

مصر تواجه ارتفاع تكلفة الاقتراض وسط ضغوطات الأسواق الناشئة

أبرز النقاط

- تراجع شهية المستثمرين لأصول الأسواق الناشئة بسبب الاضطرابات في سوق العملات
- التشديد النقدي الأميركي والتوترات التجارية ترفع العوائد على أدوات الدين وتهدد أهداف خفض عجز الميزانية.
- المالية ألغت أربع مزادات للسندات الحكومية قبل قبول المزاد الخامس الاثني الماضي.
- الحكومة ترى أن طلب عوائد مرتفعة لا يعكس الأداء الجيد للاقتصاد، في وقت تحاول فيه تعزيز النمو وتأمين تمويل أقل كلفة.
- الاستقرار الاقتصادي والمضي في برنامج الإصلاح وعودة الاستقرار إلى الأسواق الناشئة يمهد الطريق لخفض تكاليف التمويل.

حيث لا يرغب المستثمرون في حجز أموالهم في فترات استحقاق أطول. ولذلك، قبل البنك المركزي فقط بأسعار الفائدة على سندات ٧ سنوات القريبة من تلك التي دفعت على سندات ٣ سنوات، الأمر الذي يفسر سبب تطابق أسعار الفائدة تقريبا بالرغم من تباعد فترتي الاستحقاق.

وفي موازاة ذلك، تسعى الحكومة للاستفادة من أسواق الدين العالمية، حيث ستذهب بعثة رسمية للقيام بعروض تسويقية في أوروبا وآسيا من أجل الترويج لهذه السندات الأسبوع المقبل. وتتوي مصر ببيع ٥ مليار دولار من السندات في الخارج في الأشهر القليلة القادمة، مستفيدة من أسعار الفائدة المنخفضة نسبيا في الأسواق المتقدمة، بالرغم من ارتفاعها المتوقع في المدى القصير. وإذا ما نجحت مصر في ذلك، ستتمكن من خفض متوسط أسعار الفائدة على الدين الحكومي.

لماذا يطالب المستثمرون بعوائد عالية على الدين؟

من الواضح أن أزمة عملات الأسواق الناشئة الحالية هي السبب الرئيس وراء طلب المستثمرين الأجانب لأسعار فائدة أعلى. فقد هزت هذه الأزمة العديد من الأسواق الناشئة، الناتجة أساساً عن التشديد النقدي الأميركي - الذي يجتذب الأموال ليعيدها إلى أميركا - إلى جانب عدم اليقين الذي أثارته الحرب التجارية المتصاعدة بين أميركا والصين. وقد شهدت عملات العديد من الأسواق الناشئة، خاصة تركيا والأرجنتين و حتى الهند التي تتمتع بأداء إقتصادي جيد، تراجعاً في الأشهر الأخيرة، مما ساهم في خروج المستثمرين الأجانب من هذه الأسواق. وفي حين لم تتأثر مصر بالقدر الذي تأثرت به الدول الأخرى، بحسب بعض التقارير، فإن حوالي ٦ مليار دولار من الحيازات الأجنبية من الدين المحلي خرجت في الأشهر الثلاثة المنتهية في يوليو.

وقرر البنك المركزي المصري في بداية السنة خفض أسعار الفائدة بنحو يصل إلى خمس نقاط مئوية هذه السنة مع تباطؤ التضخم، بهدف وضع حد للعوائد على أدوات الدين المحلي، وذلك قبل التوترات الأخيرة في الأسواق الناشئة. إلا أن برنامج خفض الدعم الذي نفذته الحكومة في الصيف وارتفاع سعر النفط لم يساعدا في هذا الأمر، إذ أن معدل التضخم بلغ ١٤% ويتوقع أن يبقى عند هذا المستوى السنة القادمة، أي أعلى من النسبة المتوقعة أصلاً والبالغة ١٠%.

ولذلك، وبعد خفض السعر بمقدار ٢٠٠ نقطة أساس في فبراير ومارس، قرر البنك المركزي أن يبقى سعر الفائدة ثابتاً. حيث أبقّت لجنة السياسة النقدية أسعار الفائدة على حالها للمرة الرابعة هذه السنة لدى اجتماعها في سبتمبر، وأبقّت سعر الفائدة على الودائع لليلة واحدة وسعر الإقراض لليلة واحدة عند ١٦,٧٥% و١٧,٧٥% على التوالي.

ألغت وزارة المالية المصرية أربع مزادات متتالية لسندات خزينة آجال ٥ و ١٠ سنوات، كان آخرها في ٢٤ سبتمبر بقيمة ٣ مليار جنيه مصري (١٦٧ مليون دولار أميركي)، بعد طلب البنوك والمستثمرين عوائد أعلى على تلك السندات. وقد تم قبول المزاد الخامس في ١ أكتوبر بالرغم من عدم خفض أسعار الفائدة على السندات. وقد أفادت وزارة المالية بأن الأسعار المطلوبة للسندات تجاوزت الحدود المقبولة ولم تعكس الأداء الاقتصادي والمالي الجيد أو حتى التحسن في التصنيف الائتماني لمصر. فهذه الأسعار لا يبرزها مستوى المخاطرة في مصر. حيث يسعى المستثمرون والبنوك للحصول على أسعار فائدة تتراوح بين ١٨% و ١٨,٥%، في حين كانت السلطات تراهن على مستويات ١٤%-١٥%.

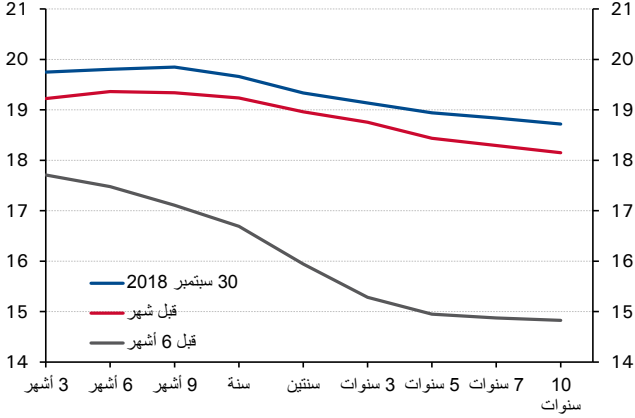
لماذا ألغت مصر أربع مزادات لسندات الخزينة؟

تخطط مصر لخفض أسعار الفائدة على أدوات الدين الحكومي من ١٨,٥% في ميزانية ٢٠١٧/٢٠١٨ إلى ١٤,٧% في الميزانية الحالية ٢٠١٨/٢٠١٩. فيحسب ميزانية الدولة، يتوقع أن ترتفع خدمة الدين إلى ٥٤١ مليار جنيه مصري (٣٠ مليار دولار أميركي) في السنة المالية الحالية، لتشكل ٣٨% من إجمالي الإنفاق، فيما ستعادل نحو ٧٠% من إيرادات الضرائب. وقدرت وزارة المالية أن ترتفع فاتورة خدمة الدين بمقدار ٤-٥ مليار جنيه مصري لكل زيادة بنحو نقطة مئوية في أسعار الفائدة. أعلنت وزارة المالية المصرية أن أسعار الفائدة المطلوبة "ليست ضمن الحدود المنطقية"، حيث أن الطلب على هذه السندات مرتفع (١,٦ مرة ضعف العرض). وقد تمت تغطية النقص الناتج عن إلغاء مزادات سبتمبر عن طريق زيادة طرح سندات قصيرة الأجل بعائد يبلغ معدله حوالي ١٩% منذ بداية السنة المالية التي تبدأ في يوليو.

وقد سبق لمصر أن امتنعت عن طرح سندات لشهور، معتمدة فقط على أدوات الخزينة القصيرة الأجل. حيث أظهرت بيانات البنك المركزي أن الحكومة جمعت ١٩,٢ مليار جنيه مصري الأحد الماضي في مزاد لأدوات خزينة مدتها ثلاثة وتسعة أشهر. وبالرغم من انطواء هذه الاستراتيجية على مخاطرة، فإنها تعطي الحكومة مجالاً لإلغاء مزادات السندات على أمل أن تتمكن من طرح السندات بأسعار أقل مع استقرار الوضع في الأسواق الناشئة.

ومع ذلك، تم قبول مزاد ١ أكتوبر الأسبوعي (٥٠,٦ مليون دولار أميركي)، بأسعار فائدة بلغت ١٨,٤٣٢% و ١٨,٤٣١% على سندات ٣ سنوات و ٧ سنوات على التوالي. وفي حين بيعت كافة السندات ذات مدة ٣ سنوات بالكامل، فقد باع البنك المركزي المصري ١٥٣ مليون جنيه مصري فقط من السندات ذات مدة ٧ سنوات أي أقل بكثير من المبلغ المطلوب والبالغ ٥٠٠ مليون جنيه مصري.

الرسم البياني ١: منحى عائدات السندات الحكومية المصرية
(%، اعتباراً من ٣٠ سبتمبر ٢٠١٨)



المصدر: البنك المركزي المصري

وتظهر هيكلية سعر الفائدة الحالي منحنى عائد معكوس، بالرغم من أنه أقل انعكاساً من ٦ أشهر مضت حين كان متوقفاً أن ينخفض التضخم بوتيرة أسرع. وقد يجعل ذلك المستثمرين أقل ميلاً للاستثمار في الأصول المتوسطة والطويلة الأجل.

وتعتبر الاستراتيجية التي تتوي السلطات استخدامها للاستفادة من أسواق الدين العالمية جيدة. وفي نفس الوقت، يجب أن تستمر الحكومة في خلق بيئة يطمئن فيها المستثمرون إلى أن الأمور تسير في الاتجاه الصحيح وأن مصر ستتنجب أسوأ المشاكل التي تواجه الأسواق الناشئة الأخرى. ويشمل ذلك المضي قدماً في الإصلاحات الاقتصادية من أجل معالجة مواطن الضعف الاقتصادي والمساعدة على ضمان مناخ استثمار سليم يشجع المستثمرين ويضمن تمويلاً بأقل كلفة.

جعلت هذه العوامل المستثمرين أكثر حذراً وانتقائية بشأن الأسواق الناشئة عما كانوا عليه في ٢٠١٦، حين اعتمدت مصر برنامج إصلاح شامل ومدعوم من صندوق النقد الدولي. وفي ذلك الوقت، تدفقت الأموال لدعم حزمة الإصلاح وعملت أموال صندوق النقد الدولي كحفز.

و في ظل هذه الظروف، من الأرجح أن يطلب المستثمرون أسعار فائدة أعلى وهامشاً أكبر من معدل التضخم السائد. وينطبق هذا الحال أكثر في وقت ترتفع فيه أسعار الفائدة العالمية ويظن فيه المستثمرون، سواء بشكل مبرر أم غير مبرر، أن عدوى الأسواق الناشئة يمكن أن تضغط على سوق الصرف الذي يوصف بالمرن في الوقت الراهن.

الوضع في المستقبل

لقد اعتمدت مصر برنامجاً طموحاً وصعباً سياسياً للإصلاح الاقتصادي، حظي بمديح و مباركة المؤسسات المالية العالمية وشركائها الاقتصاديين الرئيسيين. حيث حقق هذا البرنامج الكثير من التقدم على عدة أصعدة. ولكن تكرار إلغاء مزايدات السندات لم يتقبله المستثمرون الأجانب على الأرجح بشكل جيد، مما زاد من تراجع اهتمامهم بالمزايدات المستقبلية و من المحتمل أن يضرّ بالثقة في الإدارة الاقتصادية. وهذا يمكن أن يهدد تدفق الاستثمار أو يعيقه على أقل تقدير. كما يمكن أن يتراجع اهتمام المستثمرين الأجانب أيضاً بسبب طلب البنوك المحلية لأسعار فائدة أعلى.

ويمكن تفهم موقف الحكومة المصرية في محاولتها الموازنة بين هدفين (وربما يكونان متضاربين في الوقت الحالي): تأمين الموارد المالية (بما فيها الأجنبية) لتمويل عجز ميزانيتها، والذي سيطلب رفع سعر الفائدة، ولكن في الوقت نفسه ترغب السلطات في تعزيز النشاطات الاقتصادية والنمو، وتجنب ارتفاع حاد في تكلفة الفوائد. وسيكون لأي ارتفاع في سعر الفائدة آثار خطيرة على عجز الميزانية، الذي تستهدف الحكومة خفضه إلى ما دون ٩% من الناتج المحلي الإجمالي في السنة المالية القادمة، وهو أحد أهداف البرنامج الذي يدعمه صندوق النقد الدولي.

وقد لا يكون من الممكن تحقيق هذين الهدفين معاً في السياق العالمي الحالي. حيث أظهرت التجربة أن النمو الاقتصادي للدولة التي تعتمد على برنامج إصلاح اقتصادي قوي – مثل الذي اعتمدته مصر – سيكون ضعيفاً (وفي بعض الحالات سيحصل انكماش) قبل الوصول إلى استقرار اقتصادي. وما ان يتحقق الاستقرار، سيتحول التركيز إلى تعزيز النمو الاقتصادي. إلا أن هذا يعتبر مقايضة صعبة اجتماعياً وسياسياً ولكن في الغالب لا يمكن تجنبه.

ويعد استمرار الاعتماد على تمويل الميزانية في المدى القصير بطرح أدونات خزينة مدتها ثلاثة وتسعة أشهر بدلاً من سندات متوسطة وطويلة الأجل ليس مثالياً، وسيعد خطة مصر لخفض عجز ميزانيتها، مع ارتفاع عبء خدمة الدين. حيث استمرت العوائد على أدونات الخزينة المقومة بالجنيه المصري بالارتفاع، مع بلوغ العائد على الأدونات ذات أجال ٣ أشهر ١٩,٧٤٨% في ٣٠ سبتمبر، فيما ارتفعت العوائد على مزاد الأدونات ذات مدة ٩ أشهر إلى ١٩,٨٤٧%.



Head Office

Kuwait

National Bank of Kuwait SAKP
Abdullah Al-Ahmed Street
P.O. Box 95, Safat 13001
Kuwait City, Kuwait
Tel: +965 2242 2011
Fax: +965 2259 5804
Telex: 22043-22451 NATBANK
www.nbk.com

International Network

Bahrain

National Bank of Kuwait SAKP
Zain Branch
Zain Tower, Building 401, Road 2806
Seef Area 428, P. O. Box 5290, Manama
Kingdom of Bahrain
Tel: +973 17 155 555
Fax: +973 17 104 860

National Bank of Kuwait SAKP
Bahrain Head Office
GB Corp Tower
Block 346, Road 4626
Building 1411
P.O. Box 5290, Manama
Kingdom of Bahrain
Tel: +973 17 155 555
Fax: +973 17 104 860

United Arab Emirates

National Bank of Kuwait SAKP
Dubai Branch
Latifa Tower, Sheikh Zayed Road
Next to Crown Plaza
P.O.Box 9293, Dubai, U.A.E
Tel: +971 4 3161600
Fax: +971 4 3888588

National Bank of Kuwait SAKP
Abu Dhabi Branch
Sheikh Rashed Bin Saeed
Al Maktoom, (Old Airport Road)
P.O.Box 113567, Abu Dhabi, U.A.E
Tel: +971 2 4199 555
Fax: +971 2 2222 477

Saudi Arabia

National Bank of Kuwait SAKP
Jeddah Branch
Al Khalidiah District,
Al Mukmal Tower, Jeddah
P.O. Box: 15385 Jeddah 21444
Kingdom of Saudi Arabia
Tel: +966 2 603 6300
Fax: +966 2 603 6318

Jordan

National Bank of Kuwait SAKP
Amman Branch
Shareef Abdul Hamid Sharaf St
P.O. Box 941297, Shmeisani,
Amman 11194, Jordan
Tel: +962 6 580 0400
Fax: +962 6 580 0441

Lebanon

National Bank of Kuwait
(Lebanon) SAL
BAC Building, Justinien Street, Sanayeh
P.O. Box 11-5727, Riad El-Solh
Beirut 1107 2200, Lebanon
Tel: +961 1 759700
Fax: +961 1 747866

Iraq

Credit Bank of Iraq
Street 9, Building 187
Sadoon Street, District 102
P.O. Box 3420, Baghdad, Iraq
Tel: +964 1 7182198/7191944
+964 1 7188406/7171673
Fax: +964 1 7170156

Egypt

National Bank of Kuwait - Egypt
Plot 155, City Center, First Sector
5th Settlement, New Cairo
Egypt
Tel: +20 2 26149300
Fax: +20 2 26133978

United States of America

National Bank of Kuwait SAKP
New York Branch
299 Park Avenue
New York, NY 10171
USA
Tel: +1 212 303 9800
Fax: +1 212 319 8269

United Kingdom

National Bank of Kuwait
(International) Plc
Head Office
13 George Street
London W1U 3QJ
UK
Tel: +44 20 7224 2277
Fax: +44 20 7224 2101

National Bank of Kuwait
(International) Plc
Portman Square Branch
7 Portman Square
London W1H 6NA, UK
Tel: +44 20 7224 2277
Fax: +44 20 7486 3877

France

National Bank of Kuwait
(International) Plc
Paris Branch
90 Avenue des Champs-Elysees
75008 Paris
France
Tel: +33 1 5659 8600
Fax: +33 1 5659 8623

Singapore

National Bank of Kuwait SAKP
Singapore Branch
9 Raffles Place # 44-01
Republic Plaza
Singapore 048619
Tel: +65 6222 5348
Fax: +65 6224 5438

China

National Bank of Kuwait SAKP
Shanghai Office
Suite 1003, 10th Floor, Azia Center
1233 Lujiazui Ring Road
Shanghai 200120, China
Tel: +86 21 6888 1092
Fax: +86 21 5047 1011

NBK Capital

Kuwait

NBK Capital
38th Floor, Arraya II Building, Block 6
Shuhada'a street, Sharq
PO Box 4950, Safat, 13050
Kuwait
Tel: +965 2224 6900
Fax: +965 2224 6904 / 5

United Arab Emirates

NBK Capital Limited - UAE
Precinct Building 3, Office 404
Dubai International Financial Center
Sheikh Zayed Road
P.O. Box 506506, Dubai
UAE
Tel: +971 4 365 2800
Fax: +971 4 365 2805

Associates

Turkey

Turkish Bank
Valikonagl CAD. 7
Nisantasi, P.O. Box. 34371
Istanbul, Turkey
Tel: +90 212 373 6373
Fax: +90 212 225 0353

© Copyright Notice. The Economic Update is a publication of the National Bank of Kuwait. No part of this publication may be reproduced or duplicated without the prior consent of NBK.

While every care has been taken in preparing this publication, National Bank of Kuwait accepts no liability whatsoever for any direct or consequential losses arising from its use. GCC Research Note is distributed on a complimentary and discretionary basis to NBK clients and associates. This report and other NBK research can be found in the "Reports" section of the National Bank of Kuwait's web site. Please visit our web site, www.nbk.com, for other bank publications. For further information please contact: NBK Economic Research, Tel: (965) 2259 5500, Fax: (965) 2224 6973, Email: econ@nbk.com