



إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل (MTDS)

وزارة المالية

المحتويات

المحتويات

٢	الإختصارات والمفاهيم.....
٣	التعريفات.....
٤	المقدمة.....
٥	إرشادات.....
٦	أهداف ونطاق إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل.....
٦	خصائص محفظة الدين العام الحالي.....
٦	الرصيد القائم للدين العام.....
٨	الإستراتيجية الحالية لإدارة الدين.....
١١	مصادر تمويل.....
١١	مصادر التمويل المحلية.....
١١	مصادر التمويل الخارجية.....
١٢	إفترضات الإقتصاد الكلى وعوامل المخاطر الأساسية.....
١٢	إفترضات الإقتصاد الكلى.....
١٣	عوامل المخاطر الأساسية.....
١٤	الصددمات السلبية.....
١٤	إستراتيجيات التمويل البديلة.....
١٤	تحليل التكلفة والمخاطر لإستراتيجيات إدارة الدين البديلة.....
١٤	الإستخلاصات النهائية والتحريك المُقبل.....
١٥	تطبيق الإستراتيجية.....

١ - الإختصارات والمفاهيم

ATM	متوسط عمر الدين بالسنة
ATR	المعدل المتوسط لإعادة تثبيت أسعار الفائدة
AT	أداة تحليلية وهي أداة إستراتيجية الدين متوسطة الأجل
CBE	البنك المركزي المصري
DMU	وحدة إدارة الدين العام – مكتب وزير المالية
EGP	الجنيه المصرى
EMTN	برنامج السندات الدولارية الدولية
FDI	الإستثمارات الأجنبية المباشرة
GDP	الناتج المحلى الإجمالى
GOE	الحكومة المصرية
GMTN	برنامج السندات الدولارية العالمية
IMF	صندوق النقد الدولى
MoF	وزارة المالية
MTDS	إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل
PV	القيمة الحالية لإصدارات الدين.
QE	التيسير الكمى
WB	البنك الدولي.

٢- التعريفات

متوسط عمر الدين بالسنة (ATM)	مؤشر لقياس مخاطر إعادة التمويل علي أساس عمر الدين الحالي.
المعدل المتوسط لإعادة تثبيت أسعار الفائدة (ATR)	مؤشر لقياس مخاطر إعادة التمويل علي أساس التغير في أسعار الفائدة لحجم الدين ذو العائد المتغير والذي يعتبر بطبيعته متعرض لمخاطر التغير في أسعار الفائدة وحجم الدين ذو العائد الثابت الأقل من عام المتعرض أيضاً لمخاطر التغير في أسعار الفائدة عند إعادة تمويله.
إعادة الفتح للأوراق المالية الحكومية (Re-Opening)	تقوم وزارة المالية بإعادة الفتح لإصدارات الأوراق المالية الحكومية من أذون الخزانة لمدة ٩ أشهر وسنة، وسندات صفرية الكوبون لأجل سنة ونصف مرة واحدة، أما سندات الخزانة من أجل ٣، ٥، ٧ و ١٠ سنوات فيتم إعادة فتحها عدة مرات حتي يصل الرصيد القائم لها إلي حوالي ١٢ - ١٥ مليار جنيه؛ حيث أن الهدف من إعادة الفتح للإصدارات من تلك الأوراق المالية هو بناء نقاط مرجعية علي منحني العائد من تلك الأجل لتجنب تفتيت حجم الإصدارات مما يساعد علي جعلها تتمتع بالسيولة في السوق الثانوي الأمر الذي ينتج عنه زيادة حجم التداول علي تلك الأوراق المالية في السوق الثانوي ومن ثم انعكاسه بالأثر الإيجابي علي تسعير إصدارات الأوراق المالية الحكومية في السوق الأولي مما يؤدي إلي تخفيض تكلفة إصدار تلك الأوراق المالية وبناء نقاط مرجعية علي منحني العائد لتلك الأوراق.
القيمة الحالية لإصدارات الأوراق المالية الحكومية (PV)	هي التدفقات النقدية الداخلة الناتجة من إصدارات الأوراق المالية الحكومية وتظهر أكثر في أدوات الخصم كأذون الخزانة قصيرة الأجل وسندات صفرية الكوبون.
منحني العائد (Yield Curve)	هو رسم بياني لهيكل أسعار الفائدة من إصدارات الأوراق المالية الحكومية للأجل المختلفة حيث يبدأ المنحني بأذون الخزانة لمدة ثلاثة أشهر وينتهي بسندات الخزانة لأجل عشر سنوات، ويعتبر منحني العائد مؤشر هام للمستثمرين عند اتخاذهم قرار بشأن الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية.
تصنيف الدين علي أساس معيار الإقامة (Classification) of Debt by (Residency)	هو تصنيف الدين علي أساس معيار الإقامة ويقصد بالإقامة هنا مركز المنفعة الاقتصادية للمستثمر كونه مقيم داخل البلد المصدر لتلك الأدوات أو مقيم خارجه حيث يفترض تصنيف الدين علي أساس معيار الإقامة أن كل المستثمرين المقيمين بالداخل والحاملين لأدوات الدين سواء بالعملة المحلية (الجنيه المصري) أو بالعملة الأجنبية والمصدرة سواء في السوق المحلي أو في سوق الإصدارات الدولية دين محلي، وأن كل المستثمرين المقيمين بالخارج والحاملين لأدوات الدين سواء بالعملة المحلية (الجنيه المصري) أو بالعملة الأجنبية والمصدرة سواء في السوق المحلي أو في سوق الإصدارات الدولية دين خارجي، ويعتبر هذا التصنيف غير معمول به من قبل كل من صندوق النقد والبنك الدوليين.
تصنيف الدين علي أساس معيار العملة (Classification) of Debt by (Currency)	هو تصنيف الدين علي أساس العملة سواء كان إصدار أدوات الدين بالعملة المحلية (الجنيه المصري) أو بالعملة الأجنبية حيث تعتبر كل إصدارات الدين بالعملة المحلية (الجنيه المصري) دين محلي وإصدارات الدين بالعملة الأجنبية دين خارجي بصرف النظر عن سوق الإصدار من حيث كون تلك الإصدارات تمت في السوق المحلي المصري أو سوق الإصدارات الدولية، ويعتبر هذا التصنيف المتماشى مع معايير تصنيف الدين لكل من صندوق النقد والبنك الدوليين.

٣- المقدمة

- ينظم قانون الموازنة العامة للدولة رقم (٥٣) لسنة ١٩٧٣ والمعدل بالقانون رقم (٨٧) لسنة ٢٠٠٥ والقانون رقم (١٠٩) لسنة ٢٠٠٨ صياغة الموازنة التي يتم إصدارها سنوياً ويتم اعتمادها من قبل مجلس النواب، كما ينظم أنشطة اقتراض الحكومة.
- يتضمن قانون ربط الموازنة العامة للدولة سنوياً مواد تفوض وزير المالية في إصدار الأذون والسندات علي الخزنة العامة للدولة لتغطية عجز الخزنة العامة في السنوات السابقة، وتغطية العجز النقدي في حساب الحكومة بالبنك المركزي، وتنفيذ متطلبات الإصلاح المالي والإقتصادي. وذلك وفقاً لما تقضى به المادة رقم (١٢٧) من دستور مصر الصادر في يناير ٢٠١٤.
- كما يتضمن قانون ربط الحساب الختامي للموازنة العامة للدولة سنوياً مادة لإعتماد مركز الدين العام الداخلي والخارجي الحكومي علي النحو الوارد في الحسابات الختامية لذات العام، وفي ضوء ما أسفرت عنه مراجعة الجهاز المركزي للمحاسبات.
- إن إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل (MTDS) هي خطة تعترزم وزارة المالية تطبيقها على مدى ثلاثة سنوات بغرض تحقيق التوازن المطلوب بين عناصر التكلفة والمخاطرة لمحفظة الدين العام الحكومي . وفي سبيل ذلك فقد صدر قرار وزير المالية رقم (٥١٥) لسنة ٢٠١٥ في هذا الشأن بتشكيل مجموعة عمل داخل وزارة المالية (MOF) لمراجعة السياسات المرتبطة بإدارة الدين العام ومتابعة أدائه بشكل دوري، وإقرار إستراتيجية الدين العام متوسطة الأجل.
- الغرض من هذه الوثيقة هو تحديد الإستراتيجية الأفضل بناءً على أهداف الإدارة الرشيدة لمحفظة الدين العام القابل للتداول. واستناداً إلى التحليل، يتم صياغة الإستراتيجية المُختارة وسيتم نشرها بعد عرضها علي وزير المالية وإعتمادها. كما تعترزم وزارة المالية تحديث هذه الوثيقة بشكل سنوي. وتصدر هذه الوثيقة في ضوء المعايير الدولية لصندوق النقد والبنك الدوليين.
- لا بد لإستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل (MTDS) أن تعمل على تحقيق أهداف الحكومة في إدارة محفظة الدين بشكل متوازن، فعلى سبيل المثال عليها أن تضمن تلبية الاحتياجات التمويلية للموازنة العامة للدولة بتكلفة منخفضة نسبياً بما يتفق مع درجة المخاطرة. ومن المتوقع أن تركز الإستراتيجية على كيفية مواجهة المخاطر كجزء لا يتجزأ من إدارة محفظة الدين العام، فإن استخدام هذه الأداة الكمية يوفر معلومات مفيدة تتيح لمتخذي القرار إمكانية تحديد المخاطر المحتملة علي الموازنة والناشئة عن بدائل استراتيجيات إدارة الدين والصدمات الإقتصادية.
- تقوم وحدة إدارة الدين العام (DMU) بوزارة المالية بإعداد وثيقة إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل بشكل سنوي.
- تشمل إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل على ثمانية خطوات، وهي كالتالي:
 ١. توضيح أهداف ونطاق تطبيق إستراتيجية إدارة الدين على المدى المتوسط،
 ٢. توضيح الإستراتيجية الحالية لإدارة الدين ومراجعة عناصر المخاطرة وتكلفة رصيد الدين القائم لتحديد مدي الحاجة في التغيير،
 ٣. مراجعة مصادر التمويل الممكنة لإستراتيجيات الاقتراض المستقبلية،
 ٤. مراجعة محددات الإقتصاد الكلي والظروف التي يشهدها السوق والتوقعات متوسطة الأجل على أساس سنوي،

٥. تحديد عوامل الخطر التي يتعرض لها الإقتصاد والتي ينبغي أن تأخذها استراتيجية إدارة الدين في الحسبان،
٦. تحديد وتحليل الأداء وتكلفة مخاطر الإستراتيجيات البديلة لإدارة الدين،
٧. مراجعة الإستراتيجية الأفضل من حيث التطبيق مع متخذي القرار والمتعاملين في السوق،
٨. الانتهاء من إعداد وثيقة إستراتيجية إدارة الدين تمهيداً لإقرار ونشر الوثيقة.

٤ - إرشادات

- لتحقيق الغرض التحليلي لإستراتيجية إدارة الدين على المدى المتوسط، يتم تحديد طبيعة بيانات الدين المُستخدمة في التحليل والتي تقتصر علي كلٍ من بيانات الدين المحلي والخارجي القابل للتداول فقط.
- تم تصنيف الدين من حيث النوع (محلي وخارجي) إعتماًداً على التصنيف الدولي لكلٍ من صندوق النقد والبنك الدوليين:
 ١. الدين المحلي يتضمن أذون وسندات الخزنة المُصدرة في السوق المحلي بالجنيه المصري.
 ٢. الدين الخارجي يتضمن أذون وسندات الخزنة المُصدرة بالعملة الأجنبية (الدولار واليورو) بالإضافة إلي إصدارات السندات الدولية.

٥- أهداف ونطاق إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل

- يتم تحديد وصياغة أهداف إدارة الدين في صورة وثيقة إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل (MTDS)، وليس في شكل قانون لإدارة الدين.
- تهدف إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل خلال الفترة من العام المالي ٢٠١٥/٢٠١٦ إلى العام المالي ٢٠١٧/٢٠١٨ إلى:
 ١. ضمان تلبية الإحتياجات التمويلية لسد عجز الخزنة العامة للدولة بتكلفة منخفضة نسبياً بما يتفق مع درجة المخاطرة على المدى المتوسط.
 ٢. دعم تطوير سوق الأوراق المالية الحكومية.

٦- خصائص محافظة الدين العام الحالي

الرصيد القائم للدين العام

- يبلغ إجمالي الدين العام المحلي (القابل للتداول والغير قابل للتداول) في نهاية شهر يونيو ٢٠١٥ نحو ٢,٠٩ تريليون جنيه (أي بنسبة ٨٦% من الناتج المحلي)، منه نحو ١,١ تريليون جنيه دين محلي قابل للتداول وهو ما يعادل ٥٤% من إجمالي الدين العام المحلي .
- يمثل الرصيد القائم من سندات الخزنة المُصدرة بالجنيه المصري ما نسبته ٢٨,٦ % من إجمالي الدين العام المحلي و٥٤% من إجمالي الدين المحلي القابل للتداول، بينما يمثل الرصيد القائم من أذون الخزنة المُصدرة بالجنيه المصري ما نسبته ٢٥,٤% من إجمالي الدين العام المحلي و ٤٦% من إجمالي الدين المحلي القابل للتداول. ونتيجة لزيادة نسبة الرصيد القائم من سندات الخزنة في مقابل أذون الخزنة قد تحسن متوسط عُمر الدين خلال الفترة الحالية.
- يتكون الدين الخارجي من ثلاثة فروع: المديونية الخارجية متوسطة وطويلة الأجل التي تتحملها الحكومة مباشرة أو مضمونة من قبل الحكومة، والديون الخارجية للقطاع الخاص متوسطة وطويلة الأجل الغير مضمونة، والديون الخارجية قصيرة الأجل.
- بلغ إجمالي الدين الخارجى ٤٨,١ مليار دولار أمريكى في نهاية شهر يونيو ٢٠١٥ مقارنة بإجمالى ٤٦,١ مليار دولار أمريكى في نهاية شهر يونيو ٢٠١٤. بلغ نسبة الدين الخارجى من إجمالى الناتج المحلى ١٥% في نهاية شهر يونيو ٢٠١٥ وهى النسبة التى تعد منخفضة نوعاً ما إذا ما قورنت بمتوسط الدول المناظرة (على سبيل المثال، سجلت دول الشرق الأوسط ودول شمال أفريقيا فى المتوسط نسبة ٢٧% حجم للدين الخارجى لإجمالى الناتج المحلى خلال عام ٢٠١٣). وقد شهد الدين الحكومى الخارجى انخفاضاً بنسبة ١١,٤% ليصل الى ٢٥,٧ مليار دولار أمريكى (يمثل الدين الحكومى ما نسبته ٥٣,٥% من إجمالى الدين الخارجى) في نهاية شهر يونيو ٢٠١٥ مقارنة بـ ٢٩ مليار دولار أمريكى (بنسبة ٦٣,١% من إجمالى الدين الخارجى) في نهاية شهر يونيو ٢٠١٤.
- كما سجل الدين الخارجى القابل للتداول ١٧,٤ مليار دولار أمريكى في نهاية يونيو ٢٠١٥.

إجمالي الدين العام المحلي في ٣٠ يونيو ٢٠١٥

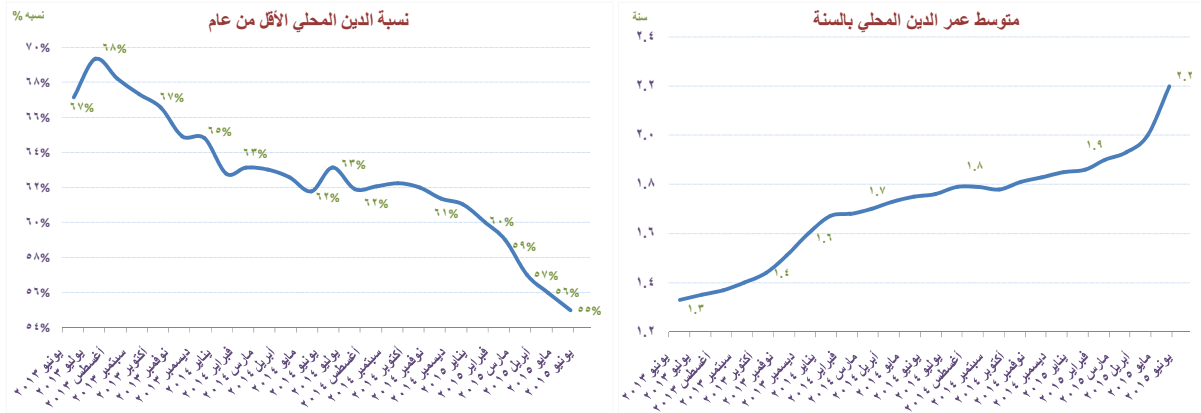
الدين المحلي

- يمثل الدين المحلي الشق الأكبر من رصيد الدين القائم القابل للتداول. حيث يمثل الدين المُقوم بالعملة المحلية ٨٩% من إجمالي الدين العام القابل للتداول؛ كما يمثل الدين الخارجي والدين المُقوم بالعملة الأجنبية نسبة ١١% فقط (ويتكون الدين المُقوم بالعملة الأجنبية من أذون وسندات خزانة بالدولار الأمريكي وأذون خزانة باليورو مُصدرة في السوق المحلي).

[illegible]

- بلغ متوسط عُمر محفظة الدين العام القابل للتداول ٢,٢ عام للدين المحلي في ٣٠ يونيو ٢٠١٥.
- بلغت نسبة الدين المحلي الأقل من عام إلى ٥٥% لإجمالي محفظة الدين المحلي القابل للتداول وبلغت نسبة الدين الخارجي الأقل من عام ٥٦% لإجمالي محفظة الدين الخارجي القابل للتداول بنهاية يونيو ٢٠١٥.

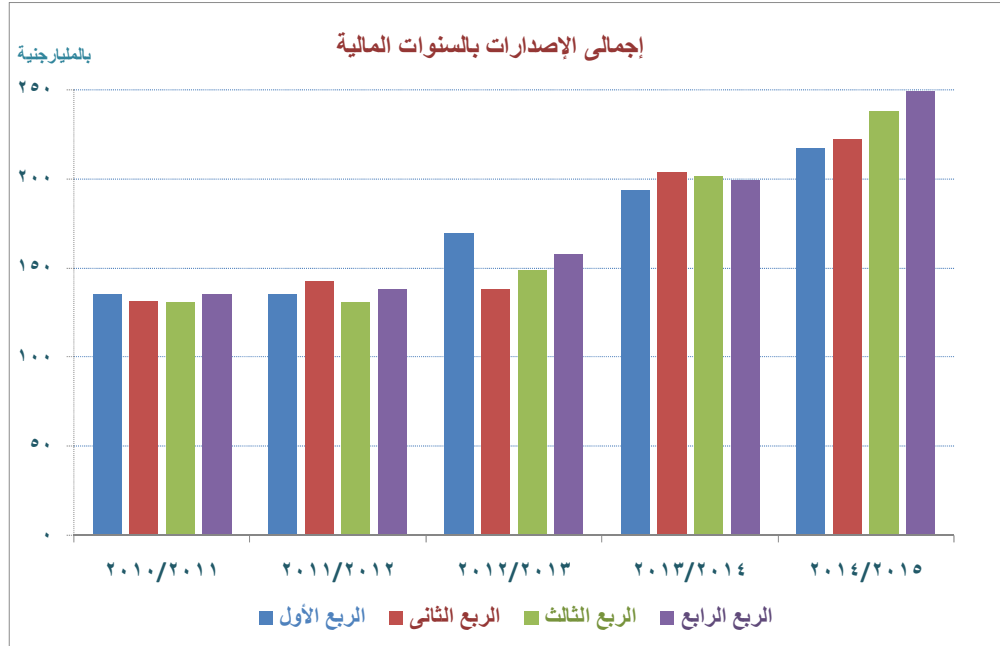
شكل (٢): تطور متوسط عمر الدين العام المحلي ونسبة الدين الأقل من عام



٧- الإستراتيجية الحالية لإدارة الدين

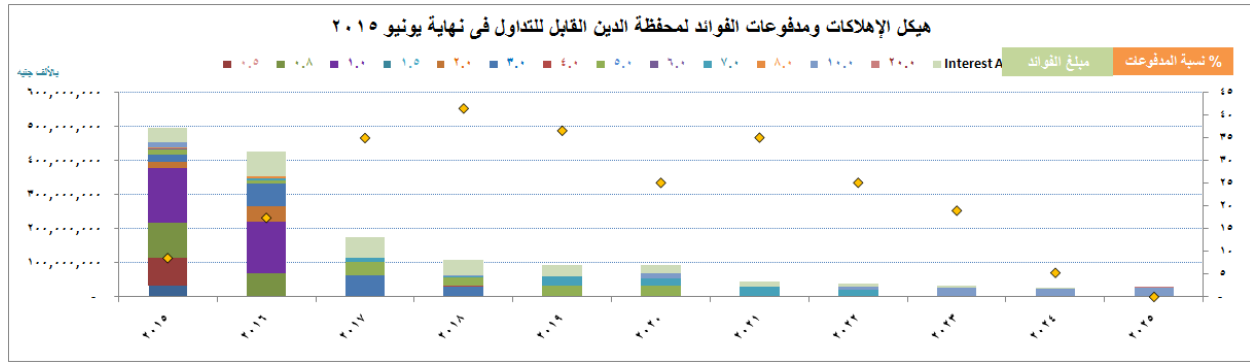
- تتمثل مهمة إدارة الدين العام الأساسية في توفير الإحتياجات التمويلية اللازمة لسد عجز الخزانة العامة بأفضل الية و بتكلفة منخفضة نسبياً وبالتماشى مع معدلات أسعار الفائدة السائدة، وبما يتفق مع إطار السياسة المالية والنقدية. وتتبع وزارة المالية (MoF) إستراتيجية التمويل من خلال آليات السوق في ضوء الإحتياجات التمويلية المتوقعة، وحجم التمويل، وتوقيت إصدار الآجال المختلفة للأوراق المالية الحكومية.
- تستهدف وزارة المالية تقليل مخاطر إعادة التمويل، من خلال إطالة عُمر الدين المحلي القابل للتداول ودمج منحى العائد المحلى. وقد تم أداء هذه المهمة بنجاح وبشكل تدريجي من خلال إصدار وإعادة فتح سندات الخزانة طويلة الأجل وبكميات أكبر.
- تُعد تنمية أسواق الدين المحلية من أهم أهداف إستراتيجية إدارة الدين العام، إيماناً بأن تعزيز قدرة سوق الأوراق المالية الحكومية من شأنه أن يُخفض تكلفة إصدار تلك الأوراق. وفي سبيل ذلك تقوم وزارة المالية بإتباع السياسات التالية:
 ١. التركيز على عدد مُختار ومُحدد من النقاط المرجعية لإصدارات سندات الخزانة لأجل ٣ ، ٥ ، ٧ و ١٠ سنوات.
 ٢. زيادة إعادة الفتح لكل ورقة مالية حكومية لغرض رفع الكمية المُتاحة في السوق لتتراوح بين ١٢-١٥ مليار جنيه لكل سند، وذلك لزيادة المعروض من الأوراق المالية الحكومية حتى تتمتع بالسيولة في السوق الثانوي.
 ٣. إعادة تنظيم أيام عطاءات إصدار الأوراق المالية الحكومية بهدف منع المنافسة بين الآجال المتقاربة للأوراق المالية الحكومية، فيتم إصدار أُنون الخزانة لأجل ٣ شهور و ٩ شهور في نفس اليوم، على أن يتم إصدار أُنون الخزانة لمدة ٦ شهور و ١٢ شهر في يوم آخر. وبالنسبة لسندات الخزانة، فيتم التبدل بين أسبوع الإصدارات لل ٣ و ٧ سنوات و أسبوع آخر لإصدارات الـ ٥ و ١٠ سنوات.
- قامت وزارة المالية بإصدار أوراق مالية حكومية بقيمة ١٠,٠٩٧ مليار جنيه (٨٤٦ مليار جنيه أُنون خزانة و ٢٣٩ مليار جنيه سندات خزانة و ١١ مليار جنيه المقابل بالعملة المحلية لإصدار السندات الدولارية الدولية التى قامت وزارة المالية بإصدارها فى يونيو ٢٠١٥) خلال العام المالي ٢٠١٤/٢٠١٥، أي بما يعادل ٨٦%، من إجمالي إحتياجات تمويلية تقدر بـ ١,٢٧٨ مليار جنيه.

شكل (٣): إجمالي الإصدارات في السوق المحلي



- تطبيق إستراتيجية الإصدار التي انتهجتها وحدة الدين العام كانت من الأسباب الرئيسية لزيادة الرصيد القائم من سندات الخزانة متوسطة وطويلة الأجل على حساب أذون الخزانة لتصل إلى ٥٩٧ مليار جنيه في نهاية يونية ٢٠١٥، مقارنة بإجمالي إصدارات من السندات الحكومية بلغت قيمتها ١٣ مليار جنيه في عام ٢٠٠٤. وقد ساهمت هذه الإستراتيجية في إطالة متوسط عُمر الدين المحلي القابل للتداول ليصل إلى ٢,٢ سنة في نهاية يونيو ٢٠١٥ مقارنة بـ ٠,٣٤ سنة في نهاية عام ٢٠٠٤.
- على الرغم من دعم تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية لتصبح أكثر نشاطاً، وبالرغم من الزيادة النسبية في حجم عمليات السوق الثانوي، فإنه لا بد من إدخال حزمة من المُحفزات الأخرى لتنشيط عمليات التداول في السوق الثانوي للسندات للعمل على تخفيض نسبة الدين المحلي القابل للتداول الأقل من عام والتي تمثل حوالي ٥٥% من الرصيد القائم للدين المحلي في ٣٠ يونيو ٢٠١٥.
- على الرغم من مخاطر إعادة التمويل ، إلا أنه يتم متابعته بشكل دقيق ومنتظم كما أن نجحت وحدة إدارة الدين العام في زيادة متوسط عُمر الدين العام القابل للتداول بشكل تدريجي (المُقوم علي أساس العملة وليس علي أساس معيار الإقامة) ليصل إلى ٢,٢ سنة. حيث أن متوسط عُمر الدين الخارجي سجل ٢,٥ سنة وهو أعلى مقارنة بـ ٢,٢ سنة للدين المحلي ويرجع ذلك إلى أن معظم إصدارات أدوات الدين الخارجي طويلة الأجل. كما يعتبر جدول الإهلاكات إنسيابي نسبياً بعد عام ٢٠١٧ إلا أن الإرتفاع الملحوظ خلال العام الحالي (٢٠١٥ - ٢٠١٦)، والمُوضح بالرسم البياني، يرجع إلى حجم الأذون والسندات التي ستستحق خلال العام.

شكل (٤): هيكل الإهلاكات لمحفظه الدين القابل للتداول (بنهاية عام ٢٠١٥)



- على الرغم من أن محفظة الدين العام القابل للتداول (محلى وخارجى) تُصدر بسعر فائدة ثابت وأن أدوات الدين ذات العائد الثابت تتفوق نسبياً على أدوات الدين ذات العائد المتغير عند التعرض للزيادة المفاجئة في أسعار الفائدة نتيجة لتزبذبات السوق، إلا أن مخاطر سعر الفائدة لا تزال جوهرية؛ حيث أن نسبة الدين المتداول التي ستستحق خلال عام تمثل ٥٥% بالنسبة للدين المحلى و٥٦% للدين الخارجى، وهو ما يجعلها عرضة لمخاطر التغير في أسعار الفائدة عند إعادة تمويل هذه النسبة من الدين على المدى القصير أي خلال عام. وترجع النسبة الأكبر لمخاطر التعرض لأسعار الفائدة من الدين الخارجى إلى إصدارات أذون الخزانة المُقومة بالدولار الأمريكى واليورو والتي تم إصدارها منذ عام ٢٠١٢، وهو ليس جزء من جدول إصدارات الأوراق المالية الحكومية الربع سنوى المُعلن من خلال وزارة المالية. وعلى الرغم من حيابة البنوك المحلية لتلك الأذون المُصدرة بالعملة الأجنبية، إلا أنها تعتبر جزء من الدين الخارجى، من وجهة نظر المؤسسات الدولية، وذلك لتعرضها لمخاطر سعر العملة الأجنبية.

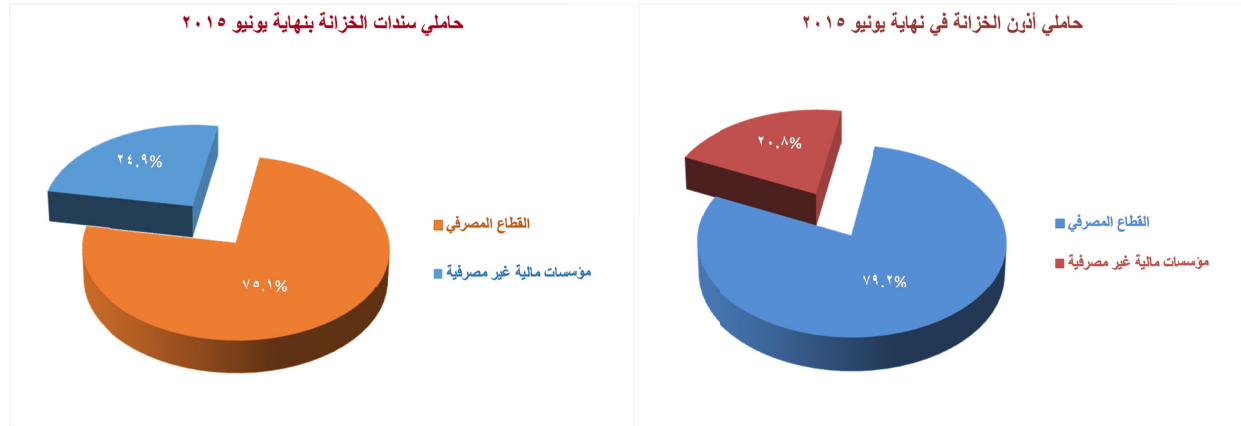
جدول (٢): مؤشرات التكلفة والمخاطر (بنهاية يونيو ٢٠١٥)

مؤشرات المخاطر			
إجمالي الدين ****	الدين المحلى ***	الدين الخارجى **	
٥,٦	٥,٤	٠,٢	مدفوعات الفوائد % من إجمالي الناتج المحلى *
١١,٣	١٢,٣	٣,٣	المتوسط المرجح لسعر الفائدة (%) *
٢,٢	٢,٢	٢,٥	متوسط عمر الدين (سنة)
٥٥,٢	٥٥,١	٥٦,٣	الدين المستحق خلال عام (%)
٢٧,٣	٢٤,١	٣,٢	الدين المستحق خلال عام (% من الناتج المحلى)
٢,٢	٢,٢	٢,٥	المعدل المتوسط لإعادة تثبيت الفوائد (سنة)
٥٥,٢	٥٥,١	٥٦,٣	المعدل المتوسط لإعادة تثبيت الفوائد الأقل من عام (%) من الإجمالى
١٠٠,٠	١٠٠,٠	١٠٠,٠	رصيد الدين المصدر بالفائدة الثابتة (%) من الإجمالى
١١,٣		١١,٣	رصيد الدين بالعملة الأجنبية (%) من الإجمالى
٥٦,٧		٥٦,٧	رصيد الدين الخارجى الأقل من عام (%) من احتياطي النقد الأجنبى

المصدر: نتائج إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل

- * التكلفة الإسمية للدين تشمل ٢٠% ضريبة على حيازة الأوراق المالية الحكومية (Withholding Tax).
- ** الدين الخارجى يتضمن أذون وسندات الخزانة المُصدرة بالعملة الأجنبية (الدولار واليورو) بالإضافة إلى إصدارات السندات الدلارية الدولية.
- *** الدين المحلى يتضمن أذون الخزانة وسندات الخزانة المُصدرة في السوق المحلى بالجنينة المصري.
- **** يتم احتساب الرصيد القائم للدين المحلى والخارجى طبقاً لنموذج MTDS غير متضمن مدفوعات الفوائد لأذون الخزانة وسندات صفرية الكوبون.
- يتم تصنيف الدين بين محلى وخارجى على أساس العملة وليس على أساس الإقامة.
- تستحوذ البنوك التجارية على ٧٥% من الأوراق المالية الحكومية بينما تحتفظ المؤسسات المالية غير مصرفية بـ ٢٥% الباقية. من ناحية أخرى، فإن نسبة مساهمة الأجانب قبل عام ٢٠١١ بلغت ٢٥% من إجمالي محفظة الدين المحلى، ومنذ ذلك الحين إنخفضت نسبة المساهمة لمستويات أقل. وعلى الرغم من ذلك، فإنه فى الآونة الأخيرة زادت نسبة مساهمة الأجانب نسبياً، مما أعطى مؤشر لتحسن المساهمة فى الفترة القادمة إنعكاساً لنتائج برنامج الإصلاح الحكومى لإعادة الثقة ومواجهة التحديات الاقتصادية.

شكل (٥): حاملي أدون الخزانة (يمينا) حاملي سندات الخزانة (يساراً)



٨- مصادر التمويل

مصادر التمويل المحلية

- نجحت وحدة إدارة الدين العام في زيادة متوسط عُمر الدين المحلي القابل للتداول لخفض مخاطر إعادة التمويل، وذلك على الرغم من وجود التحديات التالية:
 ١. الضعف النسبي في معدلات التداول في السوق الثانوي لسندات الخزانة طويلة الأجل (٧-١٠ سنوات).
 ٢. تركُّز قاعدة المستثمرين في الأوراق المالية الحكومية في القطاع المصرفي، حيث أن تلك المؤسسات تهتم بالاستثمار قصير الأجل لمقابلة التزاماتها قصيرة الأجل أيضاً والمتمثلة في ودائع العملاء وهو ما يمثل تحدياً عند وضع إستراتيجية التمويل من السوق المحلي.
- يشتمل الإقتراض من السوق المحلي على بعض التحديات المرتبطة، ومنها توسيع قاعدة المستثمرين وجذب المؤسسات المالية الغير مصرفية لتطوير السوق الثانوي، واستمرار زيادة حجم إصدارات السندات طويلة الأجل. هذا بالإضافة الى إصدار أدوات مالية جديدة لتنويع مصادر التمويل. كما يجب إعطاء المزيد من الإهتمام لتأثير الإقتراض الحكومي على القطاع الخاص للحد من تأثير ظاهرة التزاحم والعزوف عن إقراض القطاع الخاص، وذلك نظراً لحاجة الحكومة المتزايدة لتعبئة الأموال من السوق المحلي.

مصادر التمويل الخارجية

- تتمثل أغلبية رصيد الدين الخارجى في الديون الثنائية المستحقة لنادى باريس والقروض من المؤسسات متعددة الأطراف وتتراوح مدد هذا الدين ما بين أجال متوسطة وطويلة بأسعار ميسرة الهدف منها هو تمويل مشروعات تنموية محددة كقروض المؤسسات الدولية، فعلي سبيل المثال وليس الحصر قروض البنك الدولي، البنك الإسلامي للتنمية وبنك التنمية الأفريقي.
- تركز سياسة إصدار الدين الخارجى القابل للتداول على التمويل الموجه للسوق من خلال إصدار السندات الدولية في أسواق المال الدولية وفقاً لأسعار السوق السائدة.
- كما توجد امكانية للحصول على تمويل من المؤسسات متعددة الأطراف لتقليل تكلفه التمويل، وهو إختيار متاح يُمكن مصر من تنويع مصادر التمويل وبشكل لا يؤثر على قدرتها من الإقتراض من الأسواق المالية الدولية.

٩- إفتراضات الإقتصاد الكلي وعوامل المخاطر الرئيسية

إفتراضات الإقتصاد الكلي

- تتقدم جمهورية مصر العربية منذ يونيو ٢٠١٤ بخطة منتظمة نحو تحقيق نمو متزايد، مستدام ومتنوع وكذلك احتواء الاختلال الاقتصادي مع مواجهة الأولويات الاجتماعية. حيث تتخذ الحكومة خطوات واسعة لاستعادة الثقة في الاقتصاد المصري عن طريق حزمة متكاملة من إجراءات الإصلاح الاقتصادي جنباً إلى جنب مع استكمال الاستحقاقات الدستورية.
- تم إعداد افتراضات الإقتصاد الكلي المستخدمة في إعداد إستراتيجية الدين العام متوسطة الأجل (MTDS) على أساس أحدث تنبؤات وحدة السياسات المالية الكلية بوزارة المالية بالتناغم مع تنبؤات السياسة النقدية والتي تشمل توقعات معدل التضخم وأسعار الفائدة. كما تمثل الافتراضات أساس تحليل كل من السيناريو الأساسي وبدائل إستراتيجيات الدين. كما يتسق المدى الزمني لتنبؤات الاقتصاد الكلي، والتي تبلغ ثلاثة سنوات من العام المالي ٢٠١٦/٢٠١٥ إلى ٢٠١٧/٢٠١٨، مع المدى الزمني لوثيقة إستراتيجية إدارة الدين العام.
- يمثل برنامج الضبط المالي حجر الزاوية لخطة الحكومة لتحقيق الإستقرار الإقتصادي. ويهدف البرنامج إلى خفض عجز الموازنة مع تحسين هيكل المصروفات والعمل على خفض الدين الحكومي بشكل واضح. حيث تستهدف الحكومة معدل عجز الموازنة إلى الناتج المحلي الإجمالي في حدود ٨-٨,٥%، ونسبة دين حكومي يتراوح بين ٨٠-٨٥% من الناتج المحلي الإجمالي خلال العام المالي ٢٠١٩-٢٠٢٠ بإجراء إصلاحات على الإنفاق والإيرادات. كما تهدف خطة الإصلاح المالي إلى ادخار جانب من عائد إجراءات الإصلاح لتمويل برامج الحماية الاجتماعية وزيادة الإنفاق في قطاعات الصحة والتعليم والاستثمار الرأسمالي. وتحقيق تلك الأهداف من شأنه الحفاظ على الثقة في الاقتصاد المصري وزيادة استثمار القطاع الخاص.
- بدأت الحكومة المصرية اتخاذ إجراءات برنامج الضبط المالي في بداية عام ٢٠١٤-٢٠١٥ من خلال حزمة من القرارات مثل خفض الدعم على المنتجات البترولية (ليتراوح بين ٣٠-٣٠% من المنتجات البترولية، و٢-٨٤% للكهرباء). هذا بالإضافة إلى إدخال المزيد من التعديلات على قانون الضريبة على الدخل والتي تشمل توحيد الحد الأقصى للضريبة على دخل الأشخاص الطبيعية والشركات ليبلغ ٢٢,٥%، وزيادة الإعفاء الضريبي ليصل إلى مستوى ٥٠٠٠-٦٥٠٠ جنيه مصري، وهو ما أدى بدوره إلى خفض فرص التهرب الضريبي وتوسيع قاعدة ممولي الضرائب. كما تشمل إجراءات الإصلاح المالي فرض ضرائب على توزيعات الأرباح للشركات المدرجة في البورصة بنسبة ١٠%، ورفع نسبة الضرائب على الكحوليات والسجائر، هذا بالإضافة إلى تعديلات قانون الضرائب العقارية. ومن المتوقع أن يساهم تنفيذ تلك الإجراءات إلى خفض عجز الموازنة العامة للدولة بمعدل ٣-٤% بخلاف المنح.
- تشمل موازنة العام المالي ٢٠١٥-٢٠١٦ بعض الإجراءات الإضافية لتحقيق معدل نمو للناتج المحلي الإجمالي يبلغ ٤,٩% والذي من شأنه أن يعيد نسبة العجز لمستوي ٨,٩% من الناتج المحلي الإجمالي.
- تساهم إجراءات الإصلاح المالي إلى إحتواء الاختلالات الإقتصادية وإعادة الثقة في قدرة الإقتصاد المصري، وهو ما يؤدي إلى توسيع نشاط القطاع الخاص، بشقيه (المحلي والأجنبي) حيث أن إرتفاع معدلات الإستثمار من شأنه أن يدفع بمعدل النمو إلى الارتفاع ليصل إلى حوالي ٤,٩% خلال عام ٢٠١٥-٢٠١٦ ومعدل ٦% خلال عام ٢٠١٨-٢٠١٩؛ وهو ما سينعكس بالإيجاب على انخفاض معدلات البطالة لتصل إلى مستوي دون الـ ١٠% خلال نفس الفترة.

- تثبيت بعض المكافآت والبدلات كقيمة مقطوعة بدلاً من ربطها بالمرتب الأساسي، وينطبق هذا بشكل أساسي على علاوة الأعباء الوظيفية للمعلمين، كادر الأطباء والمرحلة الثانية الحد الأدنى للأجور.
- حظر تام للتعاقد على بند أجور موسميين ضمن اعتمادات الباب الأول أجور وعلى اعتمادات الباب الثاني والرابع وتخصيص الاعتمادات الواردة بهذه الأبواب للأغراض المنشأة هذه الأبواب من أجلها.
- حظر على كافة الجهات الإدارية الداخلة في الموازنة العامة للدولة إصدار أى قرارات مالية من شأنها زيادة نظم الحوافز والمكافآت أو أية مزايا مالية أخرى معتمدة ومعمول بها في الوحدات الإدارية حتى ٢٠١٤/٦/٣٠.

عوامل المخاطر الرئيسية

- هناك العديد من الفرص المتاحة متواكبة مع المخاطر الإيجابية وخاصة تلك التي تكمن في التطبيق الفعال لسياسات الضبط المالي والإصلاح الهيكلي. حيث أن استكمال الاستحقاقات الدستورية وبرنامج الإصلاح الاقتصادي بات له أثر أفضل من المتوقع، وهو ما أدى إلى ارتفاع معدل النمو وخلق العديد من فرص العمل وجذب رؤوس الأموال كما أن قطاع الاستثمارات الأجنبية المباشرة يمكن أن يستعيد عافيته بشكل أسرع من المتوقع. هذا بالإضافة إلى أن العديد من القطاعات الاقتصادية مثل قطاع الطاقة والصناعة والتعدين والبناء والتشييد والاتصالات متوقع لها نتائج واعدة – على الجانب الآخر فإن الاستثمارات الضخمة في قطاع الطاقة وخصوصاً بعد زيادة معدلات الإنتاج من حقول الغاز الطبيعي نتيجة للإكتشافات الأخيرة سينعكس بالأثر الإيجابي على كل من ميزان المدفوعات والمالية العامة للدولة. وهو ما سيدعم برنامج الإصلاح الهيكلي وتجديد فرص الاستثمار. وعلى الرغم من التذبذب الحالي في أسعار الأوراق المالية للأسواق الناشئة، فإن محفظة الاستثمار من الممكن أن تأتي بثمارها أكثر من المتوقع كاستجابة للإصلاحات المالية؛ وهو ما يجدد الثقة في استقرار الاقتصاد الكلي وتخفيض الفجوة التمويلية. أما إصلاحات السوق المحلي فمن الممكن أن تؤتي بثمارها على جانب العرض والتأثير الإيجابي على التضخم. وبناءً عليه، فإن تفعيل حزمة الإصلاحات والاستجابة المحلية والدولية الإيجابية ستؤدي إلى النتائج المرجوة.
- كما تجد الإشارة إلى أن جمهورية مصر العربية قد نجحت في تعبئة ١,٥ مليار دولار أمريكي من الأسواق المالية العالمية عن طريق إصدار سندات دولية في يونيو ٢٠١٥، هذا وقد تم تغطية الإصدار أكثر من ثلاث مرات؛ مما يعكس ثقة المستثمرين الدوليين في الاقتصاد المصري.
- على الجانب الآخر تدرك الحكومة أن هناك عدد من المخاطر السلبية المحتملة المتعلقة بأفاق الاقتصاد الكلي والتي يمكن أن تؤثر على معدلات النمو وتشمل مخاطر عدم تحقيق الأهداف المرجوة من إجراءات السياسة المالية، وتدهور ميزان المدفوعات، وتقلب الظروف المالية العالمية، وكذا زيادة أسعار الفائدة العالمية. وتحقق تلك المخاطر، سواء منفردة أو مجتمعة، من شأنه أن يعرقل آفاق النمو هذا بالإضافة إلى الضغط على سعر الصرف والذي قد يؤدي بدوره إلى ارتفاع تكاليف الاقتراض المحلية والخارجية.
- أدت توقعات رفع أسعار الفائدة العالمية إلى جانب إجراءات الولايات المتحدة الأمريكية للتخلص تدريجياً من التيسير الكمي (QE) والتي بدأتها في عام ٢٠٠٨ بعد الأزمة المالية، إلى ضعف قدرة مصر للنفاد للأسواق المالية الدولية خلال الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٣.
- في المقابل فإنه كلما زادت الاحتياجات التمويلية كلما زادت احتمالية عدم قدرة السوق المصرفي على تغطية تلك الاحتياجات (أو عدم القدرة على تعبئة تلك الاحتياجات من السوق المصرفي)، مما يؤدي إلى زيادة مخاطر عدم القدرة على تمويل كافة الاحتياجات التمويلية بنسبة ١٠٠%.

الصددمات السلبية

- من خلال إطار نموذج إستراتيجية إدارة الدين متوسطة الأجل (MTDS) تم تقييم تأثير كل من عناصر التكلفة والمخاطر الخاصة بإستراتيجيات إدارة الدين المختلفة علي أساس تعرضها لسيناريوهات مختلفة من الصدمات السلبية خلال فترة التحليل. حيث تتكون سيناريوهات الصدمات السلبية من صدمات إرتفاع أسعار الفائدة وصددمات أسعار الصرف.

إستراتيجيات التمويل البديلة

- إستراتيجيات إدارة الدين التي تم تحليلها خلال فترة المحاكاه تعكس الطرق البديلة للتمويل والمتعلقة بتوفير الاحتياجات التمويلية المطلوبة، وهي تتضمن حصة الدين الجديدة من مصادر التمويل الداخلية والخارجية لأدوات الدين المُستهدف إصدارها. حيث تم تثبيت نسب الهيكل التمويلي لأدوات الدين الداخلية والخارجية لكل الإستراتيجيات خلال المدي الزمني للتحليل وهو ثلاث سنوات من العام المالي ٢٠١٥/٢٠١٦ إلي ٢٠١٧/٢٠١٨.

تحليل التكلفة والمخاطر لإستراتيجيات إدارة الدين البديلة

- يتيح التحليل الكمي لنموذج الـ MTDS اختبار أداء الإستراتيجيات المختلفة تحت افتراضات السيناريو الأساسي (Baseline Scenario) وتحت اختبارات الصدمات السلبية (Shocks). هناك ستة مؤشرات للتكلفة تم استخدامهم في تحليل الأداء وهي: ١- مبلغ الفوائد (تكلفة خدمة الدين) كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، ٢- رصيد الدين كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، ٣- تكلفة القيمة الحالية (PV) كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، ٤- مبلغ الفوائد (تكلفة خدمة الدين) كنسبة من الإيرادات، ٥- رصيد الدين الخارجي كنسبة من إجمالي الناتج المحلي و٦- مبلغ الفوائد (تكلفة خدمة الدين الخارجي) للاحتياطي من النقد الأجنبي. يمثل مقياس المخاطر لإستراتيجيات التمويل المختلفة الفرق بين التكلفة تحت سيناريو الصدمات السلبية (Shocks) والتكلفة تحت السيناريو الأساسي (Baseline Scenario). أما قياس المخاطر القصوى للسيناريوهات البديلة فقد أستخدمت لمقارنة المخاطر المرتبطة بكل إستراتيجية علي حدي. ولتحقيق أهداف المقارنة بين الإستراتيجيات المختلفة، لابد من التركيز علي النتائج المُحققة للإستراتيجيات المختلفة في آخر المدي الزمني للمحاكاة وهو ثلاث سنوات أي في نهاية عام ٢٠١٧-٢٠١٨.

- إن الإعتماد علي التمويل الخارجي كأحد مصادر التمويل، ينتج عنه خفض لتكلفة خدمة الدين مع الأخذ في الإعتبار زيادة مخاطر أسعار صرف العملة الأجنبية. ومن ناحية أخرى، فإن الإعتماد علي إستراتيجية التمويل قصير الأجل من السوق المحلي؛ ينتج عنه تخفيض للتكلفة أيضاً ولكن يصحبه ارتفاع في مخاطر إعادة تمويل.

- وبناءً على التحليل الكمي، نخلص إلى الاستمرار بإتباع الإستراتيجية الحالية ٧٠-٣٠% للأجل القصيرة مقابل الأجل الطويلة في الجدول الزمني لإصدارات الأوراق المالية الحكومية الربع سنوية مع الزيادة التدريجية في الإقتراض بالعملة الأجنبية. حيث ارتأت وزارة المالية أن زيادة التعرض لمخاطر أسعار صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية نتيجة زيادة الإصدارات بالعملة الأجنبية ربما لا يكون الحل الأمثل حتى وإن كانت أسعار الفائدة حالياً (الخزانة الأمريكية) مشجعة علي ذلك.

- ومع ذلك فإن وزارة المالية ترى أن سد جزء من الفجوة التمويلية بالتمويل الخارجي سوف يؤدي لخفض التكلفة إذا ما تم بشكل تدريجي، كما أنه يعمل علي تنويع قاعدة المستثمرين وكذلك إعادة تقديم مصر في أسواق رأس المال الدولية من وقت لآخر. بالإضافة إلي ما سبق فإن مثل هذه الإصدارات في السوق الدولي تلعب دور هام لأنها ستصبح سعر استرشادي للمؤسسات المصرية المحلية عند إصدارها أوراق مالية في الأسواق الدولية.

١٠- الإستخلاصات النهائية والتحرك المُقبل

- تستهدف وزارة المالية التوسع في إصدار وإعادة فتح سندات الخزانة من الأجل الطويلة بشكل تدريجي للعمل علي زيادة متوسط عُمر الدين القابل للتداول، ولبناء منحني عائد مجمع لأدوات الدين الحكومية مما يؤدي إلي تخفيض مخاطر إعادة التمويل. هذا وتخلص الإستراتيجية المُتبعة بتنويع مصادر التمويل من خلال إصدار أدوات مالية جديدة كالصكوك لتمويل المشروعات التنموية والبنية التحتية. هذا بالإضافة إلي توسيع قاعدة المستثمرين بجذب المزيد من المستثمرين الأفراد والمؤسسات المالية الغير مصرفية والذي سوف يكون له بالغ الأثر علي تخفيض تكلفة إصدار الأوراق المالية الحكومية.
- ولدعم أهداف تطوير أسواق الدين وللمزيد من الشفافية، هناك أربعة خطوات أساسية متعلقة بخطة إصدار الأوراق المالية الحكومية بدأت بالفعل وسيتم الإستمرار في العمل بها:
 ١. بناء نقاط مرجعية علي منحني العائد من إصدارات سندات الخزانة لأجل ٣، ٥، ٧ و ١٠ سنوات وربما بأجل أطول من ذلك .
 ٢. زيادة عدد مرات إعادة فتح سندات الخزانة لتصل إلي ١٢-١٥ مليار جنيه للإصدار الواحد.
 ٣. تنظيم عطاءات سندات الخزانة علي النحو الذي يمنع المنافسة بين الأجل المختلفة ليتم إصدار سندات الـ ٣ و ٧ سنوات في أسبوع، ويتم إصدار سندات الـ ٥ و ١٠ سنوات في أسبوع لاحق وتحديداً في يوم الاثنين.
 ٤. ولخدمة نفس الهدف السابق ذكره، يتم إصدار أذون الخزانة لأجل ٣ شهور و ٩ شهور في يوم على أن يتم إصدار أذون الخزانة لمدة ٦ شهور و ١٢ شهر في يوم آخر.
- ومن المُخطط أن يتم إصدار سندات دولية في الأسواق المالية العالمية لسد جزء من عجز الموازنة في حدود ١,٥ – ٣ مليار دولار سنوياً خلال المدي الزمني لتطبيق الاستراتيجية من العام المالي ٢٠١٥/٢٠١٦ إلي ٢٠١٧/٢٠١٨؛ حيث أن جمهورية مصر العربية تمتلك برنامجين للأصدارات الدولية وهما: برنامج دولي لأصدارات السندات العالمية GMTN بحد أقصى ١٠ مليار دولار، وبرنامج لأصدار السندات الدولارية الدولية EMTN بحد أقصى ١٢ مليار دولار.

١١- تطبيق الإستراتيجية

- البنية المؤسسية الواضحة لإدارة الدين العام تلعب دور هام في تطوير وتطبيق الإستراتيجية متوسطة الأجل. حيث أن مهمة إدارة الدين العام تقع على عاتق وزارة المالية، وطبقاً لقانون الموازنة الذي يتم إصداره سنوياً فإن وزير المالية مسئول عن تمويل عجز الموازنة سواء خلال السوق المحلي أو الدولي.
- ستعاون وزارة المالية بشكل مكثف مع البنك المركزي لتعميق وتنمية الأسواق المحلية بنوعها الأولى والثانوى.