ECES
المركز المصري
للدراسات الاقتصادية
The Egyptian Center
for Economic Studies



عدسة اقتصادية

العدد 30
22 نوفمبر 2026

© 2026 المركز المصري للدراسات الاقتصادية (ECES). جميع الحقوق محفوظة.

لا يجوز إعادة إنتاج أي جزء من هذه الدراسة أو حفظها في نظام لاسترجاع المعلومات أو نقلها بأي شكل أو بأي وسيلة سواء كانت ميكانيكية أو إلكترونية أو من خلال النسخ أو التسجيل أو غير ذلك. دون إذن كتابي مسبق من المركز المصري للدراسات الاقتصادية.

التكلفة غير المتكافئة للدين: لماذا تتحمل الأسواق الناشئة تكلفة اقتراض أعلى مقارنة بالاقتصادات المتقدمة؟

مصر بوصفها تجسيدًا لتحديات تكلفة التمويل



لماذا يتزايد الاهتمام بتحديات التمويل رغم الإصلاحات المحلية؟

أصبحت تكلفة الاقتراض السيادي تمثل مصدر قلق متزايدًا بالنسبة للاقتصادات الناشئة، لا سيما في ظل استمرار تأثير الأوضاع المالية العالمية على تكلفة التمويل ومدى توافره. فعلى الرغم من أن الإصلاحات الاقتصادية المحلية وتحسن الأوضاع المالية للدولة يمكن أن يساهما في تعزيز مركزها الاقتصادي، فإن ذلك لا ينعكس بالضرورة على تحسن شروط الاقتراض أو الحصول على التمويل بتكلفة أقل.

وتكتسب هذه التحديات أهمية خاصة بالنسبة للأسواق الناشئة، التي غالبًا ما تواجه ظروفًا تمويلية تختلف بدرجة كبيرة عن تلك التي تواجهها الاقتصادات المتقدمة. فحتى مع تحسن المؤشرات الاقتصادية المحلية، قد تستمر التطورات الخارجية والتغيرات في تصورات المستثمرين وتقييماتهم للمخاطر في ممارسة ضغوط على تكلفة الاقتراض.

يستعرض هذا التقرير العوامل التي تجعل تكلفة الاقتراض السيادي في الأسواق الناشئة أعلى مقارنة بالاقتصادات المتقدمة، مع التركيز على التفاعل بين الأوضاع المالية العالمية والمخاطر المرتبطة بكل دولة على حدة. كما يتناول مصر باعتبارها تجسيدًا واضحًا لهذه التحديات.

ما الذي يحدث؟

ما الذي يميز الأسواق الناشئة، وخاصة دول الجنوب؟

يمكن أن تتحرك أسعار الفائدة المرجعية العالمية وهوامش المخاطر السيادية (Sovereign Spreads) في اتجاهات مختلفة. فقد تنجح دولة ما في تحسين وضعها المالي وتحصل على ترقية في تصنيفها الائتماني، بما يؤدي إلى انخفاض علاوة المخاطر السيادية الخاصة بها. ومع ذلك، قد ترتفع التكلفة الإجمالية لتمويلها إذا ارتفعت أسعار الفائدة المرجعية العالمية، أو إذا طالب المستثمرون بعوائد أعلى نتيجة للتغيرات في ظروف الأسواق المالية. وبناءً

على ذلك، قد تظل تصورات المستثمرين للمخاطر المرتبطة بالدول مرتفعة نسبيًا في الأسواق الناشئة، لا سيما في دول الجنوب العالمي، بما في ذلك الاقتصادات الأفريقية.

إضافةً إلى هذه التحديات، تواجه الأسواق الناشئة، وخاصة دول الجنوب العالمي، عددًا من المشكلات الهيكلية التي تؤثر في ظروف حصولها على التمويل. كما أنها تعمل في ظل ظروف تختلف عن تلك السائدة في الاقتصادات المتقدمة؛ إذ قد تعتمد على عملات لا تملك السيطرة عليها، وتظل عرضة للتغيرات في مستويات السيولة الدولية وشهية المستثمرين لتحمل المخاطر. ونتيجة لذلك، يمكن أن تؤثر الأوضاع المالية الخارجية على تكلفة تمويلها، حتى في ظل تحسن المؤشرات المالية المحلية.

حالة مصر

تقدم مصر مثالاً واضحًا على أن تحسن الأوضاع الاقتصادية المحلية لا يؤدي بالضرورة إلى انخفاض تكلفة الاقتراض السيادي. ففي أكتوبر، حصلت مصر على ترقية في تصنيفها الائتماني من وكالة موديز، من Caa1 إلى B3 ، وذلك عقب فترة من ضبط الأوضاع المالية وتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية. وعلى الرغم من أن هذا التحسن كان من المتوقع أن يؤدي إلى خفض علاوة المخاطر السيادية، فإن عوائد الاقتراض ارتفعت بدلاً من ذلك. ويوضح هذا أن تحسن التصنيف الائتماني لا ينعكس بالضرورة على انخفاض تكلفة التمويل في الأسواق، لا سيما عندما تسير الأوضاع العامة للأسواق وتوجهات المستثمرين في اتجاه معاكس.

وتختلف أيضًا الطريقة التي تقيم بها الأسواق ووكالات التصنيف الائتماني المخاطر السيادية. فعلى مدار العامين السابقين، شهد هامش مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) وعلاوة المخاطر الخاصة بمصر انخفاضًا ملحوظًا، حيث عكست الأسواق الإصلاحات والقرارات المتعلقة بالسياسات الاقتصادية التي اتخذتها الدولة. وعلى النقيض من ذلك، تميل وكالات التصنيف الائتماني إلى الاعتماد على البيانات التاريخية، إذ تستند تقييماتها إلى الأدلة السابقة وقرارات اللجان المختصة، بينما تستجيب الأسواق بصورة فورية للمعلومات الجديدة، وهو ما يجعلها أكثر تقلبًا. ولم تقتصر أسباب التطورات الأخيرة على ارتفاع سعر الفائدة المرجعي الأمريكي، بل شملت أيضًا خروج تدفقات رأس المال وإعادة تقييم الأسواق للمخاطر التي أعقبت ذلك؛ حيث كان تأثير خروج هذه التدفقات أكثر حدة من تأثير ارتفاع سعر الفائدة نفسه.

ويساعد حجم هذه التدفقات على تفسير سبب عدم تناسب آثارها مع حجمها الفعلي. فقد قُدرت استثمارات المحافظ المالية خلال العامين السابقين بنحو 30 مليار دولار، بما يعادل حوالي 1.5 تريليون جنيه مصري، أو ما يقارب 10% من إجمالي الدين العام البالغ نحو 15 تريليون جنيه. وعلى الرغم من أن التدفقات الخارجة، التي بلغت 3 مليارات دولار، لم تمثل سوى نحو عُشر التدفقات الداخلة المتراكمة، فإنها ارتبطت بانخفاض قيمة الجنيه المصري بنسبة تتراوح بين 10% و12%.

ولا تتساوى الديون المصدرة بالعملة المحلية والمملوكة لمستثمرين أجانب من حيث الاستقرار مع الديون المقومة بالعملة المحلية والممولة من مستثمرين محليين يمتلكون استثمارات طويلة الأجل. فعلى الرغم من أن استثمارات المحافظ الأجنبية يمكن أن توفر مصادر تمويل إضافية، فإن خروجها المفاجئ قد يؤدي إلى ضغوط على سعر الصرف. وفي الوقت نفسه، فإن الاعتماد المفرط على البنوك المحلية في تمويل الدين الحكومي قد يؤدي إلى مزاحمة ائتمان القطاع الخاص، نتيجة تركز جانب كبير من ميزانيات البنوك في أذون الخزانة. ويبرز ذلك أهمية إدارة التدفقات

الرأسمالية الداخلة، بما في ذلك من خلال استخدام أدوات التعقيم النقدي(Sterilization Measures) ، بدلاً من الاعتماد عليها دون مراعاة المخاطر المرتبطة بها.

ما دلالة هذه التطورات؟

تسلط هذه التطورات الضوء على عدد من مواطن الضعف الهيكلية في نظم تمويل الديون بالأسواق الناشئة.

أولاً، يُعد الانضباط المالي المحلي ضرورة أساسية، لكنه ليس كافيًا بمفرده. فتحسن أرصدة المالية العامة، وتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، والحصول على تصنيفات ائتمانية أفضل، قد تسهم جميعها في خفض علاوات المخاطر السيادية، لكنها لا تستطيع التعويض بالكامل عن ارتفاع أسعار الفائدة المرجعية العالمية أو التغيرات المفاجئة في توجهات المستثمرين. وبالتالي، قد تواجه الدول ارتفاعًا في تكاليف التمويل رغم تحسن أساسياتها الاقتصادية المحلية.

ثانيًا، لا تقل أهمية هيكل الدين وتركيبته عن حجمه الإجمالي. فالدول التي تعتمد بدرجة كبيرة على الاقتراض بالعملات الأجنبية تكون أكثر عرضة لتقلبات أسعار الصرف، لا سيما عندما تحقق مشروعاتها إيرادات بالعملة المحلية، بينما تتطلب التزاماتها السداد بالعملة الأجنبية. وينشأ عن ذلك ما يُعرف بعدم تطابق العملات(Currency Mismatch) ، وهو ما يزيد من أعباء خدمة الدين عند انخفاض قيمة العملات المحلية. وقد شهدت اقتصادات أمريكا اللاتينية تاريخيًا مستويات أعلى من الهشاشة المرتبطة بالعملات الأجنبية، في حين استفادت عدة اقتصادات في رابطة دول جنوب شرق آسيا (ASEAN) من زيادة الاعتماد على التمويل بالعملات المحلية.

ثالثًا، يحدد عمق الأسواق المالية المحلية قدرة الدولة على استيعاب الصدمات الخارجية. فالاقتصادات التي تمتلك أسواقًا رأسمالية متطورة، وصناديق معاشات، وشركات تأمين، وغيرها من المؤسسات الاستثمارية، تتمتع بقاعدة أوسع من مصادر التمويل طويلة الأجل. ويوفر ذلك قنوات تمويل بديلة ويحد من الاعتماد على التمويل الخارجي. وعلى النقيض من ذلك، قد تحد الأسواق المالية محدودة العمق من فرص الحصول على تمويل مستقر وطويل الأجل، وتزيد من قابلية الاقتصادات للتأثر بالصدمات الخارجية.

أخيرًا، من الضروري التمييز بين التقلبات المؤقتة في الأسواق والتدهور الهيكلي في ثقة المستثمرين. فقد تعكس التدفقات الرأسمالية الخارجة قصيرة الأجل حالة من عدم اليقين العالمي، وليس بالضرورة تدهورًا في الأساسيات الاقتصادية. ومع ذلك، فإن استمرار خروج رؤوس الأموال بالتزامن مع تدهور الأوضاع الاقتصادية قد يشير إلى وجود مشكلات هيكلية أعمق. ولذلك، يتعين على صانعي السياسات التمييز بين ردود الفعل المؤقتة للأسواق والتطورات طويلة الأجل عند تصميم استجاباتهم.

ما الذي يمكن فعله لمعالجة هذه التحديات؟

تشير نتائج التحليل إلى أنه: لا تستطيع الأسواق الناشئة منع الصدمات المالية العالمية، لكنها تستطيع تعزيز أوضاعها الاقتصادية والمالية المحلية للحد من الآثار السلبية لهذه الصدمات على تكاليف الاقتراض والاستقرار المالي.

وفي ظل الأوضاع الراهنة للأسواق العالمية، تظل الإصلاحات المحلية ضرورية للحد من انتقال آثار التطورات الخارجية إلى ارتفاع تكاليف التمويل، ويتطلب ذلك مجموعة من الإجراءات، من بينها تعميق أسواق السندات ورأس المال

المحلية، وتشجيع المؤسسات الاستثمارية، مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين، على توفير التمويل طويل الأجل بالعملة المحلية، إلى جانب إطالة آجال استحقاق الدين الحكومي للحد من احتياجات إعادة التمويل ومخاطر إعادة تدوير الديون (Rollover Risks) كما يمكن أن يسهم تنويع مصادر وأدوات التمويل، بما في ذلك إتاحة الوصول إلى أسواق تمويل وعملات بديلة، في الحد من الاعتماد على مصدر واحد للتمويل.

بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تساعد الإدارة الحصيفة لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية قصيرة الأجل، والحفاظ على حيز مالي كافٍ للمناورة، وتعزيز التنسيق والتواصل بين السلطتين المالية والنقدية، الدول على الاستجابة بصورة أكثر فاعلية للتغيرات في ظروف الأسواق. كما يمكن للتعاون مع بنوك التنمية متعددة الأطراف من أجل تطوير آليات تعزيز الجدارة الائتمانية (Credit Enhancement Mechanisms) أن يسهم في جذب الاستثمارات الخاصة إلى المشروعات القابلة للتطبيق اقتصاديًا، دون الاعتماد على الضمانات السيادية فقط.

وتوضح تجربة مصر أهمية هذه الإجراءات، فتحسن الأساسيات الاقتصادية المحلية والتصنيفات الائتمانية لا يؤدي بالضرورة إلى انخفاض تكاليف الاقتراض، عندما تتحرك أسعار الفائدة المرجعية العالمية وتوجهات المستثمرين والتدفقات الرأسمالية في اتجاه غير مواتٍ. ومن ثم، فإن تعزيز القدرة التمويلية المحلية والمرونة المؤسسية لا يمنع تأثير التطورات المالية العالمية، وإنما يساعد على الحد من آثارها السلبية غير المتناسبة، ويدعم تحقيق أوضاع أكثر استدامة للتمويل السيادي.