي إلى أن يختلف العجز في لحظة معينة مما قد يكون عليه في الظروف العادية للاقتصاد الكلي. ويقترح المؤلفان تقدير الرصيد الأولي المعدل وفقاً لتقلبات متغيرات الاقتصاد الكلي، أي يقدران نوعاً من القيمة الافتراضية القصيرة الأجل. ويستهدف هذا المؤشر إلى مقارنة الرصيد المعدل طبقاً للاقتصاد الكلي مع القيمة الناتجة عن اعتبار الفوائد الناشئة فعلاً في لحظة معينة، بالإضافة إلى مستوى الدين ومعدل نمو الدولة اللذين يسودان حينئذ. ويتم تعريف هذا المؤشر كما يلي:

$$I_t^M = \frac{(r - g)}{1 + g} b_{t-1} + d_t^M$$

حيث أنّ r هو سعر الفائدة الحقيقي المخصص للتحليل، و g هو النمو الحقيقي في سنة التحليل، و d_t^M هو الرصيد الأولي المعدل طبقاً للاقتصاد الكلي. الجهة السلبية لهذا المؤشر عبارة عن ضرورة تحديد مفهوم "الظروف العادية للاقتصاد".

⁴ Talvi, E. and C.Vègh (2000): The fiscal policy sustainability: a basic framework, How to solve a puzzle?: new sustainability indicators, Washington, D.C., Inter-American Development Bank)

• مؤشر الوضع المالي ذو الدعم المستديم

في بحث صدر مؤخراً يقدّم كروتشي Croce وخوان رامون Juan-Ramón⁵ مؤشراً للاستدامة المالية يتيح تكميل التحليل المتعلق بالمؤشرات التقليدية للاستدامة بواسطة منهج تاريخي بقييم بوضوح رد فعل هيئة المالية أمام تقلبات المتغيرات التي تحدد استدامة الدين في الزمن، فإنها معلومات تكميلية عن سلوك هيئة المالية. لهذا الغرض يتم إنشاء مؤشر للاستدامة فهو مؤشر الوضع المالي المستدام والذي يُدرج بوضوح وظيفة رد الفعل لهيئة المالية، والذي يتيح تقلبه الزمني تقدير مدى وكيفية رد الفعل لهيئة المالية في الزمن أمام تقلبات الظروف التي تحدد استدامتها الطويلة الأجل. ويتم تحديد وظيفة رد الفعل لهيئة المالية كالتناسب بين فجوة الرصيد الأولي الفعلي بالنسبة إلى الرصيد الأولي المستدام (أو المستهدف) وكذلك الفجوة بين نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الفترة السابقة، بالنسبة إلى التناسب بين الدين والناتج المحلي المستدام (المستهدف). وبيّن التحليل الإحصائي أن هذا المؤشر تكميلي للمؤشرات الأنف ذكرها ويدل على كيفية توجيه السياسة في مجال الضرائب والمصاريف (التي تحدد الرصيد الأولي) إلى تقريب التناسب بين الدين والناتج المحلي الإجمالي من المستوى المحدد كمؤشر ما قبل الحدوث (مستهدف). عند التفسير من وجهة نظر سرعة التغير فإن هذا المؤشر يدل على كيفية رد الفعل لهيئة المالية من سنة إلى أخرى، بواسطة

⁵ Croce, E. and V.H. Juan-Ramón (2003): Assessing Fiscal Sustainability: A Cross-Country Comparison, IMF Working Paper 03/145, Washington, D.C. International Money Fund.

مستحدثات سياستها في مجال المصرف أو الضرائب أمام تقلبات الفجوة بين مستوى الدين الفعلي والمستوى المستدام.

من أجل فهم تأثير تقلبات ظروف الاقتصاد الكلي الطويلة الأجل على مستوى الموازنة الأولية المطلوبة لتثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، تتم مقارنة وظيفة رد الفعل مع تطور الظروف التي تحدد استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي للأجل الطويل، أي التناسب بين سعر الفائدة للأجل الطويل ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للأجل الطويل. هكذا كلما زاد سعر الفائدة للأجل الطويل بالنسبة إلى معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كلما زاد الفائض الأولي المطلوب لتثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الزمن، وبالعكس. إن المؤشر المقترح كما يلي:

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

حيث أن β هو التناسب بين سعر الفائدة الحقيقي (r) ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (g) و λ هو وظيفة رد الفعل للسياسة المالية والمحددة كالتناسب بين فجوة الرصيد الأولي الفعلي (BP) بالنسبة إلى الرصيد الأولي المستدام أو المستهدف (BP^*)، وكذلك الفجوة بين نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي للفترة السابقة (b)، بالنسبة إلى التناسب بين الدين والناتج المحلي الإجمالي المستدام أو المستهدف (b^*). وإذا كانت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي للفترة السابقة أكبر من المستهدف سوف تلتقي بـ b^* بشرط فقط بشرط أن

$$|\beta_t - \lambda_t| < 1.$$

ولذلك في ظروف الثبات، إذا كانت قيمة المؤشر أكبر أو معادلة لـ ١ يكون من الواضح أن هيئة المالية لا تزال تمارس سياسة مالية لا تتوافق مع اقتراب نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي من المستويات المستدامة، ومن جهة أخرى إذا كانت قيمة المؤشر أقل من ١ يكون من الواضح أن الوضع المالي متوافق مع الظروف المطلوبة لضمان الاستدامة. من ناحية سرعة التغير فعلى الرغم من إمكان تقلب الوضع المالي المستدام من فترة إلى أخرى بسبب تقلبات إحدى أو بعض المتغيرات المشاركة في تحديد الاستدامة (معدل النمو وسعر الفائدة ورصيد الدين) يفترض تقديره أنها نشأت خارج هيئة المالية وأن الإمكانية الوحيدة لتعديل الوضع المالي عبارة عن تغييرات فجوة الرصيد الأولي.

• مؤشر عدم ثبات قيمة العملات

إنه مؤشر مقترح من كالفو Calvo و إسكياردو Izquierdo و تالفي Talvi (٢٠٠٣م)^٦. وينبغي على كون سرعة التقلب في متغيرات تدفقات رؤوس المال أكبر منها في متغيرات الاقتصاد الكلي. ولذلك فإن تكوين الدين بالمقارنة مع تكوين الإنتاج الصناعي (السلع القابلة للتجار والسلع غير القابلة للتجار) هو عنصر هام جدا لاستدامة الدين. ويقارن هذا المؤشر التناسب بين الدين الخارجي والدين الداخلي مع التناسب بين السلع القابلة للتجار والسلع غير القابلة للتجار في الاقتصاد:

⁶ Calvo, G.A., A. Izquierdo and E. Talvi (2003): Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons, NBER Working Paper, No.9828, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.

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

حيث أن b هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، و B هو الدين من ناحية السلع غير القابلة للتجارة، و e هو سعر الصرف الحقيقي، و B^* هو الدين من ناحية السلع القابلة للتجارة، و y هو الناتج المحلي الإجمالي للسلع غير القابلة للتجارة، و y^* هو الناتج المحلي الإجمالي للسلع القابلة للتجارة.

وهناك حالة جديرة بالذكر فيما يتعلق باستعمال هذا المؤشر وهي كالآتي:

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

هذا ما يحدث إذا يتوافق تكوين الدين مع تكوين الإنتاج توافقاً تاماً. في هذه الحالة لا تؤثر متغيرات سعر الصرف على الاستدامة المالية بالحفاظ على ثبات نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB). ومن جهة أخرى إذا كانت القيمة أقرب من ٠ (صفر) بدلاً من اقترابها من ١ (واحد) نلاحظ درجة عالية من حساسية الوضع المالية تجاه تقلبات سعر الصرف الحقيقي. إذن يتطلب تقدير المؤشر (أ) تحديداً (ب) ولذلك يكون المؤشر المعني كما يأتي:

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

مؤشرات الدّعم الرّقابي المستديم بقيود ذات الأجل الطويل

إن الاستدامة المالية للدين موضوع رئيسي في النقاشات الدائرة حول السياسة الاقتصادية. ولكن مؤشرات الدين ومؤشرات الاستدامة المالية تفشل فإنها لا تمثل قيود الميزانية للأجل الطويل. والمقصود بذلك أنه رغم كون مؤشرات الاستدامة المالية الواردة أعلاه مفيدة في دراسة السلوك المستقبلي لبعض المتغيرات فإنها لا تتيح التقديرات نظراً للقيود التي تنشأ في الأجلين المتوسط والطويل، مثل الأصول الطارئة المتفق عليها أو المدفوعات المستقبلية لقيمة الفوائد وإلى غير ذلك. لغرض تغطية وقوع هذه الأحداث في المستقبل يقدّم باغناي (Bagnai ٢٠٠٣م)⁷ مؤشرين بشأن هذه القيود للتوصل إلى استدامة الدين.

إن المؤشر الأول الذي درسه باغناي يفترض أنه في الأجلين المتوسط والطويل يكون أجيال دولة مصدراً لتمويل الحكومة من ناحية الدين (السوق المالية) ومن ناحية دفع الضرائب (الاقتصاد الكلي). وتستهدف هذه التقديرات الحفاظ على استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (B/y) في الزمن. لا يتم التوصل إلى الثبات المالي السريع التطور إلا بالشرطين التاليين:

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

⁷ Bagnai, Alberto, Keynesian and neoclassical fiscal sustainability indicators, with applications to emu member countries, University of Rome I, Department of Public Economics

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

حيث أنّ n هو معدل نمو عدد السكان، و τ هو ضريبة الدخل، و s هو نسبة الدخل الذي يتم ادخاره، و r هو سعر الفائدة الحقيقي، و δ هو مرونة الادخار بالنسبة إلى سعر الفائدة، و ε هو مرونة الاستثمارات بالنسبة إلى سعر الفائدة، و η هو مرونة الاستهلاك بالنسبة إلى الدخل، و k هو نسبة رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي، و φ هو مرونة المنتج بالنسبة إلى رأس المال العيني والمقصود به درجة رد الإنتاج على تقلبات في ذخيرة البنية التحتية للدولة. إذا زاد الدين على مستوى \tilde{b}_1 يكون النظام الاقتصادي غير مستداماً من حيث سرعة التحرك ويردّ الدين على أي صدمة خارجية فهو يصير متفجراً في خط سيره.

من جهة أخرى فيدل مؤشر بيوتر على أنه عند التقييد البيئي يخضع ثبات التوازن للقواعد المعمول بها في السياستين المالية والنقدية. عندما تساوي قيمة معامل التحويل إلى نقد صفراً وتتغير المصروف العام تغيراً داخلياً إضافة إلى نمو الدين، يكون الشرط الضروري للتوصل إلى التوازن الحركي (الديناميكي) كما يلي:

$$\tau - r(1 - \tau)w + \alpha(1 - \tau) + \frac{L}{L_1 y} \left[B + y \frac{\alpha}{r} \right] > 0 \quad (\text{أ})$$

حيث أنّ y هو نسبة الدخل إلى رأس مال الدخل الإجمالي، و L هو النقد المتداول، و L_1 هو القيمة المشتقة الأولى للقيمة المتغيرة السابقة بالنسبة إلى سعر الفائدة الحقيقي، و w هو الثروة كنسبة الناتج المحلي الإجمالي. وتخضع هذه المعادلة بدورها للرصيد الفعلي للدين العام B ويجوز التعبير عنها كما يأتي:

$$\frac{B}{y} < b^* \equiv - \left(\frac{\left[\frac{\tau}{1-\tau} - rw + \alpha \right] \Psi + \alpha}{r} \right) \quad (\text{ب})$$

حيث تكون نسبة مرونة طلب النقد إلى سعر الفائدة كما يأتي:

$$\Psi = (1 - \tau)L_1 r / L < 0$$

الشرط هو أن يكون (ب) متناسب مباشرة مع القيمة المطلقة لـ Ψ ، وتنتج هذه الخاصية عن ظاهرة المزاحمة (crowding-out) المتمثل في النموذج. فعندما يتم تمويل سياسة مالية توسيعية بواسطة العجز يحتاج سعر الفائدة إلى الارتفاع لكي يجعل العامل الاقتصادي يعيد تخصيص محفظة التوازن للدين الجديد. وكلما زادت إجابة طلب النقد لسعر الفائدة والذي يقابسه Ψ كلما قلت الزيادة التي يحتاج إليها سعر الفائدة لكي يعيد التوازن في محافظ العوامل للقطاع الخاص.

٤. المؤشرات المالية للدين

توجد أنواع مختلفة للمخاطر ومن الممكن تقسيمها إلى الفئات التالية:

• مخاطر السوق

يقصد بمخاطر السوق خسارة يعاني منها مستثمر بسبب حركات في أسعار السوق أو ما يُسمى بعوامل الخطر مثل أسعار الفائدة وأسعار العملة وإلخ. كما أنه يمكن تعريفها كإمكانية رد الفعل المعادي لقيمة الحالية الصافية ضد تقلبات المتغيرات للاقتصاد الكلي التي تحدد سعر الأدوات التي تولف المحفظة. وبين المؤشرات الأكثر انتشاراً لقياس مخاطر السوق ما يأتي:

○ أسعار الفائدة ومنحنى العائد

يُستعمل مفهوم سعر الفائدة عادة لوصف نمو ربح محتمل مرتبط بكمية من المال. إنها مقياس الأرباح لمن يرغب في الادخار. تتقدم الأسواق المالية بضاعة فعالة لتحويل رؤوس المال فيما بين العوامل الاقتصادية. يستلم المُقرض فائدة من الاستعمال المؤقت لرأس ماله؛ ولذلك يتوقف التحديد الفعال لأسعار الفائدة للأجل المختلفة على فاعلية سوق العملة. ويمثل سوق أكثر رسوخاً إمكانية توصيل الحكومة إلى ظروف أحسن للتمويل لأي أجل. ومن الضروري لذلك معرفة أسعار الفائدة لكل نوع من أنواع القيمة وإيجاد طريقة لمقارنتها على نفس الأساس. عند حدوث

ويمثل سوق أكثر رسوخاً إمكانية توصل الحكومة إلى ظروف أحسن للتمويل لأي أجل. ومن الضروري لذلك معرفة أسعار الفائدة لكل نوع من أنواع القيمة وإيجاد طريقة لمقارنتها على نفس الأساس. عند حدوث ذلك يمكن الحصول على هيكل بيئي لأسعار الفائدة يستطيع إظهار أسعار الفائدة ذات الأجل والمدد المختلفة بشكل منتظم. ويُعرف هذا المؤشر باسم منحنى العائد. يمكنه أن يصعد أو ينزل ومن الممكن تفسير انحداره بثلاثة أشكال مختلفة كما يأتي:

الموضع والانحدار لمنحنى العائد

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

- المدة ومتوسط الإستحقاق الموزون
هذه المعلومات الإحصائية عبارة عن مقاييس معدل الفترة اللازمة لكي يواجه المُصدر خدمة دينه. إن المتوسط الموزون للاستحقاق يُستعمل بشكل محدود لأنه لا يعتبر إلا تواريخ دفع مبلغ القرض، بينما تعتبر المدة إضافة إلى ذلك تواريخ دفع الفوائد. يتم إحصاء المدة بتقدير متوسط حياة السند المالي من ناحية المدفوعات (القوائم ومبلغ القرض) بتحديد وزن كل أجل متعلق بالتدفقات المذكورة بالنسبة إلى مبالغها وفقاً للقيمة الحالية. كالمعتاد كلما زادت مدة سند مالي كلما قل الخطر الناتج، فإن حجماً أصغر للدين الحكومي بالمعدل يتم تكيفه مع المستوى الجديد لأسعار الفائدة.
- المدة المتغيرة
تُستعمل كمقياس مخاطر السندات المالية بتقدير التأثير على سعرها نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة. إذا كانت المدة المغيرة لمحظة ٤٠،٠٠ يتبين أنه عند تقلب أسعار الفائدة بنسبة ١% تنخفض قيمة المحظة بما يقارب نسبة ٤٠،٠٠%.
- الانحراف القياسي
يدل الانحراف القياسي على مدى ابتعاد مجموعة المعلومات بالمعدل عن متوسط قيمتها. مثلاً، إذا كان عائد السند المالي نسبة ١،٧٢% وكان انحرافه القياسي ٠،٢٣% يتراوح متوسط عائدته فيما بين نسبة ١،٤٥% ونسبة ١،٩٥%.

○ العائد المعدل للخطر
إنه مقياس للتحويل الإحصائي الذي يدل على كيفية الانخفاض المتوقع لسعر الفائدة المتوقع على الإصدار، وقد يغطي الخسارة المتوقعة من جراء زيادة سعر الفائدة نفسه. ويدل هذا المؤشر على عدد المرات التي تزيد بها توقعات خسارة عن الأرباح المتوقعة. لذلك كلما انخفض المؤشر كلما تحسن وضع المحفظة لمواجهة أزمات قد تحدث وتؤدي إلى ارتفاع التكلفة المالية.

○ جدول الإستهلاكات
يدل جدول للإهلاكات التوزيع الزمني لمدفوعات رأس المال. يمكن استعمال استراتيجيات مختلفة لإدارة جدول الاستحقاقات، ولكن المهم هو تشكيل سلسلة منظمة للإهلاكات بهدف تخفيض خطر تمويل مبلغ هام للدين إذا كانت ظروف السوق غير ملائمة.

○ مخاطر التكلفة
تشكل مخاطر التكلفة مقياساً تكميلياً للمدة وجدول الإهلاكات بشأن إدارة مخاطر محفظة الدين. ويتيح هذا المؤشر تقييم عواقب تكلفة شتى إستراتيجيات الإصدار. ويقدر مؤشر مخاطر التكلفة من ناحية الإحصائيات المستوى الأعلى الذي قد تصل إليه التكلفة المالية. وينبغي تقديره على توزيع التكاليف المتعلقة بمختلف الأوضاع في المتغيرات المحتملة للمخاطر.

● مخاطر الإنتمان

مخاطر الائتمان عبارة عن الخسارة المحتملة بخصوص عدم تنفيذ طرف

من أطراف عملية مالية أو عدم مراعاة أحد الشروط والأحكام للعملية. ويقصد بها كذلك انخفاض جودة ائتمان الطرف المذكور أو تراجع الضمان أم الرهن المتفق عليهما في البداية.

يمكن تفسير المتغيرات السلبية لأسعار السندات بعدم التأكد الذي قد يثيره المصدر في المستثمر بخصوص إمكانات الدفع. لا شك في أن مثل هذا التدهر فيما تحسّن به الأسواق المالية سيؤدي إلى انخفاض أسعار فائدة الأدوات الحكومية مما قد يسبب ارتفاع تكاليف التمويل.

○ مبادلة الائتمان المعيبة

تنمية مبادلات الائتمان المعيبة حدث جديد في هذا المجال. وتقدم مبادلة الائتمان المعيبة تأميناً على مخاطر إفلاس أية منشأة. في عقد مبادلة الائتمان المعيبة يترتب على مشتري الحماية دفع أقساط دورية إلى البائع خلال مدة العقد أو حتى وقوع حدث ائتماني. إن الأقساط المدفوعة دورياً بشكل نسبة المبلغ الوهمي يُعرف بـ "علاوة مبادلة الائتمان المعيبة". فيشكل هذه العلاوة سعراً بديلاً لمخاطر الائتمان لمنشأة المعنية.

إن العوامل الاقتصادية لا تعتبر مبادلات الائتمان المعيبة وسيلة لدعم السندات المالية والقروض فقط بل أكدت من أنها مؤشر جيد لجودة الائتمان أيضاً وذلك ليس بصفة يمكن ملاحظتها مباشرة. تشير بعض الأبحاث في هذا الخصوص إلى أن تغيرات الاقتصاد الكلي يثير تغييراً مسبقاً في متوسط مستوى مبادلات الائتمان. ومعنى ذلك أن سلوك مبادلات الائتمان المعيبة وخاصة عند اقتراب أزمة تتلوها حركة مشابهة في سوق السندات المالية.

• مخاطر السمعة

تتعلق مخاطرة السمعة بالخسارات التي قد تنجم عن عدم إمكان التمويل من جراء تسوؤ سمعة المصدر لعدم دفع الأقساط المنصوص عليها في العقد أو نتيجة لتسوؤ الوضع المالي. إذا أحسّت السوق المالية بأن الحكومة قابلة للتأثر ترى العوامل غير الرسمية مناسباً أن تغيّر محفظة استثماراتها أو تطالب بزيادة علاوة المخاطر عن طريق رفع التكلفة المالية للحكومة. يمكن تحليل سمعة دولة بواسطة التصنيف الائتماني ومؤشرات المخاطر السيادية.

○ التصنيف الائتماني

يشكل هذا المؤشر احساس العوامل غير الرسمية بأوضاع الديون في دولة. يمكن تحليل جودة الائتمان من ناحيتين. من جهة فهناك وكالات مصنّفة تقيّم الدين بناء على مقاييس معينة. يتم تحصيل علامة عالية عندما لا يرى العامل المصنّف أدلة كثيرة على إفلاس أو نقص السيولة في المستقبل مما يمنع من سداد الأقساط المحددة بانتظام. ومن جهة أخرى فالمقصود بعلامة منخفضة أنه من المحتمل جداً عدم استطاعة الوفاء في الالتزامات الواردة.

○ مؤشرات المخاطر السيادية

المخاطر السيادية مؤشر يستهدف قياس المخاطر السياسية الواردة في الدولة بخصوص الاستثمارات الأجنبية. إن المستثمرين عند انتخاب مكان وكيفية استثمارهم المقبل يهدفون إلى تحصيل أكبر ربح ممكن، وعلاوة على ذلك فإنهم يأخذون بعين الاعتبار المخاطر أي احتمال كون الأرباح أقل مما توقعوا

أقل مما توقعوا أو وقوع خسائر. من الناحية الإحصائية فيتم قياس الأرباح عادة بناء على العائد المتوقع والمخاطر الناجمة عن الانحراف القياسي للعائد المتوقع. من جراء توفر المعلومات الكثيرة وتكلفة الحصول عليها ومشاكل عدم التعادل في المعلومات وخصوصاً من جراء استحالة التنبأ بالمستقبل فمن الصعب المعرفة الدقيقة لقيمة العائد المتوقع والانحراف القياسي للاستثمار.

غيرأنه يتم إنشاء المؤشرات بهدف تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وبلاستفادة من وفورات الحجم المتواجدة للبحث عن المعلومات.

مؤشر المخاطر السيادية مؤشر مبسط للوضع الاقتصادي في دولة ويستعمله المستثمرون الدوليون كعنصر إضافي عند اتخاذ القرارات. إن المخاطر السيادية هي زيادة سعر الفائدة الذي تدفعه الدولة مقابل التزاماتها بالنسبة إلى السعر الذي تدفعه خزانة الولايات المتحدة.

أما الدول القليلة التطور المشتركة في السوق المالية العالمية فصارت فيها المخاطر السيادية متغيرة رئيسية لأنها من جهة، تشكل مؤشراً للوضع الاقتصادي في الدولة المعنية ولتوقعات وكالات تصنيف المخاطر بشأن تطور الاقتصاد في المستقبل (خاصة القدرة على سداد الدين)؛ ومن جهة أخرى فإن المخاطر السيادية من مؤشرات تكلفة المديونية التي تستطيع الحكومة

مواجهتها. إنه أمر أساسي وله عاقبتان.

أولاً، كلما انخفض مؤشر المخاطر السيادية كلما ارتفعت تكلفة المديونية، وكلما ارتفعت هذه التكلفة كلما انخفضت القدرة على إدارة السياسة الاقتصادية وكلما زاد خطر عدم تنفيذ الالتزامات مما يؤدي إلى ارتفاع مؤشر المخاطر السيادية.

ثانياً، يؤثر المؤشر المرتفع للمخاطر السيادية على القرارات المتعلقة بالاستثمار مما يثير انخفاض التدفقات المالية إلى الدولة وارتفاع مستويات أسعار الفائدة. أي لا يرفع تكلفة المديونية الحكومية فقط بل يرفع تكلفة مديونية القطاع الخاص مما يؤثر بشكل سلبي على الاستثمار والنمو ومستوى التوظيف للموارد البشرية والطبيعية.

على الرغم من قدرة المؤشر على قياس سداد الدين لا يستطيع مؤشر المخاطر السيادية وحده إظهار اتجاه الدورة الاقتصادية.

إن المحللين يعتقدون في العادة أن انخفاض مؤشر المخاطر السيادية مرتبط بانخفاض تكلفة المديونية في القطاع الخاص وازيادة الاستثمار والنمو والتوظيف. ويستند هذا الرأي على النمط الكلاسيكي الجديد الذي يفترض سهولة الحركة التامة للموارد الطبيعية ورؤوس المال والمعلومات الكاملة.

ولكن توجد حالات يتحسن فيها الاقتدار المالي للحكومة (ينخفض

مؤشر المخاطر السيادية) وفي نفس الوقت تتسوأ الإنتاجية المستقبلية التي يتوقعها القطاع الخاص. هي حالة زيادة العبء المالي لتمويل العجز غير المنتج للدولة إما لتمويل نشاطاتها أو لتمويل استثمارات ذات إنتاجية أقل وقدرة قليلة على تكميل الاستثمارات الصادرة عن القطاع الخاص أو لمجابهة تكاليف المديونية الماضية، لا أكثر ولا أقل. في هذه الحالة قد لا يعوّض انخفاض سعر الفائدة الناجمة عن هبوط مؤشر المخاطر السيادية على هبوط الإنتاجية.

كالعادة تصدر هذه المؤشرات عن وكالات التصنيف؛ مثلاً فإن مؤشر EMBI ومؤشر GBI اللذين قَدَرتهما وكالة ج.ب. مورغان JP Morgan عبارة عن المؤشرين الرئيسيين للمخاطر السيادية في الاقتصادات النامية. يختص أولهما بالسندات المالية الخارجية وثانيهما بالسندات المالية المحلية.

○ وكالات التقييم

إن وكالات التصنيف هي وسائل تلخيص كثير من المعلومات المتوفرة عن دولة وتحديد المعايير والمستويات لمختلف المؤشرات التي تم تحليلها. هكذا فإن وكالات التصنيف مؤسسات خاصة تقوم بتقييم دولة – من وجهات النظر السياسية والاقتصادية والاجتماعية – ويتم التصنيف الذي يُستعمل كأداة لاتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار وتتيح تخفيض خطر الاستثمار في الأصول المالية لشتى المُقرضين، فيمكنهم أن يكونوا دولاً وولايات وشركات تملكها الدولة ومدناً ومؤسسات.

بعبارة أخرى فإن الوكالات تقوم بتصنيف قدرة مصدر ذي سيادة على، ورغبته في، سداد الدين الذي صدر، عن طريق الأقساط الدورية بشأن مبلغ القرض والفوائد، مما يوجّه المستثمرين نحو اتخاذ القرارات المناسبة في مجال الاستثمار.

تشدد الوكالات في تصنيفها على الأوضاع المحتملة في السياسات المالية والنقدية، والمستويات والنزعات الناتجة عن الميزان المالي العمومية للحكومة، وحجم دين القطاع العام والتضخم. ويتم تحليل هذه المؤشرات المالية والنقدية في ضوء استقرار سير السياسة وهيكل الاقتصاد والإيرادات.

ولكن الوكالات تعتقد أن التصنيف لا يجوز له أن يبنني على تحليل المؤشرات والعلاقات – سواء كانت سياسية أم اقتصادية – فقط بل يجب عليها معالجة الدولة كلها بما فيها المدينون بالقطاعين العام والخاص.

إن ما ورد أعلاه يكتسب أهمية أكثر في ضوء حجم الأزمة العالمية لفترة ما بين سنتي ٢٠٠٨م و٢٠٠٩م والتي أصابت خلالها مشاكل القطاع المالي للولايات المتحدة الأمريكية جميع الاقتصادات للعالم، وهي أجبرت الحكومات القطرية على اتخاذ التدابير اللازمة لتخفيف الآثار المعاكسة. لا يجوز للتحليل المالي الارتكاز في الالتزامات المباشرة الظاهرة للدولة والتي تضم دفع الأقساط لمبلغ الدين السيادي والمصاريف التي خصصتها الميزانية للسنة المالية المعنية والمصاريف لأجل أطول برعاية

أحكام القانون (مثل رواتب زمستحقات التعاقد لموظفي الحكومة، وفي بعض البلدان النظام الشامل للضمان الاجتماعي).

تستند معايير التصنيف المستعملة إلى ناحيتين أساسيتين. أولاً، فإن الدولة قد لا تسدد التزاماتها من جراء الاحتياج المستمر إلى توفير العملة وتسببه في العادة عوامل ذات طابع سياسي واقتصادي. ثانياً، فإن الدولة قد لا تسدد التزاماتها بشأن الديون الدولية من جراء مشكلة السيولة القصيرة الأجل.

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

نتيجة لذلك وعلاوة عليه يتم قياس التصنيف السيادي بالعملة الأجنبية مرونة ميزان المدفوعات للدولة وأوضاع الدين الخارجي والسيولة.

وختاماً تعكس وكالات التصنيف الإدراك الشامل للوضع المالي في الدولة.

تمثل المعلومات المنشورة من مؤسسات التصنيف هذه إشارات للمستثمرين بخصوص ضمان سداد وثائق الدين الصادرة عن دولة معينة، مما يؤثر على سلوك الطلب في أسواق الأوراق المالية للدول ذات الأهلية. هكذا ومن جراء حساسية الأسواق

تجاه المعلومات الصادرة عن هذه الوكالات ينشأ دافع كبير
لمراقبة كل المتغيرات والمؤشرات المستعملة لتلخيص
المعلومات الائتمانية.

٥. - الإستنتاج النهائي

إن هذه المجموعات الثلاث من المؤشرات (مؤشرات قابلية التأثر ومؤشرات الاستدامة ومؤشرات المالية) تمكننا من فهم ظاهرة الدين العام من نواح مختلفة بهدف تمكين الحكومات من إدارة الدين العام والتحكم عليه بواسطة الممارسة الائتمانية الصحيحة.

يمكن الأجهزة العليا للرقابة المالية القيام بدور نشيط في ترويج تطبيق أفضل الممارسات الائتمانية ومعالجة الدين بما فيها استعمال شتى أنواع المؤشرات التي تم تحليلها في هذه الوثيقة. كما أنها تستطيع تشجيع الحكومات على ارتكاز أكثر في مراقبة قابلية التأثر وإعارة اهتمام أولي لإدارة المخاطر والإنتاج ونشر المعلومات المالية ذات الجودة العالية. لا يجوز لها إهمال تحسين التنظيم والتفتيش في قطاع الخدمات المالية بمراعاة القواعد الدولية. وسيؤدي ما سبق ذكره إلى تقليل قابلية التأثر للدين العام بالأحداث التي تصيب القطاع الخاص.

٦.٦- ملحق: مؤشرات الدين العام، حالة المكسيك

الفهرس

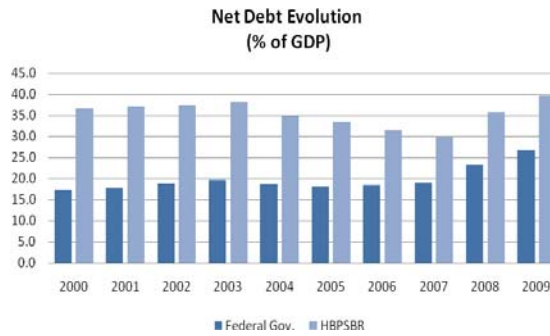
٤٦	مؤشرات قابلة للتأثر
٤٦	الدين / الناتج المحلي الإجمالي
٤٦	الدين / إيرادات الميزانية
٤٦	الفوائد / إيرادات الحكومة الاتحادية
	دين الحكومة الاتحادية بالعملة الأجنبية أو
٤٦	المعدّل لسعر الصرف
	الدين الخارجي الإجمالي / إيرادات الحساب
٤٦	الجاري
٤٦	مؤشر السيولة الخارجية
٤٦	مؤشر قابلية التأثر بالمخاطر الخارجية ...
٤٦	مؤشرات استدامة السياسة المالية
٤٦	مؤشر الإطار - المضبوط لـ (Talvi) و (Végh)
٤٦	تطور الدين العام
٤٦	مؤشر الإستدامة المالية
٤٦	تقدير حالة المكسيك لفترة ٢٠١٠ - ٢٠٣٥ ...

..... ٤٦	مؤشر بلانشار Blanchard للإلتساق المالي
..... ٤٦	تقدير حالة المكسيك لفترة ٢٠٠٠ – ٢٠٠٩
..... ٤٦	مؤشر الإستدامة المالية بناء على خوارزم الإستدعاء الذاتي العملي (كروتشه Croce وخوان رامون Juan Ramon)
..... ٤٦	تقدير حالة المكسيك لسنة ٢٠٠٩
..... ٤٦	النتائج
..... ٤٦	تأثير إنخفاض سعر الصرف على الإستدامة المالية الحقيقية (كالفو Calvo وإزكياردو Izquierdo وتالفي Talvi)
..... ٤٦	تقدير حالة المكسيك
..... ٤٦	المؤشرات المالية للدين
..... ٤٦	مخاطر السوق
..... ٤٦	أسعار الفائدة ومنحنى العائد
..... ٤٦	متوسط الإستحقاق والمدة
..... ٤٦	مخاطر الإئتمان
..... ٤٦	مبادلة الإئتمان المعيبة
..... ٤٦	مخاطر السمعة
..... ٤٦	وكالات التقييم
..... ٤٦	المخاطر السيادية

الدين / مداخليل الميزانية

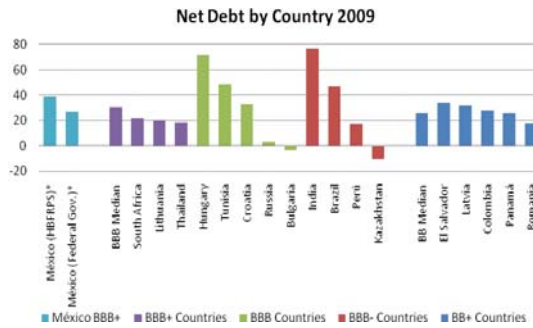
يقس هذا المؤشر الدين الحكومية كنسبة الإيرادات الحكومية

الدين الإجمالي/ إيرادات الحكومة الاتحادية (%)



المصدر: وزارة المالية والائتمان العام

الدين الإجمالي / إيرادات الحكومة الاتحادية في سنة ٢٠٠٩ (%)

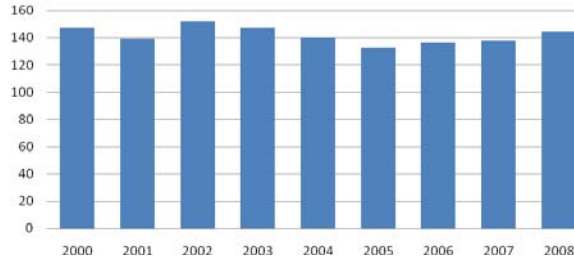


المصدر: Moody's (مايو سنة ٢٠٠٩) ووزارة المالية والائتمان العام

الفائدة / مداخيل الحكومة الاتحادية

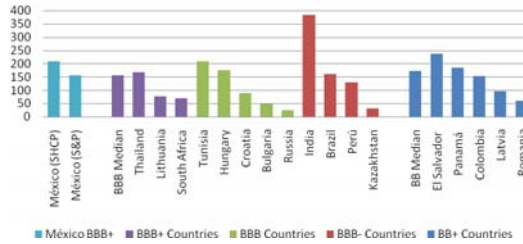
يقيس هذا المؤشر التكلفة المالية كنسبة إيرادات الميزانية. وتستعمل هذه العلاقة كمؤشر قدرة الحكومة على مجابهة زيادة المصاريف غير المنتجة.

الفائدة/ إيرادات الحكومة الاتحادية (%)
Gross Debt/Federal Government Revenues (%)



المصدر: وزارة المالية والائتمان العام

الفائدة/ إيرادات الحكومة الاتحادية في سنة ٢٠٠٩ (%)
Gross Debt/Federal Government Revenues 2009 (%)

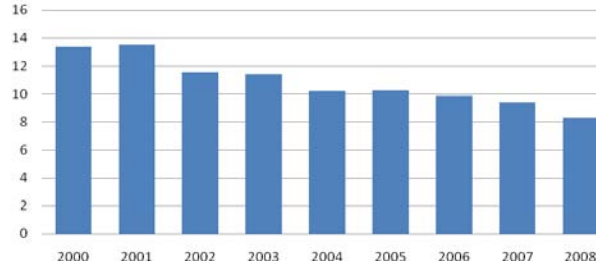


المصدر: Moody's (مايو سنة ٢٠٠٩)

الفائدة / مداخيل الحكومة الاتحادية

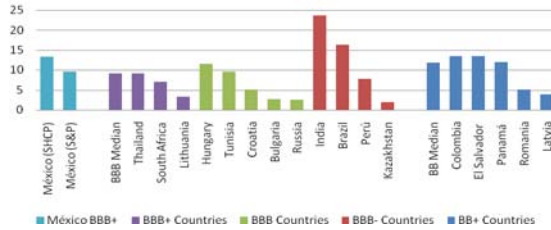
يقيس هذا المؤشر التكلفة المالية كنسبة إيرادات الميزانية. وتستعمل هذه العلاقة كمؤشر قدرة الحكومة على مجابهة زيادة المصاريف غير المنتجة.

الفائدة / مداخيل الحكومة الاتحادية (%)
Interest/Federal Government Revenues (%)



المصدر: وزارة المالية والائتمان العام

الفائدة / مداخيل الحكومة الاتحادية في سنة ٢٠٠٩ (%)
Interest/Federal Government Revenues 2009 (%)



المصدر: Moody's (مايو سنة ٢٠٠٩)

دين الحكومة الاتحادية بالعملة الأجنبية أو المعدلة حسب نوع الصرف

يقيس هذا المؤشر الدين في العملة الأجنبية كنسبة إجمالي الدين العام الكلي ويُستعمل كمقياس قابلية التأثر لرصيد الدين عند انخفاضات كبيرة لسعر الصرف.

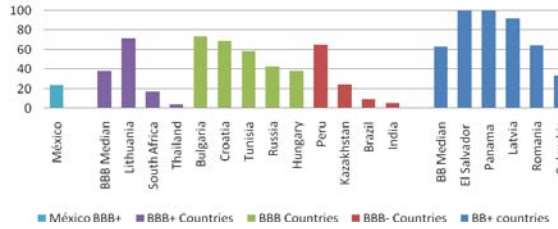
دين الحكومة الاتحادية بالعملة الأجنبية

أو العملة المعدلة حسب نوع الصرف في سنة ٢٠٠٩

(%)

Federal Government Debt in Foreign Currency or Indexed to the Exchange Rate 2009

(%)



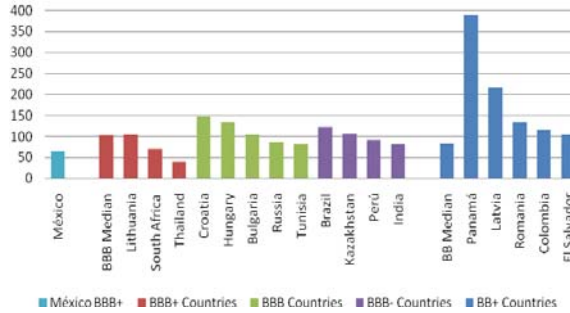
المصدر: Moody's (مايو سنة ٢٠٠٩)

الدين الخارجي الكلي / مداخل الحساب الجاري

يقيس هذا المؤشر مستوى الدين الخارجي في ضوء الإيرادات بالعملة الأجنبية في الإقتصاد.

الدين الخارجي الكلي / مداخيل الحساب الجاري

External Debt/Current Account Receipts

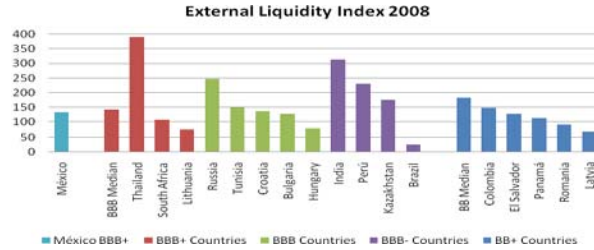


المصدر: Moody's (مايو سنة ٢٠٠٩) ووزارة المالية والائتمان العام

مؤشر السيولة الخارجية

يعادل هذا المؤشر للعلاقة بين الأصول السائلة والخصوم السائلة الخارجية (كلما ارتفع مؤشر دولة يقل ميله إلى إثارة مشاكل في ميزان المدفوعات). ويتم تحديد هذه الأرقام كما يلي: تُحدّد الأصول السائلة الخارجية كالذخيرة المسجلة في نهاية السنة السابقة للاحتياطيات الدولية الرسمية، وتضم الاحتياطيات بالذهب إضافة إلى الأصول الخارجية للبنوك. وتحدّد الأصول السائلة الخارجية كالخدمة المخططة للدين الخارجي في السنة الحالية إضافة إلى ذخيرة الدين الخارجي للأجل القصير والقيم الأجنبية للدين في العملة المحلية بشكل سندات ولالأجلين الطويل والمتوسط والصادر في نهاية السنة السابقة.

مؤشر السيولة الخارجية لسنة ٢٠٠٨

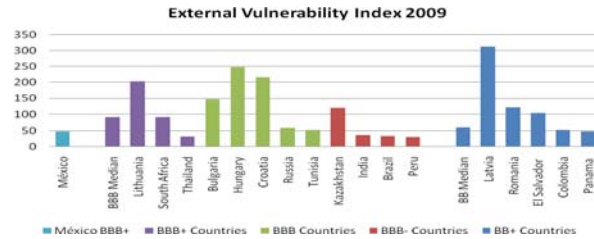


المصدر: Fitch (مارس سنة ٢٠٠٩)

مؤشر الدعم القابل للتأثر بالمخاطر الخارجية

إنه يساوي الدين الخارجي زائداً الاستحقاقات القصيرة الأجل زائداً الإيداعات الأجنبية التي جرت خلال سنة واحدة مقسوماً على مستوى الاحتياطيات الدولية. ويقاس هذا المؤشر الطلب المحتمل للعملات الأجنبية في حساب رأس المال عن طريق الإهلاكات والاستحقاقات خلال السنة بالنسبة إلى العرض المحتمل للبنك المركزي.

مؤشر التأثر بالمخاطر الخارجية لسنة ٢٠٠٩



المصدر: Moody's (مايو سنة ٢٠٠٩)

مؤشرات إستدامة دعم السياسة المالية

مؤشر تالفي وفيغ المعدل حسب متغيرات الإقتصاد الكلي

تطور الدين العام

يصف المؤشر الأول تطور الدين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ومن المعلوم خط سير النمو في ميدان الاقتصاد، وسعر الفائدة الحقيقي والفائض المالي الأصلي.

تطور الدين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (b_t) في كل فترة هو نتيجة الدين في الفترة السابقة وقد تمت زيادته أو تقليله وفقاً لسعر الفائدة (r) وهامش نمو الناتج المحلي الإجمالي (g)؛ ناقصاً الفائض الأولي للفترة الحالية (s_t).

$$b_t = \left(\frac{1 + r}{1 + g} \right) b_{t-1} - s_t$$

b_t هو رصيد الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في نهاية فترة t
 g هو النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي
 r هو سعر الفائدة الحقيقي
 s_t هو الفائض الأولي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي

مؤشر إستدامة الدعم المالي

تعريف مؤشر I_t^* كما يأتي:

$$I_t^* = s^* - s_t = \left(\frac{r - g}{1 + r} \right) b_{t-1} - s_t$$

يقارن هذا المؤشر الفائض الأولي الثابت المستدام s^* (الفائض الأولي الذي يحافظ على ثبات الدين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي والذي يساوي القيمة المحتسبة من رصيد الدين العام بـ $t - 1$) والفائض الوارد في كل فترة (s_t) . لتقدير السياسة المالية يتم تعريفه بـ "الرصيد المعدل حسب امتغيرات الاقتصاد الكلي" أو "الرصيد الهيكلي" والمقصود به الفائض الأولي الوارد في "الظروف العادية" ومن المعلوم هيكل المالية العامة ومتغيرات الاقتصاد الكلي.

إذا زاد الفائض الهيكلي عن الفائض الثابت المستدام يكون المؤشر $I_t < 0$ وتكون السياسة المالية لـ t مستدامة. وإذا كان $I_t > 0$ لا تكون السياسة المالية مستدامة وسينمو رصيد الدين على مر الزمن.

تقدير حالة المكسيك في فترة ما بين ٢٠١٠ - ٢٠٣٥

المعايير

لهذا الغرض يوجد تقديران: أحدهما بشأن دين الحكومة الاتحادية وثانيهما لتعريف أوسع لدين القطاع العام (الرصيد التاريخي لشروط الإقراض في القطاع العام).

المعيار	الوصف	الحكومة الاتحادية (%)	القطاع العام (%)
b ₂₀₀₉	الدين كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي في سنة ٢٠٠٩	٢٦,٧	٣٨,٧
s _t	الفائض الأولي الثابت المعدل حسب متغيرات الاقتصاد الكلي	٠,٣	٢,٢
r	سعر الفائدة الحقيقي للأجل الطويل	٣,٥	٤,٥
g	معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي للأجل الطويل	٢,٥	٢,٥
المصدر: HBPSBR *			

تم تقدير الفائض الأولي المعدل بناء على معدّل الفوائض الأولية الواردة خلال السنوات الخمس الأخيرة (٢٠٠٤ - ٢٠٠٩).

وتم تقدير سعر الفائدة الحقيقي للحكومة الاتحادية بناء على معدل نسبة التمويل خلال فترة ٢٠٠٤ - ٢٠٠٩^٨، ومتوسط التضخم المستهدف بنسبة ٣,٥% وتنتج عن ذلك نسبة ٣,٥%. أما القطاع العام فمن المفترض أن سعر الفائدة الحقيقي أكبر بنسبة ١% منه للحكومة الاتحادية، أي قدره ٤,٥%.

إن قيمة النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي هو معدل النمو الحقيقي في فترة ٢٠٠٥ - ٢٠٠٨.

المصدر: بنك المكسيك^٨

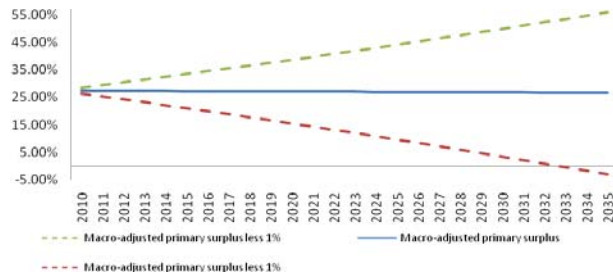
النتائج

الحكومة الاتحادية

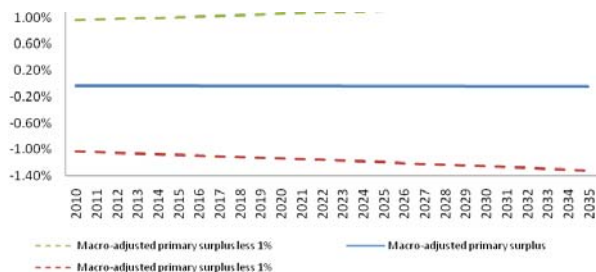
يدل الخط الثابت على خط سير الدين المتوافقة مع فائض أولي يساوي الفائض الأولي المعدل حسب متغيرات الاقتصاد الكلي. أما الخطوط المنقطعة فتدل على الطرق البديلة للدين والمحسوبة على أساس انحرافات الفائض المعدل طبق المتغيرات الاقتصادية الكلية وتؤلف نسبة قدرها ١% من الناتج المحلي الإجمالي.

يُظهر فائض أولي يؤلف نسبة ٠,٣% من الناتج المحلي الإجمالي أو أكثر، أن مستوى الدين للحكومة الاتحادية سيكون مستداماً خلال السنوات الخمس والعشرين القادمة. عند فائض ثابت قدره - ٠,٧% يصبح مستوى الدين غير مستداماً ويتفجر على مر الزمن.

دين الحكومة الاتحادية



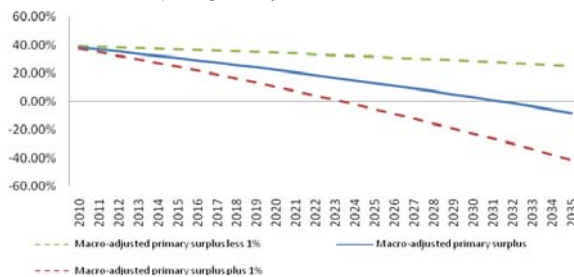
مؤشر الدعم المستديم



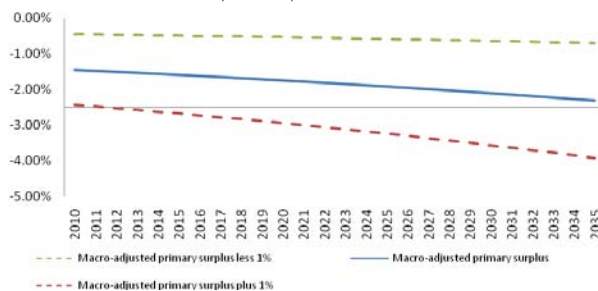
الرصيد التاريخي لشروط القرض في القطاع العام

هناك نتيجة مشابهة لما سبق ذكره، فإن هذا المؤشر يفترض أن السياسة المالية للقطاع العام مستدامة لفترة ٢٠١٠ - ٢٠٣٥ من جراء فائض قدره ٢،٢% من الناتج المحلي الإجمالي. ويتم الحفاظ على هذه الاستدامة حتى في حالة فائض ثابت محسوب باعتبار انحرافات قدرها ١%.

الرصيد التاريخي لشروط الإقراض في القطاع العام



مؤشر الدعم المستديم



مؤشر بلاتشار للإتساق المالي

يقيس هذا المؤشر الفضل بين دخل مستدام (t^*) ودخل جار (t_t). يتم تعريف الدخل المستدام بإيرادات الميزانية المعتبرة نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي وهذا ما يساوي المصروف الحكومي زائداً سعر فائدة الدين المرتبطة بمصروف خدمة الدين ناقصاً نمو الناتج المحلي الإجمالي. ويعني ما سبق ذكره أن الدخل المستدام سيحافظ على مستوى الدين العام في خط السير المستدام.

$$t^* = \bar{g} + \bar{h} + (r - g)b_0$$

حيث أن

g هو المصروف الحكومي الابتدائي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي

h هو التحويلات الحكومية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي

g هو النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي

I_t هو سعر الفائدة الحقيقي

λ_t هو النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي

b_0 هو الدين الابتدائي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي

هكذا فيتم إنشاء مؤشر السنة t ابتداء من الفضل بين الدخل المستدام t^* مع الإيرادات المالية الواردة في t .

$$I_t = t^* - t_t = \bar{g} + \bar{h} + (r - g)b_0 - t_t$$

إذا كان مؤشر الاستدامة I_t موجباً لا تكون الإيرادات الحكومية مستدامة فإن الدين سوف ينمو. وعلاوة على ذلك يدل أيضاً على قيمة الزيادة المطلوبة في الإيرادات لغرض جعل الدين مستداماً. إذا كان المؤشر صفراً سيحافظ الدين ثباته وإذا كان المؤشر سلبياً سينقل الدين.

تقديرات حالة المكسيك في فترة ما بين ٢٠٠٠ – ٢٠٠٩

المعايير

المعيار	الوصف	الحكومة	القطاع
		(٠)	(١)
g	المصرف الأولي طويل الأجل كنسبة مئوية من المحلي الإجمالي (بما فيه تحويلات)	١٥,٢	١٩,٧٥
r	سعر الفائدة الحقيقي للأجل الطويل	٣,٥	٤,٥
g	النمو الحقيقي للنتج المحلي الإجمالي طويل الأجل	٢,٥	٢,٥
b ₁₉₉₉	الدين الابتدائي بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، في سنة ١٩٩٩	٢١,٣٥	٣٩,٥١
t*	الإيرادات المستدامة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي	١٥,٤	٢٠,٥
t	الإيرادات طويلة الأجل كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي	١٥,٥	٢١,٩
المصدر: */ HBPSBR			

إن سعر الفائدة الحقيقي للحكومة الاتحادية محسوبة باعتبار متوسط نسبة التمويل خلال فترة ٢٠٠٤ – ٢٠٠٩^٩ ومعدل التضخم المستهدف الذي قدره ٣,٥% وتنتج من ذلك نسبة ٣,٥% في حالة القطاع العام من المفترض أن تكون النسبة الحقيقية أكثر بـ ١% عن نسبة الحكومة الاتحادية، أي ٤,٥%.

المصدر: بنك المكسيك^٩

إن قيمة النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي هو متوسط النمو الحقيقي لفترة ٢٠٠٥ - ٢٠٠٨.

إن المصاريف والإيرادات الأولية الطويلة الأجل فيما يخص القطاعين العام والاتحادي تم تقديرها استناداً إلى متوسط المستويات الواردة خلال السنوات الخمس الأخيرة.

النتائج

تم تقدير الدخل المستدام* t استناداً إلى مستوى الدين في سنة ١٩٩٩ وكذلك تقدير المصروف الأولي الطويل الأجل وسعر الفائدة الحقيقي والنمو الحقيقي الطويل الأجل للنتائج المحلي الإجمالي الذي تم تحديده سلفاً. ولذلك تمت المقارنة مع الإيرادات الواردة خلال فترة ٢٠٠٠ - ٢٠٠٨.

أما قيم المؤشر بشأن الحكومة الاتحادية فتدل على أن مستوى الإيرادات لم يكن مستداماً خلال فترة ٢٠٠٠ - ٢٠٠٧ وصار مستداماً فيما بعد سنة ٢٠٠٩. فيما يخص القطاع العام فإن المؤشر يدل على توفر الاستدامة حتى فيما بعد سنة ٢٠٠٣. في الحالتين فتم تقدير مؤشر سنة ٢٠٠٩ بناء على الإيرادات الطويلة الأجل وهو يدل على استدامة السياسة المالية المتحققة وهكذا فتم استعمال الفائض الأولي الهيكلي (نسبة ٠,٣% من الناتج المحلي الإجمالي للحكومة الاتحادية ونسبة ٢,٢% من الناتج المحلي الإجمالي للقطاع العام ككل).

مؤشر بلانشار

السنة	الحكومة الاتحادية	القطاع العام / %*
٢٠٠٠م	٠,١%	٨,٠%
٢٠٠١م	٧,٠%	٥,٠%
٢٠٠٢م	٠,١%	٢,٠%
٢٠٠٣م	٤,٠%	-٧,٠%
٢٠٠٤م	٦,٠%	-٢,٠%
٢٠٠٥م	١,٠%	-٧,٠%
٢٠٠٦م	٤,٠%	-٤,١%
٢٠٠٧م	١,٠%	-٩,١%
٢٠٠٨م	-٥,١%	-٣,٣%
٢٠٠٩م*	١,٠%	٥,١%

المصدر: * / HBPSBR

مؤشر الدعم المالي المستديم بناء على خوارزم الإستدعاء الذاتي العملي (كروتشه وخوان رامون)

يقيس هذا المؤشر درجة قدرة الحكومة على التعديل عن طريق تغييرات في الفائض الأولي لغرض التوصل إلى خط السير المستدام للدين. وعلاوة على ذلك فإن هذا المؤشر يمكن استعماله لإنجاز هدف دين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي يكون مستداماً للأجل الطويل.

الشرط الإبتدائي للمؤشر كالاتي: لا يجوز للحكومة أن تكون مُدنية صافية

للأجل الطويل. والمقصود به أن المستوى الحقيقي لنسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي يجب أن يساوي نسبة مجموع الفوائض الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي في فترات n وهي محتسبة وفقاً لنسبة β^* (الفجوة بين سعر الفائدة ونمو الناتج المحلي الإجمالي). ويُقصد بهذا الشرط كذلك أن المستوى المرغوب فيه للدين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي b يزيد عن صفر ويقل عن المستوى الحالي.

يستند هذا المؤشر الى ثلاثة عناصر:

(١) تطور نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي:

$$b_t = \beta_t b_{t-1} - s_t$$

(٢) باستعمال المعادلة الواردة أعلاه يمكننا الحصول على الفائض الأولي $b_{t-1} = b_t = b^*$: الطويل الأجل عندما يساوي الدين هدفه:

$$s^* = (\beta^* - 1)b^*$$

٣ (الرد الناتج عن السياسة والصادر عن التعديل المطلوب للاستدامة، هو حجم الفضل بين ما تمت ملاحظته وهدف الفائض الأولي. ونتج هذا الرد عن التعديل بين مستوى الدين والمستوى المقصود إليه حالياً. هكذا فإن λ_t هو عامل من عوامل سياسة الشدة ويقاس هذا التعديل:

$$s_t - s^* = \lambda_t (b_{t-1} - b^*)$$

ونشتق من هذه المعادلات الثلاث معادلة الحركة بشأن نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي وتتضمن معيار سياسة الشدة $[(\lambda)_t]$:

$$b_t = (\beta_t - \lambda_t)b_{t-1} - (\beta^* - \lambda_t - 1)b^*$$

إذا زاد الدين الحالي عن الدين المقصود إليه b^* سوف يمكن إنجاز الهدف بشرط أن يكون λ_t أي إذا كان التعديل أشد من نسبة احتسام الدين.

تلك العناصر عبارة عن المؤشر الذي يقيس الفضل بين نسبة الاحتساب والرد الناتج عن سياسة الحكومة لإنجاز مستوى مقصود إليه لنسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي b^* :

$$I_t = \beta_t - \lambda_t = \frac{1 + r_t}{1 + g_t} - \frac{s_t - s^*}{b_{t-1} - b^*}$$

حيث أن

- β_t هو نسبة الاحتساب في t
- B^* هو نسبة الاحتساب للأجل الطويل
- g هو النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي
- r_t هو سعر الفائدة الحقيقي
- λ_t هو الرد الناتج عن سياسة الحكومة
- s^* هو الفائض الأولي المحافظ على المستوى المستهدف b^*
- s_t هو الفائض الحكومي الأولي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي في t
- b^* هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي المستهدف أو المرغوب فيه
- b_{t-1} هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي الابتدائي في $t-1$

تدل قيم I_t التي تقل عن ١ على أنه بشكل مطلق على سياسة مالية مستدامة بينما تدل القيم التي تقل باستمرار عن ١ على عدم الاستدامة.

تقدير حالة المكسيك في سنة ٢٠٠٩

المعايير

المعيار	الوصف	الحكومة	القطاع العام
s^*	الفائض الأولي المحافظ على المستوى المستهدف b^*	المتغيرة	
b^*	الدين المستهدف كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي	١٠١	٤٥ - ١
β^*	نسبة الاحتساب للأجل الطويل	١٠١	١٠٢
r	سعر الفائدة الحقيقي للأجل الطويل	٣٠٥	٤٠٥
g	النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي الطويل الأجل	٢٠٥	٢٠٥
β_{2009}	نسبة الاحتساب في سنة ٢٠٠٩	١٠٤	١٠٥
s	الفائض الأولي المعدل طبق متغيرات الاقتصاد الكلي	٠٠٣	٢٠٢
b_{2008}	الدين الابتدائي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي	٢٤٠٥	٣٥٠٧
المصدر: */ HBPSBR			

إن سعر الفائدة الحقيقي فيما يخص الحكومة الاتحادية تم تقديره باعتبار متوسط نسبة التمويل خلال فترة ٢٠٠٤ - ٢٠٠٩¹⁰ مع متوسط تضخم مقصود إليه وقدره ٣,٥% مما ينتج سعر الفائدة وقدره ٣,٥%. أما القطاع العام فمن المفترض أن سعر الفائدة الحقيقي أكبر بنسبة ١% منه للحكومة الاتحادية، أي يكون قدره ٤,٥%.

قيمة النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي عبارة عن متوسط النمو الحقيقي الوارد في فترة ٢٠٠٥ - ٢٠٠٨.

النتائج

المؤشر الوارد أعلاه مفيد لقياس الهدف الممكن إنجازه في الدين الطويل الأجل بشأن الحكومة الاتحادية والقطاع العام استناداً إلى معلومات سنة ٢٠٠٩. يُظهر الجدول التالي قيم المؤشر لعدد من أهداف الدين *b. ويمكن إنجاز أهداف الدين أو مقاصده عندما تكون قيم المؤشر أقل من ١ لأنه من المستطاع التوصل إلى خط سير ينزل من الدين الحقيقي إلى الدين المستهدف.

تدل هذه النتائج على أن الدين المستدام الذي تستهدفه الحكومة الاتحادية تقع فيما بين نسبة ٢٣% و ٢٤% من الناتج المحلي الإجمالي نظراً لأن المستويات الأخرى للدين ليست مستدامة أو سهلة المنال (مؤشر أكبر من ١). وينجم ذلك عن حجم الفائض الأولي الدائم (٠,٣%) المستعمل في السنة المالية بخصوص المستوى الحالي للدين.

المصدر: بنك المكسيك¹⁰

فيما يتعلق بالقطاع العام يتراوح مستوى الدين المستدام فيما بين صفر ونسبة ٣٤% من الناتج المحلي الإجمالي. والمقصود بذلك أنه القطاع العام يتمكن من الوصول في الأجل الطويل إلى مستويات أكثر انخفاضاً للدين. وجدير بالذكر أن الفائض الأولي في هذا الحال يساوي نسبة ٢،٢% من الناتج المحلي الإجمالي.

يظهر باللون الرمادي مدى تراوح مستويات الدين التي لا يمكن تقدير المؤشر عليها لأن افتراض كون المستوى الحالي للدين أعلى من المستوى المستهدف.

تقدير الدين المستديم المستهدف فيما يخص الحكومة
الإتحادية والقطاع العام في سنة ٢٠٠٩

قيم المؤشر					
القطاع	الحكومة	الدين	القطاع	الحكومة	الدين
			٢٠٠٩	٢٠٠٩	
٠,٩١	٠,٩٩	٠,٢٣ = b*	٠,٩٩	١,٠٢	٠,٠٠ = b*
٠,٩٠	٠,٩٠	٠,٢٤ = b*	٠,٩٨	١,٠٢	٠,٠١ = b*
٠,٨٩	١,١٤	٠,٢٥ = b*	٠,٩٨	١,٠٢	٠,٠٢ = b*
٠,٨٧	١,٠٧	٠,٢٦ = b*	٠,٩٨	١,٠٢	٠,٠٣ = b*
٠,٨٦	١,٠٥	٠,٢٧ = b*	٠,٩٨	١,٠٢	٠,٠٤ = b*
٠,٨٣	١,٠٤	٠,٢٨ = b*	٠,٩٨	١,٠٢	٠,٠٥ = b*
٠,٨٠	١,٠٤	٠,٢٩ = b*	٠,٩٨	١,٠٢	٠,٠٦ = b*
٠,٧٧	١,٠٤	٠,٣٠ = b*	٩٨٠	١,٠٢	٠,٠٧ = b*
٠,٧١	١,٠٤	٠,٣١ = b*	٠,٩٧	١,٠٢	٠,٠٨ = b*
٠,٦٣	١,٠٤	٠,٣٢ = b*	٠,٩٧	١,٠٢	٠,٠٩ = b*
٠,٤٨	١,٠٣	٠,٣٣ = b*	٠,٩٧	١,٠٢	٠,١٠ = b*
٠,١٦	١,٠٣	٠,٣٤ = b*	٠,٩٧	١,٠٢	٠,١١ = b*
١,٠٢	١,٠٣	٠,٣٥ = b*	٠,٩٦	١,٠٢	١٢,٠ = b*
٦,٦٧	١,٠٣	٠,٣٦ = b*	٠,٩٦	١,٠٢	٠,١٣ = b*
٢,٢١	١,٠٣	٠,٣٧ = b*	٠,٩٦	١,٠٢	٠,١٤ = b*
١,٦٩	١,٠٣	٠,٣٨ = b*	٠,٩٦	١,٠٢	٠,١٥ = b*
١,٤٩	١,٠٣	٠,٣٩ = b*	٠,٩٥	١,٠٢	٠,١٦ = b*
١,٣٨	١,٠٣	٠,٤٠ = b*	٠,٩٥	١,٠٢	٠,١٧ = b*
١,٣١	١,٠٣	٠,٤١ = b*	٠,٩٤	١,٠٢	٠,١٨ = b*
١,٢٧	١,٠٣	٠,٤٢ = b*	٠,٩٤	١,٠٢	٠,١٩ = b*
١,٢٣	١,٠٣	٠,٤٣ = b*	٠,٩٣	١,٠١	٠,٢٠ = b*
١,٢١	١,٠٣	٠,٤٤ = b*	٠,٩٣	١,٠١	٠,٢١ = b*
١,٠٤	١,٠٣	١,٤٤ = b*	٠,٩٢	١,٠٠	٠,٢٢ = b*

تأثير إنخفاض سعر الصرف على الدعم المالي الحقيقي المستديم (كالفو، إزكياردو وتالفي)

يقيس هذا المؤشر حساسية الفائض الأولي المستدام تجاه تغيرات سعر الصرف الحقيقي (RER). يتم التعبير عن الفائض الأولي المستدام كما يلي:

$$s = \left(\frac{1+r}{1+g} - 1 \right) \bar{b}$$

تتوقف حساسية الفائض الأولي المستدام على حساسية نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي تجاه هذه التغيرات. لتقدير المؤشر لمناسب يتم تقسيم نسبة الدين الحكومي المستدام إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى الدين الداخلي والدين الخارجي مقسوماً على إنتاج السلع القابلة للتجارة وغير القابلة للتجارة في الاقتصاد:

$$\bar{b} = \frac{B + eB^*}{Y + eY^*}$$

حيث أن

\bar{b}	هو نسبة الدين المستدام إلى الناتج المحلي الإجمالي
B	هو الدين الداخلي
e	هو سعر الصرف الحقيقي
B*	هو الدين الخارجي
Y	هو إنتاج السلع غير القابلة للتجارة
Y*	هو إنتاج السلع القابلة للتجارة

هكذا فيتم تقدير المؤشر المناسب وفقاً لنسبة الدين الداخلي إلى الدين الخارجي مقسوماً على نسبة إنتاج السلع غير القابلة للتجارة إلى السلع القابلة للتجارة.

$$I = \frac{B / eB^*}{Y / eY^*}$$

تفسير قيم المؤشر

الوصف	نسبة Y/eY^*	نسبة B/eB^*	القيمة
يتم أقصى التعرض لسعر الصرف الحقيقي في الاقتصاد المغلق (الإنتاج غير القابل للتجار) ومستوى الدين B^* أعلى من صفر، لأن انخفاض سعر الصرف يزيد من مبلغ الدين ولا يزيد من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. في هذه الحالة يساوي I_t صفراً وحجم تغير الدين هو $\left(\frac{B}{Y}\right)$	$0 \leq \frac{Y}{eY^*} \leq \infty$	0	0
	∞	$0 \leq \frac{B}{eB^*} \leq \infty$	
يقل المؤشر عن 1 عندما تقل نسبة الدين الداخلي إلى الدين الخارجي عن نسبة السلع غير القابلة للتجار إلى السلع القابلة للتجار؛ هكذا يرتفع مستوى الدين المستدام عند انخفاض سعر الصرف.	$\frac{B}{eB^*} < \frac{Y}{eY^*}$	$0 < I_t < 1$	
عندما يساوي المؤشر 1 يساوي تغير الدين المستدام الناتج عن حركات سعر الصرف صفراً.	$\frac{B}{eB^*} = \frac{Y}{eY^*}$	1	
نسبة الدين الداخلي إلى الدين الخارجي أكبر من نسبة السلع غير القابلة للتجار إلى السلع القابلة للتجار، وهكذا يرتفع مستوى الدين المستدام عند ارتفاع سعر الصرف.	$\frac{B}{eB^*} > \frac{Y}{eY^*}$	$I_t > 1$	

تقدير حالة المكسيك

المعايير

تم استعمال مستوى التصدير¹¹ لتقريب إنتاج السلع القابلة للتجار¹² يتم تقدير مستوى الدين وفقا لرصيد الدين العام الإجمالي في نهاية السنة فيما يخص المكونات المحلية والخارجية. من المفترض أن الانخفاض الاسمي لسعر الصرف (FIX) يساوي انخفاض سعر الصرف على أساس سنوي.

النتائج

تدل قيمة المؤشر على تعرض الحكومة الاتحادية والقطاع العام إلى سعر الصرف خلال فترة ١٩٩٩ - ٢٠٠٥.

السنة	الحكومة الاتحادية	القطاع العام
١٩٩٩	٠،٢٣	٠،٥٢
٢٠٠٠	٠،٣٨	٠،٦٣
٢٠٠١	٠،٤٠	٠،٦٠
٢٠٠٢	٠،٤٥	٠،٥٥
٢٠٠٣	٠،٤٧	٠،٥٢
٢٠٠٤	٠،٥٠	٠،٥١
٢٠٠٥	٠،٦٢	٠،٦٥
٢٠٠٦	١،٢٤	٠،٨٦
٢٠٠٧	١،٣٨	٠،٩٧
٢٠٠٨	٢،٠٥	١،٣٩
٢٠٠٩	١،١٩	٠،٧٩

المصدر: HBPSBR */

¹¹ المصدر: المؤسسة الوطنية للإحصائيات والجغرافيا

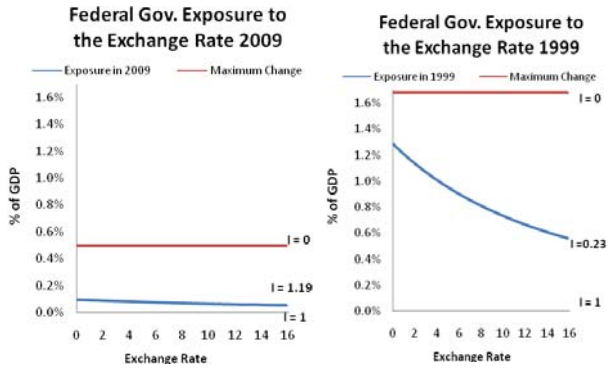
¹² ليس دقيقاً لأن السلع القابلة للتجار يمكن استهلاكها في القطر نفسه أيضاً، ولكنه تقريب صحيح

من الملحوظ أن الحكومة الاتحادية قللت التعرض إلى الدين وانخفاض سعر الصرف في معدل سعر الصرف لفترة ١٩٩٥ - ٢٠٠٥. ويعود هذا التقليل إلى تناسب أقل بين الدين الخارجي والدين الداخلي. في فترة ٢٠٠٦ - ٢٠٠٨ ارتفع المؤشر إلى مستويات تزيد عن ١ مما أدى إلى زيادة قابلية التأثر بارتفاعات سعر الصرف (فإن نسبة الدين الداخلي إلى الدين الخارجي لها علاقة راسخة مع نسبة السلع المنتجة للاستهلاك القومي والسلع المخصصة للتصدير). في سنة ٢٠٠٩م ستصير هذه النزعة عكسية لأن قيمة مؤشر الدين ستقترب من ١.

إن سلوك مؤشر القطاع العام يشابهه للحكومة الاتحادية ويعكس ذلك استراتيجية سياسة تتجه إلى تقليل الدين الخارجي. ينخفض مؤشر قابلية التأثر في فترة ما بين ١٩٩٩ و ٢٠٠٧ ويرتفع في سنة ٢٠٠٨. من المفترض أن القطاع العام سوف يقلل قابلية تأثر سعر الصرف بتخفيض مؤشرها إلى ٧٩,٠٠. على خلاف الحكومة الاتحادية سيقع التعرض إلى المخاطر في القطاع العام بجانب انخفاض سعر الصرف.

يُظهر الرسمان البيانيان التاليان حساسية مستوى الدين المستدام تجاه تقلبات سعر الصرف باستعمال اقتران معايير سعر الصرف لسنتي ١٩٩٩ و ٢٠٠٩. يدل الخط الأحمر الحد الأقصى للدين عندما يساوي المؤشر صفراً. ويتبين هذا التغير في $\left(\frac{B^*}{Y}\right)$ ويعكس التعرض عندما يوجد لدى الحكومة الاتحادية أسوأ تكوين للدين. يعود انخفاض سعر الصرف خلال هذه الفترة إلى تقليل الدين الخارجي للحكومة وإلى نمو الناتج المحلي الإجمالي. ويظهر الخط الأزرق التغير المحتمل في الدين لكل سنة باعتبار التكوين الحقيقي للدين. انخفض التعرض في هذه الفترة وارتفع المؤشر من ٠,٢٣ إلى ١,١٩.

تعرض الحكومة الاتحادية إلى سعر الصرف في سنتي
٢٠٠٩ و ١٩٩٩



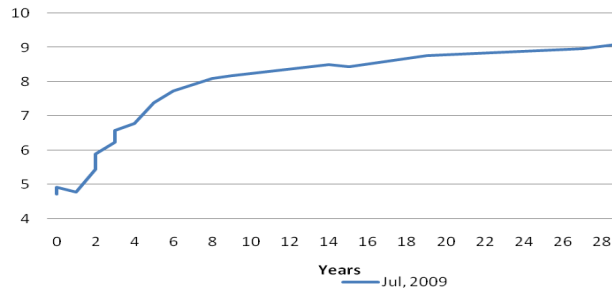
المؤشرات المالية للدين

مخاطر السوق

أسعار الفائدة ومنحني العائد

يُستعمل مفهوم "سعر الفائدة" بشكل عام لوصف زيادة ربح محتمل متعلق بكمية من المال. وتشكل أسواق المال وسيلة فعالة لتحويل رؤوس المال فيما بين العوامل الاقتصادية. إن سوقاً أكثر رسوخاً يقدّم للحكومة ظروفاً مالية أفضل. ولذلك من الضروري معرفة أسعار الفائدة لكل نوع من الأوراق المالية وإمكان مقارنتها على أساس وحيد. في هذا الحال من الممكن الحصول على هيكل بيني لأسعار الفائدة يقدر على إظهار أسعار الفائدة المتسقة في فترات مختلفة ولأجل متنوعة للاستحقاق.

منحني عائد السندات المالية الحكومية (%)
Government Bonds Yield Curve
(%)



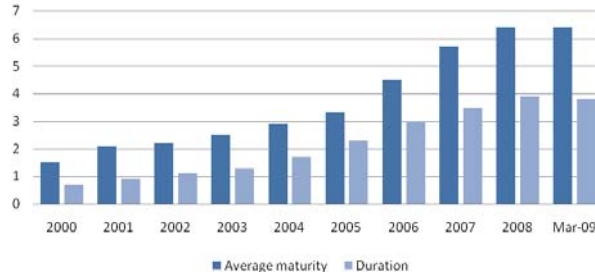
في الأسفل: السنوات. باللون الأزرق: يوليو سنة ٢٠٠٩ / المصدر: Bloomberg

متوسط الاستحقاق والمدة

إن الاستحقاق والمدة هما مقياسان لمتوسط الوقت الذي يترتب فيه على المصدر مواجهة خدمة دينه. يُستعمل متوسط الاستحقاق المرجح بشكل محدود لأنه لا يقدر إلا تواريخ دفع مبلغ القرض بينما تعتبر المدة بالإضافة إلى ذلك تواريخ دفع الفوائد. يتم الاطلاع على المدة بناء على تقدير متوسط استحقاق السند المالي طبق شروط السداد (القسائم ومبلغ القرض)، بتقدير الوزن لكل شرط من الشروط المرتبطة بالتدفقات المعنية والمبالغ المعنية بالقيمة الحالية. بشكل عام فكلما زادت مدة السند كلما قلت المخاطر الناتجة، بالمعدل. ويتم تعديل نسب أقل للديون العامة طبق المستوى الجديد لأسعار الفائدة.

متوسط الاستحقاق والمدة للدين الداخلي (بالسنوات)

Average Maturity and Duration of Domestic Debt
(years)



باللون الأزرق الغامق: متوسط موعد الاستحقاق. باللون الأزرق الفاتح: المدة

مبادلة الائتمان المعيبة (CDS) Credit Default Swaps

تنمية مبادلات الائتمان المعيبة حدث جديد في هذا المجال. وتقدم مبادلة الائتمان المعيبة تأميناً على مخاطرة إفلاس أية منشأة. في عقد مبادلة الائتمان المعيبة يترتب على مشتري الحماية اكتساب السند المالي المعني بقيمته الاسمية عند حدوث واقع ائتماني. ويقوم المشتري بدفع أقساط دورية إلى البائع خلال مدة العقد أو حتى وقوع حدث ائتماني، في أقرب الأجلين. إن الأقساط المدفوعة دورياً بشكل نسبة المبلغ الوهمي معروفة باسم علاوة مبادلة الائتمان المعيبة. فتشكل هذه العلاوة سعراً بديلاً لمخاطرة الائتمان للمنشأة المعنية.

إن العوامل الاقتصادية لا تعتبر مبادلات الائتمان المعيبة وسيلة لدعم السندات المالية والقروض فقط بل تأكدت من أنها مؤشر جيد لجودة الائتمان أيضاً وذلك ليس بخاصية يمكن ملاحظتها مباشرة. تشير بعض الأبحاث في هذا الخصوص إلى أن تغيرات الاقتصاد الكلي يثير تغيير معدل مستوى مبادلات الائتمان سلفاً. ومعنى ذلك أن سلوك مبادلات الائتمان المعيبة وخاصة عند اقتراب أزمة تتلوها حركة مشابهة ولكنها في سوق السندات المالية.

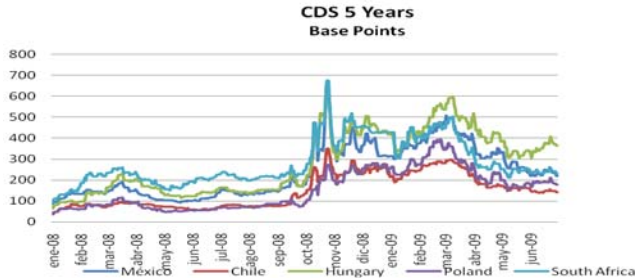
مخاطر الائتمان

مبادلة الائتمان المعيبة (CDS) Credit Default Swaps

تنمية مبادلات الائتمان المعيبة حدث جديد في هذا المجال. وتقدم مبادلة الائتمان المعيبة تأميناً على مخاطرة إفلاس أية منشأة. في عقد مبادلة الائتمان المعيبة يترتب على مشتري الحماية اكتساب السند المالي المعني بقيمته الاسمية عند حدوث واقع ائتماني. ويقوم المشتري بدفع أقساط دورية إلى البائع خلال مدة العقد أو حتى وقوع حدث ائتماني، في أقرب الأجلين. إن الأقساط المدفوعة دورياً بشكل نسبة المبلغ الوهمي معروفة باسم علاوة مبادلة الائتمان المعيبة. فتشكل هذه العلاوة سعراً بديلاً لمخاطرة الائتمان للمنشأة المعنية.

إن العوامل الاقتصادية لا تعتبر مبادلات الائتمان المعيبة وسيلة لدعم السندات المالية والقروض فقط بل تأكدت من أنها مؤشر جيد لجودة الائتمان أيضاً وذلك ليس بخاصية يمكن ملاحظتها مباشرة. تشير بعض الأبحاث في هذا الخصوص إلى أن تغيرات الاقتصاد الكلي يؤثر تغيير معدل مستوى مبادلات الائتمان سلفاً. ومعنى ذلك أن سلوك مبادلات الائتمان المعيبة وخاصة عند اقتراب أزمة تتلوها حركة مشابهة ولكنها في سوق السندات المالية.

مبادلة الائتمان المعيبة لمدة خمس سنوات (بنقط الأساس)



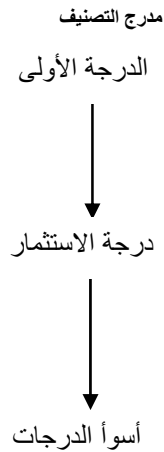
المصدر: Bloomberg

مخاطر السمعة

وكالات التصنيف

إن وكالات التصنيف هي المؤسسات التي تقوم بتلخيص المعلومات المتوفرة عن دولة معينة بتحديد المعايير والمستويات المعمول بها في شتى المؤشرات التي يتم تحليلها. وتقوم هذه الوكالات بتقييم الدين السيادي الصادر في الأسواق المحلية ولأجنبية للأجلين القصير والطويل، وفقاً لقدرة الدول على مواجهة التزاماتها بشأن سداد الديون. بالإضافة إلى ذلك فإن الوكالات تتنبأ بالأوضاع المستقبلية في الدولة عن طريق تقديرها إيجابية أو سلبية وإما ثابتة، حسب مقتضى الحال. إن وكالات التصنيف الرئيسية هي "ستاندارد & بورس" Standard & Poor's وفيتش Fitch وموديس Moody's.

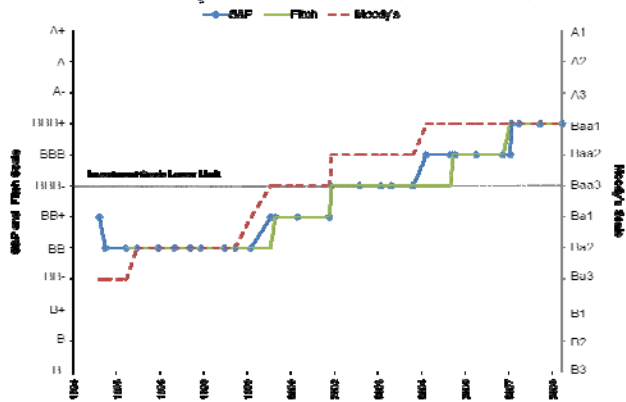
Moody's	S&P	Fitch
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
A2	A	A
A3	A-	A-
Baa1	BBB+	BBB+
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-
Caa1	CCC+	CCC+
Caa2	CCC	CCC
Caa3	CCC-	CCC-
Ca	CC	CC
C	C	C



التصنيف

حصلت المكسيك على درجة الاستثمار في سنة ٢٠٠٠م نظراً للتطور الملائم في الاقتصاد والمالية العامة والعجز القابل للإدارة في الحساب الجاري وتحسين جدول الدين العام والتضخم المنخفض. ومنذ تلك السنة قترفع الوكالات تصنيف الجدارة الائتمانية للمكسيك في سنوات ٢٠٠٢ و ٢٠٠٥ و ٢٠٠٧.

تطور تصنيف الجدارة الائتمانية للمكسيك في العملة الأجنبية



الرؤية المستقبلية لأقطار وتصنيفها (تصنيف BBB)

Moody's		Fitch		Standard&Poor's		الدولة
الرؤية	التصنيف	الرؤية	التصنيف	الرؤية	التصنيف	
ثابتة	Baa1	سلبية	BBB+	سلبية	BBB+	المكسيك
ثابتة	Baa1	سلبية	BBB+	سلبية	BBB+	جنوب إفريقيا
سلبية	Baa1	ثابتة	BBB	سلبية	BBB	تايلاند
سلبية	A3	سلبية	BBB	سلبية	BBB	لتوانيا
ثابتة	Baa2	ثابتة	BBB	ثابتة	BBB	تونس
تحت المراجعة	Baa2	بدون	بدون	ثابتة	BBB	بربادوس
ثابتة	Baa3	سلبية	BBB-	سلبية	BBB	بلغاريا
ثابتة	Baa3	سلبية	BBB-	سلبية	BBB-	كرواتيا
سلبية	Baa1	سلبية	BBB	سلبية		المجر
ثابتة	Baa1	سلبية	BBB	سلبية	BBB-	روسيا
بدون تصنيف	بدون تصنيف	بدون تصنيف	بدون تصنيف	ثابتة	BBB-	مونتسرات
ثابتة	Baa3	ثابتة	BBB-	سلبية	BBB-	الهند
ثابتة	Ba1	ثابتة	BBB-	ثابتة	BBB-	البيرو
إيجابية	Ba1	ثابتة	BBB-	ثابتة	BBB-	البرازيل
سلبية	Baa2	سلبية	BBB-	ثابتة	BBB-	كازاخستان

التطور القطري حسب تصنيف EMBI

EMBI Evolution by Country

