

الاقتراض الأول

هناك عدد متزايد من بلدان إفريقيا جنوب الصحراء يحصل على التمويل من أسواق رأس المال الدولية

أما دو سي

ظلت

معظم بلدان إفريقيا جنوب الصحراء لفترة طويلة مضطرة للاعتماد على المساعدات الأجنبية أو القروض من المؤسسات المالية الدولية لتوفير جانب من احتياجاتها للنقد الأجنبي. لكن كثيراً منها في الوقت الحالي تمكن لأول مرة من الاقتراض من الأسواق المالية الدولية، عن طريق بيع السندات المعروفة باسم «اليوروبوند»، وهي سندات مقومة عادة بالدولار أو اليورو. وترجع هذه الطفرة المفاجئة في الاقتراض في منطقة تضم بعض أفقر بلدان العالم إلى مجموعة من العوامل المختلفة — ومنها سرعة النمو وتحسن السياسات الاقتصادية في المنطقة، وانخفاض أسعار الفائدة العالمية، واستمرار الضغوط الاقتصادية في العديد من الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، وخاصة في أوروبا. وقد تمكنت البلدان الإفريقية في عدة حالات من بيع السندات بأسعار فائدة أكثر انخفاضاً منها في الاقتصادات الأوروبية المتعثرة كاليونان والبرتغال.

غير أن استمرارية موجة اقتراض الحكومات (وعدد قليل من الكيانات التجارية) في إفريقيا جنوب الصحراء على المدى المتوسط إلى الطويل هي مسألة قيد النظر. فمن المرجح أن تتغير بيئة أسعار الفائدة المنخفضة في لحظة ما — مما يؤدي إلى رفع تكاليف الاقتراض على البلدان وتقليص اهتمام المستثمرين — كما أن النمو الاقتصادي الملحوظ قد لا يستمر، مما سيزيد من صعوبة خدمة الدين على هذه البلدان. وعلاوة على ذلك، من شأن عدم الاستقرار السياسي في بعض البلدان أن يزيد من صعوبة الأوضاع على المقرضين والمقرضين على السواء.

الحاق بالركب

دأبت جنوب إفريقيا على إصدار سندات «اليوروبوند» لعدة سنوات. لكن في الآونة الأخيرة، تمكنت بلدان مثل أنغولا وكوت ديفوار وغابون وغانا وناميبيا ونيجيريا ورواندا والسنغال وسيشيل وزامبيا من الحصول على الموارد من أسواق الدين الدولية (راجع الرسم البياني ١). ومن المتوقع أن تصدر كينيا وتنزانيا وأوغندا سندات اليوروبوند في المستقبل القريب. وفي المجمل، هناك أكثر من ٢٠٪ من بلدان إفريقيا جنوب الصحراء البالغ عددها ٤٨ بلداً باعت بالفعل سندات اليوروبوند.

وبالإضافة إلى ذلك، نجح أيضاً عدد قليل من الكيانات التجارية في إفريقيا جنوب الصحراء في إصدار سندات اليوروبوند (فقد نجح بنك «Guarantee Trust Bank» في نيجيريا في تعبئة ٥٠٠ مليون دولار بطرح سندات لمدة خمس سنوات في عام ٢٠١١، كما أصدرت شركة «Ghana Telecom» للاتصالات اللاسلكية في غانا سندات لمدة خمس سنوات بقيمة ٣٠٠ مليون دولار في عام ٢٠٠٧).

ومن العوامل المحفزة لمبيعات السندات ما يلي:

• **التغيرات في البيئة المؤسسية:** أصبح صندوق النقد الدولي أكثر مرونة منذ عام ٢٠٠٩ في الحدود التي يفرضها على اقتراض البلدان منخفضة الدخل بالأسعار غير المدعومة (غير التيسيرية) بموجب برامج الصندوق. وتستند هذه الحدود إلى قدرة البلد المعني ومدى تعرضه لمخاطر الدين. واعتباراً من ديسمبر ٢٠١١، لم يعد هناك سوى سبعة بلدان في منطقة إفريقيا جنوب الصحراء لا يتوفر لها الحيز الكافي أو أن لديها حيز محدود للاقتراض بالشروط العادية غير الميسرة.

• **انخفاض أعباء الدين:** أدخل صندوق النقد الدولي تعديلات على سياسته بعد أن قام العديد من البلدان المانحة وكبرى المؤسسات المالية متعددة الأطراف بإلغاء ديون العديد من البلدان الأقل نمواً. ومن شأن هذا الخفض في أعباء الدين أن يتيح للبلدان الاقتراض من الأسواق الدولية دون تقييد قدرتها على السداد. (المستوى الوسيط لنسبة الدين الحكومي إلى إجمالي الناتج المحلي في إفريقيا جنوب الصحراء في الوقت الحالي أقل من ٤٠٪). وبالإضافة إلى ذلك، نجحت بلدان كثيرة في تعزيز إدارتها الاقتصادية الكلية وتحسين قدرتها على قياس إمكانية الاستمرار في تحمل الدين.

مبان إدارية في مدينة ويندهوك، ناميبيا.

الأزمة المالية العالمية، سوف يتعين على الحكومات في إفريقيا جنوب الصحراء التنافس مع جهات الإصدار الأخرى للحصول على التمويل. وتفيد عوامل الجذب أيضا بأن التدفقات الرأسمالية الداخلة قابلة للاستمرار على المدى القصير. أما إمكانية جذبها لرؤوس الأموال على المدى الطويل فتتوقف على قدرة صناع السياسات في إفريقيا جنوب الصحراء على تعزيزها. ووفقا لتوقعات صندوق النقد الدولي، لا تزال الأفاق الاقتصادية بالنسبة للمنطقة في المدى القريب إيجابية بوجه عام، ومن المتوقع أن يصل النمو في عام ٢٠١٣ إلى ٥,٤٪ (تقرير "IMF, 2013"). لكن مخاطر التطورات السلبية تكثفت مؤخرا، مما يرجع غالبا لأجواء عدم اليقين التي تسود الاقتصاد العالمي، الأمر الذي سيؤثر غالبا على العديد من البلدان متوسطة الدخل التي لديها روابط تجارية مع أوروبا، بما في ذلك جنوب إفريقيا (تقرير "IMF, 2012"). وهناك عوامل على جانب العرض تساهم إلى حد ما في قوة النمو المتوقع في المنطقة، ومنها توسع قطاعات الموارد الطبيعية. لكن البلدان منخفضة الدخل في إفريقيا

• **ازدياد الحاجة للاقتراض:** هناك كثير من بلدان إفريقيا جنوب الصحراء بحاجة إلى تلبية متطلبات كبيرة في مجال البنية التحتية — مثل توليد وتوزيع الكهرباء، والطرق، والمطارات، والموانئ، والسكك الحديدية. ومن الممكن أن تكون عائدات بيع سندات اليوروبوند بالغة الأهمية في تمويل مشروعات البنية التحتية، التي تتطلب غالبا موارد تفوق تدفقات المعونة والمدخرات المحلية.

• **انخفاض تكاليف الاقتراض:** تمكنت بلدان إفريقيا جنوب الصحراء في السنوات الأخيرة من الاقتراض بعائد منخفض بالمقاييس التاريخية — حتى أنه كان أكثر انخفاضا في بعض الأحيان من العائد على سندات بلدان الأزمة في منطقة اليورو — ووفق شروط مواتية، مثل فترات السداد الأطول أجلا (راجع الرسم البياني ٢). ورغم انخفاض تكاليف الاقتراض بالمقاييس التاريخية، يظل العائد على سندات اليوروبوند من بلدان إفريقيا جنوب الصحراء مرتفعا بما يكفي لجذب المستثمرين الأجانب.

وليست بلدان إفريقيا جنوب الصحراء وحدها هي التي تستغل الانخفاض السائد في معدلات العائد لإصدار سندات اليوروبوند لأول مرة؛ فبعض بلدان أمريكا اللاتينية تفعل الأمر ذاته أيضا. فقد تمكنت بوليفيا مؤخرا من الحصول على التمويل من الأسواق الدولية لأول مرة منذ ٩٠ عاما. ونجحت باراغواي مؤخرا في تنفيذ طرح عام أولي، كما باعت هندوراس سندات اليوروبوند في أوائل مارس ٢٠١٣.

هل تستمر هذه الأوضاع؟

لتقييم احتمالات استمرار المناخ المواتي لإصدار السندات، يتعين التركيز على العوامل المحركة لتكاليف الاقتراض وتحديد اتجاه تدفقات رأس المال. فالعوامل المعروفة باسم عوامل الدفع تؤثر على المناخ العام لبيع السندات إلى المستثمرين الدوليين؛ أما عوامل الجذب فهي ذات خصوصية قُطرية وتعتمد إلى حد ما على سياسات البلد المعني. وقد تمت دراسة هذه العوامل في ١٢٠ بلدا خلال الفترة بين عامي ٢٠٠٠ و٢٠٠٩ في دراسة "Gueye and Sy (2010 and 2013)".

ومن عوامل الدفع المهمة سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية (سعر الفائدة لليلة واحدة بين البنوك الأمريكية لاقتراض الاحتياطيات الزائدة)؛ والسيولة المقيسة بالنقد الاحتياطية (العملة المتداولة وودائع البنوك التجارية في البنوك المركزية بالنسبة لمنطقة اليورو واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة)؛ وسعر النفط؛ ومقاييس إقبال المستثمرين على تحمل المخاطر؛ ونسبة أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى أسعار الفائدة طويلة الأجل في الولايات المتحدة (ميل منحنى العائد)؛ وفروق أسعار الفائدة على سندات الشركات ذات العائد المرتفع.

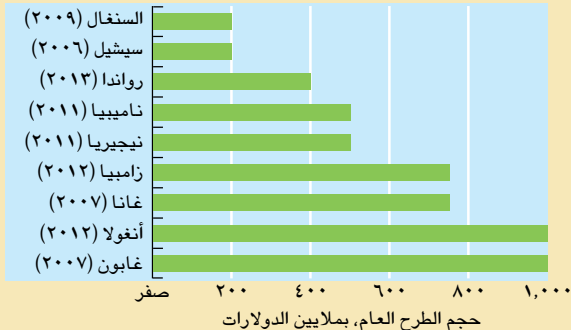
أما عوامل جذب الأموال فتتضمن نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في البلد المعني؛ ومدى استمرارية عملياتها المالية الخارجية، بما في ذلك الحساب الجاري (الذي يقيس ما ينفقه البلد في الخارج ويعوضه ما ينفقه الأجانب داخل هذا البلد) ونسبة الدين الخارجي إلى الصادرات؛ والاستقرار الاقتصادي الكلي (الذي يقاس أساسا بأداء التضخم). ويلاحظ أن تصنيفات الائتمان السيادي، وهي معيار جيد للجدارة الائتمانية في البلد المعني، ترصد معظم عوامل الجذب المشار إليها.

وتفيد عوامل الدفع بأن التدفقات الرأسمالية الداخلة التي تحرك عملية شراء سندات اليوروبوند الصادرة من بلدان إفريقيا جنوب الصحراء غير قابلة للاستمرار إلا على المدى القصير. ومن أسباب ذلك أن أسعار الفائدة المنخفضة إلى مستويات قياسية والسائدة في الولايات المتحدة سوف ترتفع على المدى المتوسط. والسبب الآخر هو تغير إقبال المستثمرين الأجانب على تحمل المخاطر، فهو أخذ في الازدياد مع استمرار بحثهم عن عائد أعلى مما يمكنهم الحصول عليه في الولايات المتحدة والملاذات الآمنة الأخرى. وهذا ما يعطي الأفضلية لسندات اليوروبوند من إفريقيا جنوب الصحراء. لكن عندما ترتفع أسعار الفائدة العالمية وتنحسر المخاوف من

الرسم البياني ١

الالحاق بالركب

تمكن عدد من بلدان إفريقيا جنوب الصحراء من بيع السندات لأول مرة في أسواق رأس المال الدولية.

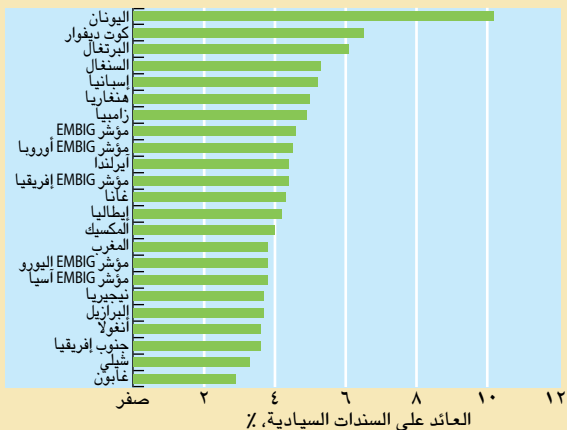


المصدر: حسابات المؤلف. ملحوظة: البيانات حتى نهاية يناير ٢٠١٣. وتشير السنة بين القوسين إلى تاريخ أول عملية بيع.

الرسم البياني ٢

أسعار تنافسية

العائد على سندات اليوروبوند التي أصدرتها بلدان إفريقيا جنوب الصحراء منخفض بالمقاييس التاريخية — حتى أنه أكثر انخفاضا في بعض الأحيان من العائد على سندات بلدان الأزمة في منطقة اليورو.



المصدر: مؤسسة Bloomberg L.P. ملحوظة: العائد على السندات في ٢٠ يناير ٢٠١٣. في السوق الثانوية. سندات «اليوروبوند» هي سندات موقوفة بعملة أجنبية، وهي الدولار أو اليورو في العادة. مؤشر EMBIG هو مؤشر سندات الأسواق الصاعدة العالمي لمؤسسة J.P. Morgan.

جنوب الصحراء تحظى أيضا بالدعم من أطر السياسات القوية، ونظم الحوكمة المحسنة، والاتجاهات العامة المواتية لأسعار السلع الأولية، والانخفاض الحاد في أعباء الديون الخارجية (في الوقت الحالي على الأقل). وتمثل ثروة الموارد الطبيعية تحديات يتعين معالجتها، بما في ذلك ضمان كفاءة الإنفاق العام الذي ينشأ عن مثل هذه الثروة (راجع دراسة "Arezki, Gylfason, and Sy, 2011").

السياسات التقليدية

تتضح أهمية تعزيز عوامل الجذب من خلال حالات العجز عن سداد الديون السيادية مؤخرا في إفريقيا جنوب الصحراء. فقد عجزت سيشيل عن سداد قيمة سندات اليوروبوند بقيمة ٢٣٠ مليون دولار في شهر أكتوبر ٢٠٠٨، في أعقاب الهبوط الحاد في إيرادات السياحة أثناء الأزمة المالية العالمية ونتيجة سنوات من الإنفاق الحكومي المفرط. وقد أسفر هذا العجز عن السداد

تمكنت البلدان الإفريقية في عدة حالات من بيع السندات بأسعار فائدة أكثر انخفاضا منها في الاقتصادات الأوروبية المتعثرة

عن إعادة هيكلة الديون وتخفيض الإنفاق الحكومي. وفي أعقاب النزاعات الانتخابية، عجزت كوت ديفوار عن سداد مدفوعات فائدة بقيمة ٢٩ مليون دولار، مما أدى إلى عجزها في عام ٢٠١١ عن سداد قيمة سند أصدرته في عام ٢٠١٠.

وهناك تساؤلات أخرى تنشأ بشأن السياسات عندما يكون الدين الخارجي في البلد المعني أرخص من الدين الداخلي. وتجربة غانا هي خير مثال على ذلك. ففي يناير ٢٠١٣، استطاعت حكومة غانا أن تحصل على قرض بالدولار لمدة عشر سنوات بفائدة قدرها ٤,٣٪ (مما انعكس في عائدات السوق الثانوية على الطرح العام). غير أنه لدى اقتراض الحكومة داخليا بالعملة المحلية، يصل سعر الفائدة على الأقل إلى ٢٣٪ على أذون الخزانة لمدة ثلاثة أشهر. وبمراعاة فروق التضخم يصل الفرق بين تكاليف الاقتراض بالدولار الأمريكي والاقتراض بالعملة المحلية إلى ١٠,٦ نقطة مئوية (٥,٤ نقطة مئوية، بمراعاة انخفاض قيمة العملة). ويرجع هذا الفرق إلى حد ما للتغيرات في بيئة السياسات — فقد تم تشديد السياسة النقدية في عام ٢٠١٢ وزاد عجز المالية العامة إلى حوالي ١٠ إلى ١١٪ من إجمالي الناتج المحلي. لكن الفرق يرجع أيضا إلى تراجع التكلفة الخارجية نتيجة بحث المستثمرين الأجانب عن العائد، وثقتهم في رغبة غانا في أداء التزامات ديونها، وقدرتها على ذلك في ظل احتمالات نموها الموجبة (فهي اقتصاد منتج للنفط). ويرجع هذا الفرق أيضا لأسواق الدين المحلية غير المتطورة التي تضم قاعدة من المستثمرين تهيم عليها البنوك — التي ترفع تكاليف الاقتراض المحلي — وربما لأثار تقييد حرية المستثمرين الأجانب في شراء الأوراق المالية الحكومية المحلية بأجل استحقاق أقل من ثلاث سنوات.

ومن الأرجح أن هذه الموجة من الاقتراض الدولي في بلدان إفريقيا جنوب الصحراء بأسعار تقل أحيانا عما يدفعه كثير من بلدان منطقة اليورو لن تكون قابلة للاستمرار على المدى الطويل ما لم تكن هذه البلدان قادرة على تحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع وقابل للاستمرار وزيادة الحد من التقلبات الاقتصادية الكلية.

ومن ثم يتعين اتخاذ الإجراءات على مستوى السياسات. ولا بد لإجراءات السياسات على المدى القصير أن تواصل التركيز على تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، وإبقاء الديون عند مستوى يمكن الاستمرار في تحمله، وضمان الاستخدام الكافي لعائدات التمويل والاستثمار في المشروعات

ذات « المضاعفات » الاقتصادية المرتفعة، وتجنب زيادة مواطن الضعف في الميزانيات العمومية نتيجة عدم اتساق العملات وأجال الاستحقاق، وإدارة مخاطر التباطؤ الكبير أو انعكاس المسار الاقتصادي. أما إجراءات السياسات على المدى الطويل فينبغي أن ينصب تركيزها على تطوير أسواق رأس المال والمؤسسات المحلية وضمان التسلسل الكافي في تحرير الحساب الرأسمالي.

السياسات غير التقليدية

لكن يجب على البلدان أن تنظر أيضا في المنافع الصافية التي تحققها السياسات غير التقليدية لأن وضع السياسات التقليدية وتنفيذها سيستغرق وقتا طويلا.

فعلى سبيل المثال، ليس من السهل إنشاء سوق محلية للسندات تعمل بكفاءة عالية لجذب المدخرات المحلية والأجنبية — لا سيما على المدى الطويل. ولتحقيق هذا الهدف، فإن المشورة التقليدية تتمثل في ضرورة قيام البلدان بتحسين سياساتها الاقتصادية الكلية؛ والارتقاء بإدارة الدين؛ وتطوير البنية التحتية التنظيمية والقانونية والسوقية — فضلا على إنشاء قاعدة للمستثمرين. وتشكل أسواق المال حجر الأساس لأسواق رأس المال وهي الموقع الطبيعي لبدء الإصلاحات، أما البنوك التجارية فهي غالبا أكبر المستثمرين. وينبغي إنشاء سوق للمعاملات بين البنوك تعمل بكفاءة عالية، وينبغي أيضا إعطاء أولوية لضمان سيولة الأسواق المحلية.

لكن تنفيذ هذه السياسات التقليدية يستغرق وقتا طويلا. وباستخلاص الأمثلة من البلدان المختلفة، يمكن لصناع السياسات الأفارقة أن يستهدفوا اعتماد ثاني أفضل السياسات الناجحة ثم التقدم نحو اعتماد أفضل السياسات. فقد تمكنت ماليزيا، على سبيل المثال، من إنشاء ثالث أكبر سوق للسندات في آسيا (بعد اليابان وكوريا) عن طريق إنشاء أسواقها الرأسمالية الإسلامية. ومن خلال تقوية المؤسسات المشتركة، تتزايد قدرة الحكومات في الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب إفريقيا على تعبئة المدخرات المحلية من البنوك والمستثمرين الآخرين في ثمانية بلدان من الاتحاد وإصدار سندات وأذون خزانة بصفة مستقلة. وقد حصلت إثيوبيا وغانا والهند على أموال مدخرات مواطنيها غير المقيمين بإصدار سندات الشتات. وأخيرا، اعتمدت مقاطعة «كيبك» الكندية والمغرب على المؤسسات المالية العامة المستوحاة من المؤسسات الفرنسية المعروفة باسم «صناديق الإيداع» (Caisses de Dépôts) لإنشاء أسواق رأس المال المحلية. وسوف يكون للتعلم من تجارب البلدان الأخرى أثر مفيد في المرحلة المقبلة على إفريقيا جنوب الصحراء. ■

أمادو نيكولاس راسين سي هو نائب رئيس قسم في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Arezki, Rabah, Thorvaldur Gylfason, and Amadou N.R. Sy, 2011, Beyond the Curse: Policies to Harness the Power of Natural Resources (Washington: International Monetary Fund).

Gueye, Cheikh A., and Amadou N.R. Sy, 2010, Beyond Aid: How Much Should African Countries Pay to Borrow? IMF Working Paper 10/140, (Washington: International Monetary Fund).

———, 2013, "U.S. Interest Rates and Emerging Market Bond Yield Spreads: A Changing Relationship?" Journal of Fixed Income, Vol. 22, No. 4, pp. 48-52.

International Monetary Fund, 2012, Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa (Washington: International Monetary Fund, October).

———, 2013, Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa (Washington: International Monetary Fund, April).