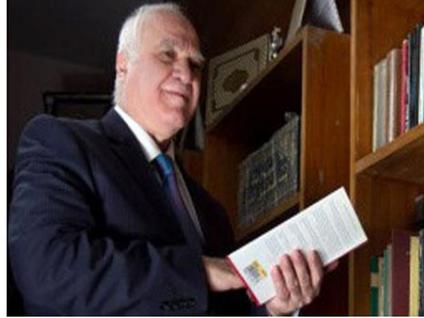




## أوراق في السياسة المالية



## د. مظهر محمد صالح\*: الصندوق السيادي الغايطس وضمانات التنمية الاقتصادية

### اولاً: الصندوق السيادي الغايطس

تعد الصناديق السيادية الغايطسة Sovereign Sinking Funds في المالية الحديثة وسيلة تتمكن منظمات الاعمال والحكومات بموجبها وضع جانب من المال وتجميعه بمرور الوقت لإطفاء ديونها، أي هي اموال أو نقود مودعة تستخدم عند الحاجة لإطفاء دين ما أو انها نقود تودع جانباً لإطفاء كلفة المعدات الرأسمالية عند اندثارها بما فيها الاندثار الفني او التكنولوجي.

كما تمكن الصناديق الغايطسة المنظمات المذكورة من ان تعيد شراء ديونها او سنداتها المصدرة كلا او جزءاً بأسعارها السائدة أو بأسعار تفضيلية. وتحسب الميزانية العمومية للصناديق الغايطسة على أساس ان الصندوق الغايطس Sinking Fund يساوي الموجودات assets كما أن الديون أو السندات المصدرة bonds تماثل المطلوبات



## أوراق في السياسة المالية

liabilities. ولما كانت البنية التحتية الوطنية تمثل اليوم صافي ثروات ذات نمو صفري او منخفض او ما يمكن تسميته بالخزين المادي الحدي (السالب) negative marginal stock احياناً، فإن تدفق الدخل الوطني ومخصصات الاستثمارات منه ولاسيما عوائد النفط هي في موضع لا يكافئ إزالة الخزين الحدي السالب من الطاقة المنتجة للبلاد وان إعادة بناء خزين حدي مادي (موجب) يقتضي توافر تراكمات مالية عالية تفوق قدرة البلاد الراهنة على الادخار المرغوب بما يوازي الاستثمار المرغوب. ان تحقيق ادخارات مرغوبة توازي الاستثمار المرغوب أو مخطط في البنية التحتية المادية ومختلف طاقات الانتاج لابد من ان يدفع إلى الاقتراض المنتج لإغلاق الفجوة التمويلية وتقوية الرافعة المالية للبلاد لقاء خيارين يمثلان المعادلة الصعبة في تنمية العراق وهما:

**الخيار الاول:** قبول قطاع مقاولات أجنبي مغامر يقبل بفرصة مخاطر البلدان Country Risk بسبب افرزات الازمة الامنية والحرب ضد الارهاب، وهو الأمر الذي يجعل قطاع المقاولات الاجنبي يضيف كلفة على مقاولاته تسمى كلفة العراق cost of Iraq (والتي تقرض جزافاً بالغالب على كلفة المقاولات لتبلغ احياناً بين 35%-45% من كلفة تنفيذ المقاوله المحلية في الظروف العادية).

**الخيار الأخير:** وبغية تقادي قيود الخيار الاول، يُقدم قطاع المقاولات الاجنبية عروض تمويل مقاولاته عبر حلقة تمويلية تكاملية تمثل (كلفة تمويل غير امتيازي او شبه امتيازي اي قليل او منخفض الفائدة شريطة تنفيذه من الشركات المقاوله المؤتلفة مع جهة التمويل وبأسس تنافسية وعلى وفق المعايير الدولية) حيث يوفر الانموذج الاخير وفورات او ارباح غير منظورة للجهات المنفذة او الممولة ربما تكون اقل كلفة من الخيار الاول جراء توافر



## أوراق في السياسة المالية

ضمانات سائلة مقبولة في حدودها وبكف أقل بسبب الضمانات التمويلية التي يوفرها الصندوق السيادي الغاطس من خلال مخصصات الموازنة الاستثمارية السنوية المتاحة في الموازنة العامة.

وهكذا يتطلب الوصول إلى المخرج الصحيح في التنمية والاستثمار في البنية التحتية تخطي المعادلة الصعبة للمرحلة الراهنة hard equation التي تقوم على فكرة انشاء صندوق سيادي غاطس sinking sovereign fund يغذى دورياً بتخصيصات مشاريع البنية التحتية في الموازنة الاتحادية المتاحة من الموارد الذاتية للبلاد ويعوض باستمرار عند السحب منه لإطفاء القروض الجسرية bridge loans التي توفرها الشركات المقاوله الاجنبية المؤتلفة من خلال وكالات الصادرات الاجنبية الحكومية الضامنة وباستمرار لضمان التنفيذ والتمويل بصورة متواصلة للشروع بأعمال المقاولات في العراق بما يضمن توقيتات مناسبة وكفاءة في الانجاز وتمويل مستمر.

وبهذا سيمارس الصندوق الغاطس وظيفة الضامن والممول لمشاريع البنية التحتية. كما يعدّ الصندوق انموذجاً مستحدثاً يولد تكامل تمويلي سائل يوازي سحب استحقاقات القروض الجسرية المقدمة من الجهات الدولية المؤتلفة المنفذة للمشاريع بصورة دورية، مما يقلل كلفة الاقتراض ويحوّله إلى دين امتيازي ميسر أقرب إلى التسهيلات المضمونة بتدفقات سائلة يوفرها الصندوق الغاطس موضوع الاشارة.

## ثانياً: اهمية الصندوق السيادي الغاطس ومؤشرات البنية التحتية



## أوراق في السياسة المالية

1- تؤشر بواكير الفكر الاقتصادي للتنمية ان ثروة الامم تقاس بعناصر ثلاثة اولهما: رأس المال البشري والاستثمار فيه وتنشئته، أما العنصر الثاني فيمثل رأس المال الاجتماعي الثابت social overhead capital الذي ينقسم إلى: رأسمال اقتصادي او ما يسمى بالبنية التحتية المادية التي قوامها شبكات الطرق والكهرباء والاتصالات وغيرها. وينصرف الجزء الاخر من تلك البنى التحتية إلى ما يسمى برأس المال الاجتماعي، ويقصد به المؤسسات القانونية والصحية والتعليمية والمصرفية وغيرها، فضلاً عن التكوين الرأسمالي المادي الثابت المتعلق بنشاطات الانتاج المباشر من السلع والخدمات كالمصانع وغيرها. في حين ينصرف العنصر الثالث في مقاييس الثروة إلى الموارد الطبيعية ومخزوناتا والتي تقدر في العراق بقيمة حاضرة صافية ربما تزيد على 16 تريليون دولار بفضل احتياطات الثروة النفطية الكامنة وغير مستغلة والثروات المادية الأخرى وهي تزيد بمرتين على ثروات أستراليا. في حين تبلغ تلك الثروة في الولايات المتحدة بحوالي 45 تريليون دولار وفي روسيا الاتحادية 76 تريليون دولار.

ففي الوقت الذي يزخر فيه العراق في العنصر الثالث فإنه يفتقر نسبياً إلى العنصرين الآخرين للثروة ولاسيما تدهور رأس المال الاقتصادي الثابت أو ما يسمى بالبنية التحتية المادية المتأكلة. منوهين أن حصة الفرد في تلك البنية التحتية المادية في الوقت الحاضر ربما لا تزيد على خمس حصة الفرد نفسه في تلك البنى المادية عشية اندلاع الحرب العراقية-الإيرانية عندما قدرت كلفة البنية التحتية آنذاك بحوالي 35 مليار دولار وأن إعادتها إلى المعدلات نفسها في ضوء التطورات الديموغرافية الراهنة لسد النقص الحاصل في تلك البنى (سكان العراق البالغ عددهم 38 مليون نسمة حالياً) يتطلب استثمار مبالغ



## أوراق في السياسة المالية

لا تقل عن 250 مليار دولار علماً أن نسبة التكوين الرأسمالي الثابت إلى الناتج المحلي الإجمالي السنوي لا تشكل حالياً سوى 25% منه.

2. يميز الاتجاه المشترك للبنية التحتية infrastructure في الاقتصاد الوطني بأنها تحمل كُلف ابتدائية ثابتة عالية جداً، في حين تتمتع بكلفة متغيرة منخفضة عند التشغيل الإنتاجي، فضلاً عن المصاعب في التسعير والحصول على عوائد مادية مباشرة. كما أن الاستثمار في البنى التحتية لا ينتمي بطبيعته إلى الاستثمار في السوق الاعتيادية، إلا أن أهميته الاستراتيجية تؤدي إلى تطوير مستويات وكفاية في النشاطات الإنتاجية المباشرة لكونها المزود للسلع والخدمات الضرورية لتوليد مستويات عالية من الناتج الوطني عبر صلة مباشرة أو غير مباشرة بالنشاط الإنتاجي، وبهذا فإن الإنتاج الناجم عن تشغيل الاستثمار في رأس المال الاجتماعي يغذي خدمات لأكثر من نشاط اقتصادي ويرفع من كفاية الإنتاج والاستخدام الأمثل في الطاقة الإنتاجية المباشرة.

3. واللافت للنظر، أن معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي الراهنة (الموجبة) لا يمكنها أن تعوض معدلات النمو السالبة في تراكم الثروة الوطنية المادية مالم تتوافق تراكمات مالية قوية وتحت أي مستوى مطلوب في تعجيل وتأثر إعادة التأهيل وبناء رأس المال الاجتماعي الثابت في العراق، إذ مازال تدفق الدخل الوطني flow الناجم عن الاستثمار في الموارد الطبيعية يقابله نمو سالب في الخزين الحدي للثروة الرأسمالية المادية negative marginal stock وتدني الاستثمار فيه.



## أوراق في السياسة المالية

ان مثل هذا الوضع قد ادخل البلاد في معادلة تمويلية صعبة تدفع صوب اللجوء إلى التمويل من السوق الدولية تحت أشكال مختلفة يتطلبها التشريع مثل الصندوق السيادي الغاطس.

4- وبغية حل تلك المعادلة التمويلية الصعبة، فإنه ينبغي التعرف باستمرار على مقياس الرافعة المالية للعراق او طاقة الدين العام والتي تمثل نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الاجمالي كمقياس لتلك الرافعة، وان العبرة من ذلك توفير معيار لبيان القدرة على ادامة الدين اي تحمل الدين دون ان يؤثر على صحة او سلامة النمو الاقتصادي في البلاد. والذي يطلق عليه تحليل تحمل طاقة الدين DSA- debt sustainability analysis ويمثل القدرة على خدمة الدين ومواجهة التزامات دون ان يؤثر على صحة وسلامة النمو الاقتصادي او الحاجة إلى إعادة جدولة الدين او تراكم المتأخرات التي تعيق النمو الاقتصادي. فالقياس المعتمد لدى المؤسسات المالية الدولية المتعددة الاطراف في تحليل تحمل طاقة الدين DSA المعتمدة تؤثر انه عندما يكون البلد المدين محتفظاً بالقيمة الحالية الصافية للدين NPV (اي العائد المتوقع عن الاستثمار بالدين مخصوم بسعر الفائدة يساوي كلفة الدين نفسه او أكبر منه) فإنه ينبغي أن تتوافر النسب الآتية التي تعبر عن السقوف القصوى للسلامة الاقتصادية وهي:

60% دين عام/الناتج المحلي الإجمالي

150% دين عام/صادرات البلاد

250% دين عام/إيرادات البلاد من العملة الاجنبية



## شبكة الاقتصاديين العراقيين

IRAQI ECONOMISTS NETWORK  
www.iraqieconomists.net

### أوراق في السياسة المالية

وان يكون نمو الدين السنوي بنسبة 3% من الناتج المحلي الإجمالي لضمان اقتصاد مولد للنمو والفائض الاقتصادي معاً.

ختاماً: يمكن القول ان العراق مازال في مستوى آمن (بحذر) في قدراته الاقتراضية ويتمتع بنسب معيارية قدرها اقل من 60% في نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (وعلى وفق آخر مشاورات أجريت مع صندوق النقد الدولي في ايلول /2017) وهو ما يسوغ قدرة البلاد في تبني صندوق سيادي غاطس يتعاطى التمويل بالاقتراض التكميلي من السوق المالية الدولية بالتلاحم التنفيذي مع سوق المقاولات العالمية للنهوض في نسبة التكوين الرأسمالي الثابت إلى الناتج المحلي الإجمالي لتكون 50% بدلاً من 25% حالياً خلال السنوات القادمة.

\* المستشار المالي والاقتصادي لرئيس الوزراء العراقي

حقوق النشر محفوظة لشبكة الاقتصاديين العراقيين. يسمح بإعادة النشر بشرط الإشارة إلى

المصدر. 2017/10/29

<http://iraqieconomists.net/ar/>