

الجوانب النقدية والمالية لطرح أدوات الدين العام في الكويت^(١)

يسرني أولاً أن أشكر الأخوة في كلية التجارة بجامعة الكويت، لقيامهم بترتيب هذا اللقاء الذي أرجو أن يؤدي إلى توضيح بعض الجوانب المالية والنقدية المتعلقة بالدين العام في الكويت، من ذلك لجوء الدولة إلى تمويل العجز في الميزانية من خلال الاقتراض العام كأداة سياسة مالية توسعية تستخدم للتأثير في مستوى النشاط الاقتصادي وبالتالي التأثير في بعض المتغيرات ذات العلاقة بنشاط السوق المالية، ثم التعرف بصفة خاصة على بعض الجوانب النقدية، ومن ذلك علاقة الاقتراض العام بوضع السيولة النقدية في الاقتصاد ثم أسلوب إدارة الدين العام من حيث علاقته بتنظيم مستويات السيولة.

وأود في بداية هذا الحديث أن أشرح بإيجاز بعض التطورات والعوامل التي أدت إلى إصدار المرسوم بالقانون رقم ٥٠ لسنة ١٩٨٧ الذي يأذن للحكومة بعقد قرض عام.

لقد شهدت الأعوام القليلة الماضية تراجعاً في أسعار النفط مصحوباً بانخفاض كبير شهده سعر صرف الدولار الأمريكي خلال الفترة ١٩٨٦ - ١٩٨٧، وبالتالي تحولاً في معامل التبادل التجاري لغير صالح الدول المصدرة للنفط ومنها الكويت. وقد اقترن هذا التحول بضغط على الميزانية العامة في الكويت وخاصة في ضوء الالتزام باستكمال برامج التنمية والانهاء من إعداد البنية الهيكلية، هذا إضافة إلى الرغبة في الحفاظ على مستوى المعيشة الذي تحقق في السبعينيات.

وقد سجلت الميزانية العامة للدولة أول عجز مالي، في عهد النفط، في السنة المالية ١٩٨٢/١٩٨١ وذلك حسب الأسلوب المتبع في الكويت في تقدير الإيرادات العامة. وتشير تقديرات السنة المالية الحالية ١٩٨٧ / ١٩٨٨ إلى أن العجز في الميزانية العامة يصل إلى ١٣٧٦ مليون دينار وهو أكبر عجز مقدر تشهده الميزانية العامة في الكويت. وأود أن أوضح

(١) أُلقيت في يوم ١٤ نوفمبر ١٩٨٧، في كلية التجارة والاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة الكويت.

هنا أن هذا العجز يعتمد على تقدير الإيرادات بناء على توقعات تطور إيرادات النفط عند إعداد الميزانية، وبذلك فإن العجز الفعلي قد يختلف عن المبلغ المقدر. وقد تزامن هذا الارتفاع الكبير في عجز الميزانية مع تطورات أخرى جاءت كعوامل أملت على الدولة اختيار الاقتراض العام كأسلوب لتمويل العجز. وأهم هذه التطورات هي:

أولاً: أخذًا في الاعتبار أهمية إكمال البناء الهيكلي للاقتصاد خاصة أن هناك مشروعات قد بدأت بالفعل، وأخذًا بالاعتبار الظروف الاقتصادية المحلية، فقد رؤي أنه من غير الملائم الالتجاء إلى أسلوب توازن الميزانية لأن ذلك يعني بالضرورة، في ظل ثبات الإيرادات، تقليص الإنفاق العام. ونظرًا لما قد يكون لذلك من آثار سلبية على الوضع الاقتصادي المحلي فقد رأت الحكومة الالتجاء إلى التمويل بالعجز في الميزانية مقرونًا بترشيد الإنفاق العام في بعض أبواب الميزانية التي سمحت الظروف بتقليصها.

ثانيًا: لقد قامت السلطات المعنية في السنوات الأخيرة بإعطاء أهمية كبيرة للسوق المالية الكويتية وسد الثغرات التنظيمية التي قد تعرقل استقرارها ونموها. وقد بدأ بنك الكويت المركزي، في الفترة الأخيرة، في التركيز على دور السوق المالية في الاقتصاد واستكشاف ما يمكن أن يقوم به، في مجال عمله، لتطوير هذه السوق وتنويع الأدوات الاستثمارية المتاحة فيها، مما يمهّد لتطوير السوق المالي كسوق في الاقتصاد الكويتي. وقد رؤي أن اللجوء إلى الدين العام يعتبر عاملاً مساعدًا في هذا المضمار.

ثالثًا: في الوقت ذاته، بدأ بنك الكويت المركزي بدراسة أدوات السياسة النقدية المستخدمة، ورأى ضرورة تطوير هذه الأدوات بإيجاد قنوات إضافية لتنظيم السيولة في الاقتصاد الكويتي، وبالتالي زيادة كفاءة السياسة النقدية التي يمكن تطبيقها خلال المراحل الحالية والمراحل القادمة.

ومن المعروف أن للحكومات في الاقتصاديات المعاصرة دورًا مهمًا في الحياة الاقتصادية، ويعتبر الإنفاق العام من أهم الأدوات المستخدمة لتنفيذ هذا الدور، وإذا لم تكف الإيرادات العامة

لتغطية النفقات المطلوبة، فإن الحكومات غالباً ما تلجأ إلى الاقتراض الخارجي أو الداخلي لسد العجز في الميزانية العامة. وقد رأت الإدارة الاقتصادية في الكويت أنها أمام أحد خيارين، أما اللجوء إلى الأسلوب التقليدي الذي دأبت معظم الدول النفطية على اللجوء إليه في تمويل عجز الميزانية وهو السحب من الاحتياطي، أو استخدام أسلوب جديد في تمويل العجز ويخدم في الوقت ذاته أهدافاً أخرى للإدارة الاقتصادية، وهو طرح أدوات الدين العام. وقد كان العامل الرئيسي في الاختيار هو إجراء مقارنة للتكاليف والمزايا الاقتصادية والمالية وخاصة في الأمدين المتوسط والطويل، حيث رُئي بأن الاقتراض من السوق المحلي هو أفضل الأساليب من ناحية ترجيح المزايا. وقد أخذت في الاعتبار العوامل التالية عند استقرار الرأي باللجوء إلى الدين العام:

1- رُئي أنه من غير الملائم توفير التمويل المطلوب من خلال تسهيل بعض الأصول المحلية وذلك لتجنب أحداث آثار معاكسة على قيم الأصول في الاقتصاد المحلي خاصة وأن جانباً أساسياً من هذه الأصول يدر عوائد بمعدلات جيدة في الوقت الذي يتوقع فيه أن تشهد القيم الرأسمالية لهذه الأصول ارتفاعاً في المستقبل.

كما رُئي أنه من غير الملائم أيضاً اللجوء إلى تسهيل أصول أجنبية جرى العمل على بنائها خلال السنوات الماضية، وسوف يترتب على تسهيل جزء منها فقدان معدلات عوائد مالية إضافة إلى فقدان أصول ذات نوعية جيدة.

2- أن السوق المالية الكويتية تعاني من محدودية الأدوات الاستثمارية المتاحة، وهناك حاجة إلى تنويع تلك الأدوات وإضافة أدوات جديدة تعكس مبادلات مالية ذات آجال مختلفة كمطلب لتطوير هذه السوق. كما أن طرح أدوات الدين العام، والتي تغطي آجالاً تمتد من ثلاثة أشهر إلى عدة سنوات من شأنه أن يطور هيكل أسعار الفائدة من حيث إيجاد مجموعة

أسعار فائدة وفقاً لتفاوت استحقاقات هذه الأدوات وبالتالي زيادة كفاءة السوق المحلية التي يتركز التعامل فيها لفترات قصيرة الأجل.

3- من المعروف أن السياسة النقدية في الكويت قد ركزت في السنوات الأخيرة على استخدام عمليات السوق النقدية لتنظيم مستويات السيولة. ولذلك فقد رُوي أن طرح أدوات الدين العام إذ يمكن البنك المركزي من بناء حافظة أصول محلية من هذه الأدوات يمكن من خلالها ممارسة عمليات السوق المفتوحة، فإن ذلك سيتيح للسلطة النقدية وللمرة الأولى استخدام أداة رئيسية من أدوات السياسة النقدية، وهي أداة ذات درجة عالية من المرونة في التأثير في الأساس النقدي الذي يتكون من النقد المتداول والاحتياطيات النقدية للبنوك (النقد في الخزنة والأرصدة لدى البنك المركزي)، وبالتالي التأثير في عرض النقد وتنظيم مستويات السيولة بوجه عام.

4- أن اللجوء إلى الاقتراض العام من شأنه أن ينوع مصادر تمويل الإنفاق العام بحيث يقلل من الاعتماد المباشر على دخل النفط، كما أن تسديد مبالغ الاقتراض العام على مدار سنوات قادمة من شأنه توزيع عبء تمويل العجز على فترات زمنية أطول، إضافة إلى ما يوفره أسلوب الاقتراض من تحقيق درجة من الاستقرار في موارد تمويل الميزانية.

5- من شأن اللجوء إلى الاقتراض العام استخدام جزء من المدخرات والفوائض للقطاع الخاص في تمويل الإنفاق العام، وبالتالي مساهمة هذا القطاع في تمويل جزء من أعباء الميزانية في الوقت الذي تشمل فيه أذونات وسندات الخزنة أدوات استثمارية مضمونة ومربحة لمن يرغب في اقتنائها.

ومما لا شك فيه أن هناك تساؤلات عديدة تطرح نفسها حول نوعية الأدوات المزمع طرحها وكيفية الاكتتاب بها والعائد عليها. وأود أن أوضح هنا أن أدوات الدين العام والتي ستطرح قريباً إن شاء الله، ستكون على نوعين، أذونات خزنة لمدة ثلاثة أشهر وتطرح على أساس

الخصم وبنظام المزايدة، وسندات خزانة بأسعار فائدة ثابتة تدفع نصف سنويا وفقاً لقسائم مرفقة بكل سند، وتصدر هذه السندات لفترات استحقاق لا تقل عن سنة ولا تتجاوز عشر سنوات. وسوف تصدر هذه الأدوات بفئات ١٠٠٠ و ١٠,٠٠٠ و ٥٠,٠٠٠ و ٢٥٠,٠٠٠ و ٥٠٠,٠٠٠ دينار، بحيث تفي بمتطلبات المستثمرين على اختلاف نوعياتهم ومستوياتهم ودخولهم.

وعلى الرغم من أن حق الاكتتاب في السوق الأولية لأدوات الدين العام سيقصر، خلال المرحلة الحالية، على البنوك وشركات الاستثمار الخاضعة لرقابة البنك المركزي، إلا أنه باستطاعة أي فرد أو شركة أن يطلب من الجهات المخولة بالاكتتاب التي يتعامل معها الاكتتاب لحسابه، ويكون طلب هؤلاء ضمن طلبات تلك الجهات.

وفيما يتعلق بتداول هذه الأدوات في السوق الثانوية، فلا يوجد هناك أية قيود على ذلك نظراً لأن هذه الأدوات لحاملها، ويحق للمواطن والمقيم وغيرها شراء هذه الأذونات والسندات. وضمن الإطار العام لتطوير السوق المالية سوف يعمل البنك المركزي على تنشيط سوق ثانوية لهذه الأدوات الأمر الذي من شأنه رفع درجة سيولتها.

كذلك فإن طرح أدوات الدين العام يثير تساؤلات حول الآثار النقدية والمالية لذلك، وأود هنا أن أتعرض لبعض الجوانب النقدية والمالية لقيام الدولة بالاقتراض من السوق المالية المحلية.

فمن المعروف أن القنوات المتاحة أمام القطاع الخاص لتوظيف الأموال في السوق المحلية تكاد تنحصر في ودائع مصرفية والاستثمار في أسهم الشركات وقطاع العقار. ومن هنا قد يطرح تساؤل حول الأثر النقدي للإصدار المتمثل في التأثير على الودائع المصرفية وعلى كلفة التمويل في الاقتصاد المحلي، بفرضية أن الدولة قد تنافس القطاع المصرفي للحصول على الموارد المالية المتاحة مما قد يقلص قاعدة الودائع للبنوك المحلية من ناحية، ويرفع أسعار الفائدة وبالتالي ارتفاع تكلفة التمويل الحكومي من ناحية أخرى.

وبالنسبة لتأثيرات إصدار الدين العام في ودائع القطاع الخاص فيجب أن نتناولها من منظور الآثار النقدية المتتالية للإصدار والاحتمالات الواقعية للتصرف في هذه الأموال سواء من قبل وزارة المالية في مجال الإنفاق العام أو من قبل البنك المركزي في مجال استخدام أدوات السياسة النقدية. وهنا لابد من الأخذ في الاعتبار أثر هذه الأصول ذات النوعية الجيدة في موجودات البنوك، من حيث تعزيز جانب الأصول السائلة التي تدر عوائد، وكذلك تحسين محافظها الاستثمارية وتخفيف الضغوط على المحافظ الإقراضية وبالتالي تقليل درجة المخاطر المصرفية وتحسين أداء البنوك بصفة عامة. ومن هذا المنطلق فإنه لا يمكن التسليم بالفكرة الشائعة عن وجود علاقة عكسية دائمة بين اقتراض الدولة وودائع القطاع الخاص، إذ لا بد من أن نفرق بين التأثير الفوري والتأثيرات الأكثر أهمية في الأمد المتوسط. ومعنى ذلك أن هناك تأثيرات أولية وأخرى ثانوية. ففي المرحلة الأولى قد يؤدي طرح أدوات الدين العام إلى تقليص جزئي في قاعدة الودائع لدى البنوك ولكن هذا أيضاً لا يمثل المحصلة النهائية لأثر هذا الإصدار، حيث أنه من الممكن للقطاع الخاص أن يمول مساهمته عن طريق تحويل موجودات خارجية، إضافة إلى أن جزءاً كبيراً من الطلب على هذه الأدوات سوف يأتي من البنوك المحلية نفسها وذلك بإحلال ما لديها من سندات صادرة عن البنك المركزي بأدوات الدين العام. ويذكر أن ما في حوزة البنوك المحلية من سندات البنك المركزي بلغ في أواخر أكتوبر ١٩٨٧ نحو ٧٠٠ مليون دينار.

وبذلك فإن ما لا يقل عن نصف ما سمح باقتراضه حسب القانون سوف تغطيه موارد متوفرة لدى البنوك المحلية مما يترتب عليه عدم المساس بقاعدة الودائع الحالية بشكل ملحوظ. وإذا نظرنا إلى التأثيرات التالية للإصدار فيجب أن نأخذ في الاعتبار دور الإنفاق العام في الدورة النقدية والذي سيؤثر إيجابياً في قاعدة الودائع، خاصة وأن هدف الاقتراض العام هو المحافظة على المستوى المناسب للإنفاق العام الذي يغذي هذه الودائع عبر أبواب الإنفاق المختلفة للميزانية. يضاف إلى ذلك ما قد يضخه البنك المركزي من أموال داخل الجهاز المصرفي في

مجال تعامله مع البنوك، سواء كان ذلك ضمن أسلوب السياسة النقدية أو بصفته المقرض الأخير للبنوك.

إضافة إلى ذلك فإنه من المفيد أن نأخذ في الاعتبار ما يوجد لدى البنك المركزي من قنوات مختلفة للتأثير في القطاع المصرفي وتخفيف أية آثار سلبية مرحلية للاقتراض العام.

أما بالنسبة لما قد يثار من وجود آثار سلبية لإصدار أدوات الدين العام في سوق الأسهم، فإن تجارب البنك المركزي في الأشهر الأخيرة من خلال إصدار السندات الخاصة به تدل على أنه بإمكان السوق المالية استيعاب حجم الدين العام المتوقع دون أية آثار سلبية في سوق الأسهم المحلي. كذلك فإن لجوء الدولة إلى الاقتراض يؤدي إلى تعزيز جانب الطلب في السوق المحلية وهي سوق تتميز عادة بزيادة العرض الفعلي والكامن للأموال عن الطلب عليها، الأمر الذي يعزز الاستقرار في سوق طلب وعرض الأموال، خاصة وأن الحكومة ستوجد بذلك مصدراً محلياً للطلب المستقر على التمويل. وإذا رجعنا إلى أداء البورصات العالمية في السنوات الأخيرة، (وقبل الهزة التي حدثت في هذه الأسواق خلال الشهر الماضي)، نجد أن الولايات المتحدة، والتي تقوم سنوياً بتمويل ما لا يقل عن ٢٠% من حجم الميزانية بالاقتراض، قد شهدت أسعار الأسهم فيها ارتفاعاً مستمراً لعدة سنوات وذلك بالرغم من ارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج القومي الإجمالي إلى نحو ٤٣% في عام ١٩٨٦.

وإضافة إلى ذلك، فإنه من الأمور الواضحة أن هناك مجموعة عوامل تعمل الآن لصالح تماسك أسعار الأسهم محلياً خاصة وأن معظم الشركات الوطنية قد استوعبت خلال السنوات الماضية أثر تدني قيم الأصول في نتائج عملياتها، وبالتالي أصبحت تتمتع بمراكز مالية سليمة. وهذه الأمور من بين العوامل التي ستعطي أسعار الأسهم مزيداً من التماسك. كما يجب ألا يغيب عن ذهننا أن لدى القطاع الخاص الكويتي موجودات أجنبية قام باقتنائها نتيجة عدم وجود

بدائل محلية للاستثمار. ومن غير المستبعد في ظل المناخ غير المستقر في الأسواق العالمية أن تعود بعض هذه الأموال إلى السوق المحلية إذا كانت العوائد المالية مستقرة ومجزية.

وفيما يتعلق بما قد يثار من ملاحظات حول أثر الدين العام في نقل العبء المالي على عاتق الأجيال القادمة، أود أن أوضح أولاً، بأن اهتمامات الدولة بمستقبل الأجيال القادمة لا يعني تكريس مثل هذا الاهتمام على حساب التضحية بالجوانب الاجتماعية المختلفة للجيل الحاضر. يضاف إلى ذلك أن إعطاء نظرة أكثر شمولية لموضوع الاقتراض العام تؤكد استمرارية الاهتمام بموضوع الأجيال القادمة، ذلك أن طرح أدوات الدين العام تسنده مبررات الاستفادة في تمويل العجز في الميزانية من وجود فوائض مالية متاحة محلياً بأسعار فائدة ملائمة وبالتالي عدم المساس بالمال الاحتياطي المستثمر واستمرارية الاستفادة من معدلات عوائده والزيادات في القيم الرأسمالية لهذه الأصول. ومن شأن ذلك أن يخفف من الكلفة المالية النهائية على الحكومة سواء كان ذلك آنياً أو في المستقبل، إذ أن العبء الحقيقي لا تعكسه فقط كلفة الفائدة المطلقة على أدوات الدين وإنما يمثل الفرق بين الفائدة المدفوعة والعائد على الاحتياطي المستثمر.

وأخيراً أود أن أذكر أن تنظيم عمليات إصدار أدوات الدين العام سوف يتولاها البنك المركزي نيابة عن الحكومة، وسوف يعتمد تأثير هذه الإصدارات على الاقتصاد وعلى القطاع المالي، ومدى نجاحها في تحقيق الأهداف المنشودة، على تفاصيل هذه الإصدارات وبصفة خاصة العائد بالنسبة للمستثمر وإمكانية تطوير سوق ثانوية نشطة. ولا يجب أن ننسى أن الاقتراض العام إنما يشكل أداة واحدة من عدة أدوات متوفرة للإدارة الاقتصادية في الكويت في مجال السياسة المالية والسياسة النقدية، وهي أول تجربة من نوعها في الكويت، وأرجو من الله التوفيق، وشكراً لكم.