



المعهد المصري للدراسات  
EGYPTIAN INSTITUTE FOR STUDIES

# مصر: الأموال الساخنة مؤشرات وآفاق

د. أحمد ذكر الله

تقارير  
اقتصادية

٦ أبريل ٢٠١٨



TURKEY- ISTANBUL

Bahçelievler, Yenibosna Mh 29 Ekim Cad. No: 7 A2 Blok 3. Plaza D: 64  
Tel/Fax: +90 212 227 2262 E-Mail: info@eis-eg.org



[WWW.EIPSS-EG.ORG](http://WWW.EIPSS-EG.ORG)

f Eipss.EG t EIS\_EG



## مصر: الأموال الساخنة . مؤشرات وآفاق

د. أحمد ذكر الله

### تمهيد

برزت مصر العام ٢٠١٧ كأحدى أكثر الوجهات في العالم جذبا لاهتمام مستثمري المحافظ بعدما تخطت عائدات أدوات الخزنة المصرية القصيرة الأجل ٢٢% مع رفع البنك المركزي أسعار الفائدة لكبح التضخم الآخذ في الارتفاع. وجلبت أدوات الدين المرتفعة العائد لمصر أعداداً كبيرة من المشتريين الأجانب، والعملية الصعبة التي تحتاج إليها البلاد بشدة، حيث تعتمد مصر على الاستيراد وتعول على التدفقات الدولارية لتمويل عجز ميزان المعاملات الجارية في ظل غياب الاستثمار الأجنبي المباشر الكبير.

وبحلول ديسمبر من العام ٢٠١٧، قفزت حيازات الأجانب من أدوات الخزنة المصرية إلى نحو ٢٠ مليار دولار، مقارنة بما يزيد قليلا على ٦٠ مليون دولار فقط في منتصف ٢٠١٦، قبل أن تُعوم البلاد عملتها وتتفق على برنامج قرض بقيمة ١٢ مليار دولار مع صندوق النقد الدولي، وهو ما ساهم في عودة مستثمرين نزحوا بعد ٢٠١١، وساهم كذلك في ارتفاع الاحتياطيات الأجنبية للبنك المركزي إلى أعلى مستوياتها على الإطلاق عند ٤٢,٥٢٤ مليار دولار في نهاية فبراير ٢٠١٨، بدعم من بيع سندات دولية بقيمة ٤ مليارات دولار في الآونة الأخيرة.

وساعدت هذه الأموال مصر في تمويل عجز الموازنة وعززت إمدادات العملة الصعبة وهو ما تُرّجح الإدارة المصرية له على انه يمهد الطريق أمام الانتعاش الاقتصادي، ويبرر الإصلاحات المؤلمة للعديد من المصريين. ومع بداية تخفيض إجراءات النقشف الحاد من البنك المركزي، وعقب العديد من القوانين والإجراءات التي ساهمت في رفع معدل التضخم الي حدود ٣٣%، ومع بداية الهبوط لهذا المعدل، وما أعقبه من تخفيضين متتاليين لسعر الفائدة، يثور التساؤل حول مستقبل الأموال الساخنة في مصر؟ وهو ما تحاول هذه الورقة بيانه وذلك من خلال النقاط التالية:

### انخفاض العائد والفرص البديلة:

انخفض معدل التضخم الى حدود النطاق المستهدف للبنك المركزي للمرة الأولى مع بداية العام الحالي، لذا بدأ المركزي في عكس السياسة النقدية المتشددة التي هيمنت على المشهد العام في عامي ٢٠١٦ و٢٠١٧، وذلك بخفض أسعار الفائدة الشهر الماضي للمرة الأولى منذ تحرير سعر صرف الجنيه، وبمقدار ١٠٠ نقطة أساس، ثم تبعه تخفيض جديد بنهاية مارس ٢٠١٨ بنفس المقدار، ويتوقع الاقتصاديون تخفيضات إضافية تصل إلى ٤٠٠ نقطة أساس العام الجاري.



وقد تسبب التخفيض في أسعار الفائدة في هبوط متوسط العائد على أذون الخزانة المصرية لأجل ٦ أشهر وعام واحد، استكمالاً لمواصلة اتجاه انخفاض العوائد على أذون الخزانة الدولارية إلى أدنى مستوياتها منذ تحرير سعر صرف الجنية المصري في أواخر ٢٠١٦، وتراجع العائد على أذون الخزانة لأجل ١٨٢ إلى ١٧,٣٥٨% من ١٧,٦١١%، والعائد على الأذون أجل ٣٥٧ يوماً إلى ١٦,٤٣٥% من ١٦,٦٧٩% (١).

وهذه العوائد هي الأدنى منذ تحرير سعر الصرف، ومن المنتظر أن يحدث خفض تدريجي على عوائد السندات وأذون الخزانة -بالإضافة الي خفض سعر الفائدة- نتيجة للحصيلة الكبيرة التي جمعها البنك المركزي من الطروحات السابقة التي كانت تعد من أكبر العوائد على أذون الخزانة عالمياً، بجانب استغلال الانهيار الكبير في سوق الأسهم الأمريكية وتأثيره على معظم اقتصاديات العالم.

وبناء على ما سبق، بدا للمرة الاولى تنافسية الاستثمار في البورصة المصرية كفرصة بديلة للاستثمار في أذون الخزانة، خاصة مع اقتراب البداية الحقيقية لطرح الشركات العامة في البورصة، والتي بدا من استعراض أسماء المجموعة الأولى ليس فقط ربحيتها، بل وكذلك جود بنك القاهرة وبنك التعمير والاسكان وبنك الإسكندرية، ولأن العمل الرئيس لهذه البنوك هو المتاجرة في أدوات الدين المحلية، فمن المنطقي أن يفضل المستثمر الشراء بها لاحتوائه على المتاجرة بأدوات الدين كذلك، علاوة على الأرباح الأخرى.

هذا بالإضافة الي العديد من الشركات الأخرى الربحة المزمع طرحها، والتي يمتد بعضها نحو البعد الاستراتيجي إضافة الي البعد الاقتصادي.

وتبقي المتاجرة بأراضي الدولة فرصة بديلة كلاسيكية مستمرة، خاصة بعد الإعلانات المتوالية من الحكومة عن التصرف في أصول الدولة غير المستغلة تحت ضغط عجز الموازنة المتفاقم، وشبح التوقف عن السداد للديون الداخلية والخارجية.

وبالفعل نشرت الجريدة الرسمية في نوفمبر من العام الماضي، قرار رئيس مجلس الوزراء بتشكيل لجنة برئاسته ، تختص بحصر جميع أراضي ومخازن ومستودعات الدولة غير المستغلة، المملوكة للوزارات والمحافظات والهيئات والجهات التابعة لها، وشركات القطاع العام، وشركات قطاع الأعمال العام، ووضع تصور للاستفادة منها بشكل عام وبخاصة كمناطق لوجستية وإدارية وفقاً للقواعد والضوابط المقررة في هذا الشأن (٢).

وفي إطار هذه التنافسية الداخلية، إضافة الي اشتداد المنافسة مع العديد من الأسواق الناشئة بسبب تخفيض سعر الفائدة، تباينت الآراء حول اقبال الأجانب على شراء أدوات الدين المحلية، أو حتى الاحتفاظ بأرصدهم الحالية، وذلك ما يمكن استعراضه من خلال ما يلي؟

(١) خفض سعر الفائدة.. قرارات المركزي بين التوقعات وتحقيق الأهداف.

(٢) رئيس الوزراء يصدر قراراً بتشكيل لجنة حصر أصول الدولة غير المستغلة.





## توقعات شركات التحليل المالي لمستقبل أدوات الدين في مصر:

### أ- توقعات شركة «سى آى كابيتال أسيت مانجمنت»:

توقعت شركة «سى آى كابيتال أسيت مانجمنت» (٣) في تقرير لها تراجع العائد على السندات بنسبة تتراوح بين ٣% و ١١,٨% خلال العام الجاري، إذا ارتفعت العوائد في الدول المتنافسة بمقدار نقطة مئوية واحدة فى الفترة نفسها، ويمكن للمستثمرين البدء في الخروج من سوق الديون المصرية ما لم تتخذ السلطات إجراءات احترازية. وأضافت "سي. آى كابيتال لإدارة الأصول" أن مصر قد تفقد مركزها باعتبارها من كبرى الوجهات التي يقصدها مستثمرو أدوات الدين في الأسواق الناشئة، وربما يقوض خفض أسعار الفائدة من جاذبية أدوات الخزانة المصرية القصيرة الأجل للمشتريين الأجانب في الأشهر المقبلة، وما يدل على ذلك اننا شهدنا وصول إجمالي قيمة الحيازات الأجنبية في أدوات الدين إلى ما بين ١٩,٨ مليار و ٢٠ مليار دولار، أما الآن فقد بدأت الزيادات الشهرية تنخفض لأقل ما يمكن.

كما أوضح التقرير أنه من المتوقع أن تدفع الأوضاع الاقتصادية في الأسواق الناشئة المنافسة نيجيريا والأرجنتين وتركيا وأوكرانيا عائدات أدوات الدين لديها عدة نقاط مئوية فوق عوائد مصر خلال عام. وأضاف التقرير أنه كي تحافظ مصر على تدفق العملة الصعبة الضروري لها بعد خفض أسعار الفائدة، فعليها أن تستثني الأجانب من الضريبة الحالية البالغة ٢٠% على أرباح أدوات الخزانة، مثلما فعل بعض منافسيها بالفعل، أو أن يقوم البنك المركزي بامتصاص السيولة المحلية لإبقاء عائدات الأذون والسندات عند مستويات مرتفعة. كما أكد التقرير أن السلطات المصرية تحتاج إلى ضمان عدم تراجع العوائد بنفس الوتيرة التي تنخفض بها أسعار الفائدة، وأضاف: «يمكن أن تشمل طرق القيام بذلك خفض أو إلغاء ضريبة الـ ٢٠% المفروضة على مستثمري السندات الأجانب، واستمرار الجهود التي يبذلها البنك المركزي لاستيعاب السيولة وخفض الطلب المحلي على الديون.

### ب- توقعات وكالة أنباء «بلومبرج»:

تري وكالة أنباء بلومبرج إن الأسواق الناشئة الأخرى قد تتفوق على مصر التي كانت الوجهة المفضلة لمستثمري السندات على مدى الخمسة عشر شهراً الماضية بعد أن بدأت في خفض أسعار الفائدة لتحفيز الاقتصاد(٤).

(٣) مصر تفقد جاذبيتها لمستثمري أدوات الدين بالأسواق الناشئة

(٤) بلومبرج : خفض الفائدة يقلل جاذبية الاستثمار في السندات المصرية



وأشارت الوكالة إلى أن تركيا والأرجنتين ونيجيريا من بين الدول التي ستستحوذ على اهتمام المستثمرين وأموالهم إذا انخفضت عوائد سندات الخزنة المصرية بحدّة العام الجاري خاصة وأن احتمال زيادة أسعار الفائدة في الولايات المتحدة سيغذى معركة الحصول على الأموال.

وكانت الوكالة قد استبعدت مصر من قائمة الدول الأكثر جاذبية ، من بين الأسواق الناشئة في العام الحالي، ولم تضمنها في تقريرها، بجانب أربع دول، للافتقار إلى البيانات اللازمة والتي على أساسها قيمت جاذبية الأسواق الناشئة(٥).

وأوضحت «بلومبرج» أن مصر يمكن أن تكون مدعومة بالمكاسب المحتملة في الجنيه حيث تظهر استطلاعات الوكالة للعديد من الاقتصاديين أن مصر تعد الدولة الوحيدة ضمن مجموعة تضم تركيا والأرجنتين وأوكرانيا ونيجيريا التي من المتوقع أن ترتفع قيمة عملتها بنهاية عام ٢٠١٨.

### ج- توقعات شركة المجموعة المالية هيرميس القابضة:

استبعدت شركة المجموعة المالية هيرميس القابضة حدوث تراجع "مؤثر" في إقبال المستثمرين الأجانب على أدون الخزنة المصرية حال استمرار البنك المركزي المصري في سياسة خفض معدلات الفائدة(٦). كما تتوقع الشركة أن يصل إجمالي مبيعات أدون الخزنة المصرية لصالح الأجانب إلى نحو ١٩ مليار دولار في عام ٢٠١٨، وهو نفس معدل العام الماضي ٢٠١٧ تقريباً.

وأضاف إن احتياجات الحكومة من النقد الأجنبي التي تستهدفها من خلال أدون الخزنة قد تتراوح بين ١٥ و ٢٠ مليار دولار خلال ٢٠١٨، سيستخدم جزء كبير منها في سداد استحقاقات سابقة، متوقعة أن تقي مبيعات أدون الخزنة للأجانب مقابل هذه الاحتياجات، واعتبرت أيضاً أن الإفراط في بيع أدون الخزنة بعائد مرتفع، هو أمر غير مستحب وبه معدلات خطورة(٧).

كما أضافت الشركة أنه في حال خفض أسعار الفائدة لتصل إلى ١٣ أو ١٤%، وما قد ينتج عنه من انخفاض العائد على أدون الخزنة المصرية الى مستويات قرب تلك المعدلات، فإن هذا لن يؤثر على جاذبية أدون الخزنة المصرية أمام الأجانب وستبقى مغرية لهم مع ارتفاع عامل الأمان وتراجع معدلات المخاطرة.

وأشارت إلى ان تكلفة التأمين علي الديون المصرية فئة العاميين هبطت إلى ١٧٠ نقطة أساس من حوالي ٣٢٠ بعد تحرير سعر الصرف، لافتة إلى أنه عند مقارنة العائد علي أدوات الدين المصرية حتى بعد خفض الفائدة يظل من أعلى العوائد في الأسواق الناشئة والمبتدئة، وبالتالي ليس من المتوقع حدوث تراجع كبير في التدفقات الأجنبية

(٥) في قائمة بلومبرج للأسواق الناشئة.. من الأفضل ألا تبحث عن «مصر»

(٦) هيرميس تستبعد تراجع "مؤثر" في إقبال الأجانب على أدون الخزنة

(٧) هيرميس تكشف مصير إقبال الأجانب على أدون الخزنة حال خفض الفائدة.

وإن كانت بمعدلات أقل من تلك التي حدثت بعد تحرير سعر الصرف لكنها ستكون كافية جدا لاحتياجات الحكومة المستقبلية.

كما أوضحت أنه في حال ارتفاع عائدات أدوات الدين (السندات وأذون الخزانة) في بعض البلدان مثل الأرجنتين أو نيجيريا أو غيرها، فإن هذا لا يعني أن المستثمرين الأجانب وصناديق الاستثمار العالمية سيضعون أموالهم جميعها في هذين البلدين بل يتم توزيعها بحسب المخاطر.

#### د- توقعات بعض الخبراء:

- **صرح أنتوني سيموند،** الذي يساعد في إدارة ١٣ مليار دولار من ديون الأسواق الناشئة في شركة «إبردين» لإدارة الأصول في لندن «إذا انخفضت العائدات بما فيه الكفاية فعندئذ يمكن مقارنة سوق مصر بتركيا على سبيل المثال وهذا شيء يجب الانتباه إليه ولكننا لم نصل إلى هذه المرحلة حتى الآن»، لكن لا يزال بعض المستثمرين والخبراء الاقتصاديين يرون مصر وجهة للشراء القوي (٨).

وأكد سيموند على أن اتجاه الجنيه قد يكون حاسما في نهاية المطاف مضيفاً أنه من السابق لأوانه القول ما الذي يمكن أن نفعله في غضون ستة إلى ١٢ شهراً خاصة أن الجنيه المصري جزء كبير من أطروحة الاستثمار.

- **أوليفر ويكس، الاقتصادي في شركة «إمسو إسيت مانجمنت» في لندن،** صرح بأن التحسن في أساسيات الاقتصاد يوفر المجال للبنك المركزي لخفض أسعار الفائدة دون النظر إلى التدفقات الخارجة مضيفاً أن المسؤولين بحاجة إلى توخي الحذر.

- **تشارلز روبرتسون كبير الخبراء الاقتصاديين لدى رينيسانس كابيتال** أوضح أنه من صحيح أن جاذبية أدوات الدين المصرية تراجعت، لكن فقط من "شديدة الجاذبية" إلى "جذابة جدا".

- **إيمان نجم، محللة الاقتصاد الكلي ببنك استثمار برايم (٩)،** صرحت انه من المتوقع أن تتخفف العوائد على أذون الخزانة خلال الشهور المقبلة، خاصة مع التوقعات بخفض أسعار الفائدة ١% مرة أخرى في مارس المقبل، ومثلها أيضا في مايو، وتري أن مصر ستظل جاذبة للاستثمارات الأجنبية في هذه الأدوات لأن الظروف التي تمر بها تعد أفضل من ظروف الدول المنافسة لها، واعتبرت أن مصر رابع أعلى دولة في العالم من حيث جاذبية العائد على أدوات الدين حاليا بعد خصم الضرائب، والثانية بدون خصم الضرائب.

- وأضافت أنه مع التراجع المتوقع في العائد على أدوات الدين المحلية خلال الفترة المقبلة ستبقى ظروف الاستثمار في مصر أفضل من منافساتها من الدول الأخرى وهي الأرجنتين ونيجيريا وتركيا وأوكرانيا، حيث تعاني الأرجنتين

(٨) بلومبرج: خفض الفائدة يقلل جاذبية الاستثمار في السندات المصرية.

(٩) محللون يتوقعون استمرار الأجانب في شراء أذون الخزانة رغم خفض الفائدة

ونيجيريا من صعوبات فيما يتعلق بخروج أموال الأجانب خاصة أن الأخيرة متأثرة بتراجع أسعار البترول، كما أن أوكرانيا تعاني من مشكلات ولديها مستحقات كبيرة واجبة السداد في ٢٠١٩، ورغم أن ظروف تركيا أفضل من مصر إلا أن لديها برنامج للتوقف عن الاقتراض عبر الأذون والسندات خلال الفترة المقبلة، وبالتالي فإن الأوضاع تميل لصالح مصر.

– رضوى السويدي رئيسة قسم البحوث ببنك الاستثمار فاروس (١٠)، توقعت أن تواصل العوائد على أذون وسندات الخزنة الانخفاض على مدار العام مع التراجع المتوقع في أسعار الفائدة، وأن خفض الفائدة لن يؤثر على استثمارات الأجانب في أذون الخزنة لأن الفارق بين العوائد على هذه الأدوات ومثلها في الدولة المتقدمة سيبقى كبيراً، بالإضافة إلى التحسن في المؤشرات الاقتصادية المصرية الذي يشجع الأجانب على الاستثمار في مصر. إن سعر الإقراض والخصم الذي يحدده البنك المركزي في أي دولة، هو العامل الأهم لكنه ليس الأوحده في تحديد سعر الفائدة.

## خاتمة

توجد العديد من المتغيرات التي تؤثر على تحديد منحنى الطلب على النقد (الجنبي المصري) ومن أهمها الإنفاق الحكومي ومعدلات التضخم، وأن ارتفاع متوسط العائد على أذون وسندات الخزينة التي طرحتها الحكومة المصرية خلال شهر مارس ٢٠١٨ يرجع إلى حد بعيد لارتفاع الطلب الحكومي على النقد لتوفير احتياجاتها التمويلية لأسباب مختلفة، أهمها تمويل الاستثمار الحكومي المتزايد وخدمه الدين، بالإضافة الي المنافسة بين البنوك الحكومية المصرية لاستغلال توافر السيولة لديها للاستثمار في أدوات الدين الحكومية التي تتميز بالأمان وارتفاع العائد.

## وبناء على ما سبق، يمكن القول:

١. ليس شرطاً أن ينخفض العائد على أدوات الدين الحكومية مع اتجاه المركزي للخفض المتتالي لسعر الفائدة، وبالتالي من المرجح بقاء أسعار الفائدة على هذه الأدوات عند مستويات مرتفعة، وهو ما يشكل ميزة تنافسية للأدوات المصرية على حساب الأسواق المنافسة.
٢. أن البرنامج التركي للتوقف عن الاقتراض عبر الأذون والسندات خلال الفترة المقبلة، يجعل الأوضاع أكثر ميلاً لصالح مصر خاصة في ظل الصعوبات التي تعانيها كلاً من الأرجنتين ونيجيريا.

(١) محللون يتوقعون استمرار الأجانب في شراء أذون الخزنة رغم خفض الفائدة.



٣. أن نزوح بعض رجال الاعمال العرب من السعودية بعد الإجراءات الأخيرة، ومن الصين بعد تخفيض الحوافز الاستثمارية، وبوادر الحرب التجارية مع الولايات المتحدة قد يعزز التدفق الاستثماري الي مصر في شكل هذه الديون الآمنة.

٤. التنافسية الحقيقية مع هذه الأدوات لن تأتي من الخارج، وانما ستكون عبر الطروحات الحكومية للشركات العامة، ويدعم هذا عدة أمور من بينها سابقة الخصخصة في مصر والتي تميزت بهدر شديد في الأصول عند التقييم بأسعار بخسة، إضافة الي امتلاك معظم هذه الشركات لأصول عقارية ضخمة، وكذلك البعد الأمني والاستراتيجي لبعض هذه الشركات قد يعزز الطلب عليها.

٥. ليس شرطاً أن يكون الاستثمار في البورصة بديلاً كاملاً لاستثمار في أدوات الدين، وسيتوقف ذلك على معدل الاحلال الحدي بينهما، والذي أعتقد أنه لن يكون كبيراً، خاصة انه من المتوقع ان طرح الشركات العامة بالبورصة سيجذب رؤوس أموال جديدة الي مصر.

٦. ليس من المتوقع حدوث تراجع كبير في التدفقات الأجنبية على أدوات الدين المحلية، وإن كانت بمعدلات أقل من تلك التي حدثت بعد تحرير سعر الصرف، لكنها ستكون كافية جدا لاحتياجات الحكومة خلال العام الحالي.