



مسارات جديدة للتمويل

عندما يكون التمويل نادراً، تحاول البلدان النامية أن
تتبني نهجاً مبتكرة لزيادة رأس المال

مطبخ أحد المطاعم في فيرمونت بالولايات المتحدة : وجموع من المهاجرين يشكلون مشتريين محتملين لسندات الشتات.

سوهاس كيتكار و ديليب راثا
Suhas Ketkar and Dilip Ratha

سندات الشتات

جمعت حكومتا الهند وإسرائيل نحو ٤٠ مليار دولار، عادة خلال أزمات السيولة عن طريق الاستفادة من ثروات جالياتهما في الشتات لدعم احتياجات ميزان المدفوعات وتمويل مشاريع البنية التحتية والإسكان والصحة والتعليم. وكان إصدار سندات الشتات من قبل مؤسسة التنمية من أجل إسرائيل سمة متكررة في البرنامج السنوي للتمويل الأجنبي في إسرائيل، الذي جمع ما يزيد على ٢٥ مليار دولار منذ عام ١٩٥١. أما بنك الدولة في الهند فقد أصدر سندات الشتات في ثلاث مناسبات فقط و ذلك عام ١٩٩١ عقب أزمة ميزان المدفوعات، و في عام ١٩٩٨ بعد التجارب النووية التي أجراها في البلد، و أيضاً في عام ٢٠٠٠. و جمع بنك الدولة ١١,٣ مليار دولار. وقد دفع المستثمرون اليهود في الشتات علاوة مرتفعة على السعر (ربما من الأفضل وصفها بأنها خصم وطني كبير من العائد) و ذلك عند شراء السندات. واشترى الهنود الذين يعيشون في الخارج سندات بنك الدولة حينما اختفت كل مصادر التمويل الاعتيادية في الهند.

إن الأساس المنطقي وراء سندات الشتات له شقان. فهذه السندات تمثل بالنسبة للدول مصدراً مستقراً و رخيصاً للتمويل الخارجي، خاصة في أوقات الشدة المالية. وبالنسبة للمستثمرين فهي تتيح الفرصة لإظهار وطنيتهم عن طريق مساعدة بلدهم الأصلي. وعلاوة على ذلك، فإن أسوأ سيناريو بالنسبة لسندات الشتات هو أن مدفوعات خدمة الديون من جانب المصدر تتم بالعملة المحلية بدلاً من العملة الصعبة. ولكن نظراً لأن المستثمرين المغتربين في كثير من الأحيان يكون لديهم التزامات في بلدهم الأصلي، فمن المرجح أن يستقبلوا خطر تلقى مدفوعات بالعملة المحلية بذعر أقل بكثير من دعر المستثمرين من غير أهل الشتات.

من بين البلدان التي بها جاليات كبيرة في الشتات، الولايات المتحدة الأمريكية (فهى لديها مجموعات كبيرة من الفلبين و الهند و الصين و فيتنام و كوريا من آسيا، والسلفادور، والجمهورية الدومينيكية وجامايكا وكولومبيا

على البلدان النامية ديون قصيرة الأجل تقرب من تريليون **تستحق** دولار. ووفقاً للبنك الدولي، فإنها تواجه فجوة في التمويل تبلغ ٣٧٠ - ٧٠٠ مليار دولار. ونظراً لأزمة الثقة الحادة في أسواق الديون، فإنه سيكون من الصعب للغاية بالنسبة للدول الحصول على تمويل خاص باستخدام الأدوات المالية التقليدية. لذا فإن النهج المبتكرة للتمويل مطلوبة، خاصة بالنسبة للمقترضين من القطاع الخاص في البلدان النامية والذين يواجهون صعوبة في ترشيد الائتمان أكثر من المقترضين من القطاع العام.

وتهدد ندرة رأس المال بالحظره النمو على المدى الطويل وخلق فرص العمل في العديد من البلدان النامية التي لديها فرص محدودة للحصول على رأس المال حتى في أفضل الأوقات. ولن تكفى المساعدات الرسمية وحدها لسد فجوات التمويل قريبة أو طويلة الأجل. وبالنهاية، سيكون من الضروري استخدام التمويل الرسمي لتحفيز التدفقات الخاصة للبلدان النامية - اعتماد نهج مبتكرة للتمويل مثل استهداف مستثمرين محتملين لم يستفد منهم من قبل أو استخدام هياكل وتعريفات انتمائية للاستفادة من المستثمرين الموجودين.

إن القول بتحفيز مثل هذا النهج أسهل من تنفيذه، وخصوصاً خلال تعمق الأزمات المالية. ولكن أزمة الديون خلال الثمانينيات تم حلها في نهاية المطاف من خلال الابتكار - إنشاء سندات «برادي» في عام ١٩٨٩. وقد ورقت هذه السندات التي سميت باسم وزير الخزانة الأمريكي آنذاك «نيكولاس برادي» قروض البنوك المستحقة على بلدان أمريكا اللاتينية بشكل رئيسي في شكل سندات متداولة يمكن شراؤها من قبل قاعدة واسعة من المستثمرين.

ويشمل بعض آليات التمويل المبتكرة القائمة على السوق التي يمكن أن تستخدمها البلدان النامية الاقتراض من جاليات المغتربين (أهل الشتات) وتوريق إيرادات مستقبلية وإصدار سندات مربوطة بالرقم القياسى للنمو. وتشير التقديرات الأولية إلى أن بلدان أفريقيا جنوب الصحراء يمكن أن تجمع ما يتراوح بين ٥ - ١٠ مليارات دولار من خلال إصدار سندات الشتات، ونحو ١٧ مليار دولار من خلال توريق تحويلات مستقبلية وغيرها من المستحقات الآجلة.

وجواتيمالا وهايتي من أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي، وبولندا من أوروبا الشرقية)، واليابان (مع وجود كبير من المغتربين الصينيين والكوريين)، والمملكة المتحدة (مع جاليات كبيرة من الهنود والباكستانيين) وألمانيا (مع أناس من تركيا وكرواتيا وصربيا)، وفرنسا (مع جاليات مغتربين من الجزائر والمغرب)، وجنوب أفريقيا (التي تضم مهاجرين من دول مجاورة في جنوبي أفريقيا). يوجد تجمعات كبيرة من المهاجرين من الهند وباكستان والفلبين وبنجلاديش وإندونيسيا وأفريقيا في بلدان الخليج الغنية بالنفط، ويعد هؤلاء المهاجرون أيضا من المشتركين المحتملين لسندات الشتات.

وإذا أرادت المصارف وغيرها من الشركات المصدرة أن تستفيد من سوق التجزئة الأمريكية فإن عليها على الأرجح أن تسجل سندات الشتات الخاصة بها لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية والتي قد يتضح أن شروط الإفصاح الخاصة بها شاققة بالنسبة للبلدان ذات المؤسسات المالية الضعيفة. ولكن البلدان التي لديها جاليات شتات كبيرة في أوروبا حيث تكون الاشتراطات التنظيمية أقل صرامة نسبيا قد تكون قادرة على جمع الأموال فيها. كما يمكن إصدار سندات الشتات في هونج كونج وماليزيا وروسيا وسنغافورة وجنوب أفريقيا.

التوريق ذات التدفق الأجل

التوريق هو مصطلح مكروه في الوقت الحاضر ذلك لأن جذور الأزمة العالمية تكمن في الديون التي تم توريقها في الولايات المتحدة. لكن التوريق لم يكن هو المشكلة الرئيسية، بل كانت المشكلة هي التقييم مفرط الجسارة للأصول الأساسية. وطالما لم يتكرر هذا الخطأ وطالما يتم توفير تغطية وافية للسماح بانخفاض قيمة الضمانات الأساسية، فإن الديون المضمونة من خلال المستحقات الأجلة بالعملة الصعبة ستكون خيارا قابلا للتطبيق بالنسبة للبلدان النامية الساعية إلى جمع الأموال في البيئة السائدة لانخفاض الميل العالمي لتحمل المخاطر.

منذ أن دشنت «تلمكس» في المكسيك أولى صفقات التوريق القائمة على تدفقات الإيرادات الأجلة بالدولار، قامت أهم وكالات التصنيف الائتماني بتقييم أكثر من ٤٠٠ من هذه المعاملات بقيمة تبلغ ٨٠ مليار دولار. وتم توريق مجموعة واسعة من المستحقات الأجلة - بما في ذلك الصادرات من النفط والمعادن والفلزات وتذاكر الطيران وقسائم بطاقات الائتمان والتحويلات المالية الإلكترونية والورقية والمكالمات الهاتفية الدولية وإتاوات النفط والغاز والإيرادات الضريبية. وتوريق حقوق السداد المتنوعة - التي تشمل جميع المستحقات بالعملة الصعبة التي تأتي من خلال منظومة المدفوعات الدولية - هو الابتكار الأحدث. وتعتبر حقوق السداد المتنوعة ضمانة جذابة حيث إن تنوع أصلهم يجعل تلك التدفقات مستقرة. وحينما واجهت البرازيل صعوبة في الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية في الفترة ما بين ٢٠٠٢-٢٠٠٤، قام العديد من المصارف البرازيلية بتوريق حقوق سداد متنوعة بالعملة الصعبة لجمع ٤,٩ مليار دولار.

ومن خلال التعهد بمستحقات أجلة بالعملة الصعبة، تخضع معاملات التوريق مصالح الدائنين الحالية والمستقبلية. وفي عالم أسواق رأس المال الكاملة، قد يزيد ذلك تكلفة الاقتراض في المستقبل ويقضى على المنطق الرئيسي للتوريق (تشوك، ٢٠٠٢). ولكن العديد من البلدان النامية تواجه أسواقا لرأس المال أبعد ما تكون عن الكمال، وربما يواجه الدائنون صعوبة في التمييز بين الجيد والسيئ من المخاطر، مما يهدد الطريق للتوريق.

يتم هيكله المعاملات المدعومة بتدفقات من الإيرادات الأجلة بحيث لا تدخل المدفوعات البلد الأم للمصدر حتى يتم الوفاء بالتزامات تجاه المستثمرين في

السندات. ورغم أن هذا الهيكل يقلل مخاطر التحويل السيادي ومخاطر قابلة للعملة للتحويل يظل عدد آخر من المخاطر قائما. وهذه المخاطر تشمل الآتي :

- مخاطر الأداء المرتبطة بقدرة الكيان المصدر على توليد المستحقات.
- مخاطر المنتج المرتبطة باستقرار تدفق المستحقات بسبب تقلبات الأسعار والأحجام.
- مخاطر تحويل المسار إذا ما فرضت حكومة المصدر المبيعات على عملاء لا يرغبون في توجيه مدفوعاتهم إلى الائتمان.

ويمكن التقليل من كثير من هذه المخاطر من خلال اختيار مستحقات تدفق آجلة وتأمين زائد. وهذه الأخيرة أصبحت الآن حاسمة نتيجة الأداء السيئ في الآونة الأخيرة للسندات المدعومة بالرهن العقاري. وخلافا لتوريق الأصول الموجودة مثل القروض العقارية بالعملة المحلية، فإن هياكل توريق ذو التدفق الأجل (الذي يشمل عائدات تصدير بالعملة الأجنبية أو حقوق سداد متنوعة) قد تماست بشكل جيد جدا خلال هذه الأزمة المالية.

ومع ذلك، فإن إصدار سندات موقرة يقل كثيرا عما هو ممكن. وتشمل القيود في ذلك عدم وجود مستحقات جيدة وكيانات محلية قوية (من درجة الاستثمار) وكذلك عدم وجود قوانين واضحة، خاصة القوانين الخاصة بالإفلاس. ومع ذلك، فإن هناك حواجز أقل اليوم مما كان عليه الوضع قبل عقد من الزمن.

السندات المربوطة بأرقام الأداء القياسية

قد تتعارض مدفوعات خدمة الديون على سندات القسائم الثابتة مع قدرة البلد على السداد. عندما تتسبب صدقة داخلية أو خارجية في خفض النمو تقل الإيرادات وترتفع نفقات شبكات الأمان الاجتماعي. ويمكن أن تجبر زيادة الضغط المالي الناجمة عن ذلك بلدا ما على أن يختار بين التقاعس عن سداد الديون الخارجية أو اعتماد سياسات من شأنها زيادة الأموال المتاحة لخدمة الدين، ولكنها تفاقم الانخفاض في الإنتاج. وتهدف سندات النمو المرتبطة بأرقام الأداء القياسية إلى تجاوز هذه المشكلة. وتتعدد القسائم الخاصة بهذه السندات وفقا لأداء نمو الناتج المحلي الإجمالي في بلد ما، وكذلك قدرة هذا البلد على الدفع. وتسمح هذه السمة للبلاد النامية بأن تتبع سياسة مالية لمواجهة التقلبات الدورية، وبذلك تدفع أقل خلال التباطؤ الاقتصادي وتدفع أكثر خلال التوسع الاقتصادي. ومن المعقول أن البلدان النامية ستكون على استعداد لدفع سعر على السندات المرتبطة بالأرقام القياسية أعلى مما ستدفعه على سندات القسائم الثابتة لتكون قادرة على تجنب احتمال التخلف عن دفع الديون.

كانت هذه الفكرة سائدة لفترة من الوقت، ولكن يبدو أنه على الرغم من وضوح جاذبية سندات النمو المرتبطة بالأرقام القياسية إلا أنها لم تروج. ولم يدرج سوى عدد قليل من البلدان النامية مثل الأرجنتين وبلغاريا والبوسنة والهرسك وكوستاريكا أحكاما أو ضمانات من شأنها زيادة المردود لحاملي هذه السندات إذا تجاوز نمو الناتج المحلي الإجمالي عتبة ما. وتمثل الضمانات المرتبطة بالأرقام القياسية بالناتج المحلي الإجمالي في برنامج الأرجنتين على سبيل المثال، التزام الحكومة بدفع ٥ في المائة من الزيادة السنوية في الناتج المحلي الإجمالي في أي سنة من السنوات التي يرتفع فيها معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي عن الاتجاه. ولقد تحسن تقييم السوق الأولى لهذه الضمانات خلال عام ٢٠٠٧ حينما حقق الاقتصاد الأرجنتيني نموا قويا.

ولقد تراجع استخدام سندات النمو المرتبطة بأرقام قياسية بسبب مخاوف بشأن مدى دقة بيانات الناتج المحلي الإجمالي واحتمالات البخس المتعمد للنمو وتعدد السندات. وهذه العقبات ليست سائدة، ولكن سيولة سندات النمو المرتبطة

بالأرقام القياسية ما زالت منخفضة حتى الآن، ويبدو أن هناك نوعا جديدا من العلاوات (كوستا، تشامون، وريتشي، ٢٠٠٨).

ومتلما الحال بالنسبة لسندات النمو المرتبطة بأرقام قياسية التي تصدرها الجهات السيادية، فإنه يمكن للمقرضين دون السياديين أن يصدروا سندات الأداء المرتبطة بالأرقام القياسية، وسوف يتم ربط قسائم السندات المرتبطة بالأداء بمؤشر محدد جيدا خاص بأداء الجهات المقترضة. وهذا يمكن بالنسبة لحكومات

المقاطعات أو الحكومات البلدية على سبيل المثال أن يمثل عائدا ماليا مستهدفا؛ وبالنسبة لسلطات موانئ القطاع العام يمكن أن يتمثل هذا المؤشر في وقت التخليص أو العبور، وبالنسبة للشركات الخاصة يمكن أن يتمثل في الإيرادات (راماتشاندران، جيلب، وشاه، ٢٠٠٩). ولم تختبر هذه الأدوات حتى الآن، ولكن يبدو أنها يمكن أن تكون مفيدة بالنسبة لعدد كبير من المقرضين دون السياديين في الأسواق الناشئة.

قضايا السياسات العامة

مثل الابتكارات المالية السابقة، تيسر سندات الشترات والأوراق المالية المدعومة بالتدفقات الآجلة وكذلك السندات المرتبطة بالأداء، حصول البلدان النامية على التمويل. ويهدف توريق التدفقات الآجلة إلى نقل المخاطر الائتمانية عن المقرضين، ومن ثم يعزز تصنيفات الائتمان ويزيد السيولة. كما تهدف الشترات إلى تعزيز السيولة. أما السندات المرتبطة بالنمو أو الأداء فهي تهدف إلى الحد من مخاطر الائتمان من خلال ربط القسائم بالقدرة على الدفع وتعزيز السيولة بإعطاء الدائنين خيارا على أداء المقرضين السياديين ودون السياديين في البلدان النامية.

ويمكن للمؤسسات المتعددة الأطراف والجهات الرسمية المانحة أن تؤدي دورا مهما في تشجيع الابتكارات القائمة على السوق. إذ يمكنها أن توفر التعزيزات الائتمانية للمقرضين من البلدان النامية التي تواجه فجوات تمويلية. شديدة كما يمكنها تقديم المساعدة التقنية بشأن الأطر القانونية والهيكلية والتسعير وإدارة المخاطر - وفي تصميم المشاريع الممولة من الأدوات المبتكرة. هذه المؤسسات يمكن أن تساعد على وضع تصنيفات سيادية وفتح فرص الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية بالنسبة للدول الفقيرة في أفريقيا، وكثير من هذه الدول غير المصنفة (انظر الإطار). ويمكنها أيضا تقديم الأموال اللازمة لبدء التشغيل لتغطية رسوم الاستثمار المصرفية وتقدير التكاليف التي تكبدتها في هيكلية الصفقات المدعومة بمستحقات تدفق آجلة. كما يمكن لهذه المؤسسات تقديم ضمانات جزئية على التدفقات الآجلة لتخفيف المخاطر وحفز التدفقات الخاصة. إن لهذه المؤسسات دورا واضحا في تحسين دقة وشفافية بيانات الناتج المحلي الإجمالي لدعم في إصدار سندات مرتبطة بالنمو.

«سوهاس كيتكار» هو أستاذ الاقتصاد في جامعة فاندربيلت و «ديليب راتا» هو الخبير الاقتصادي الرئيسي في البنك الدولي في فريق آفاق التنمية.

يستند هذا المقال على «التمويل المبتكر للتنمية» لـ «سوهاس كيتكار» و «ديليب راتا» الذي نشره البنك الدولي في عام ٢٠٠٨.

المراجع:

Chalk, Nigel A., 2002, "The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines," IMF Working Paper 02106/ (Washington: International Monetary Fund).

Costa, Alejo, Marcos Chamon, and Luca Antonio Ricci, 2008, "Is There a Novelty Premium on New Financial Instruments? The Argentine Experience with GDP-Indexed Warrants," IMF Working Paper 08109/ (Washington: International Monetary Fund).

Ramachandran, Vijaya, Alan Gelb, and Manju Kedia Shah, 2009, Africa's Private Sector: What's Wrong with the Business Environment and What to Do About It? (Washington: Center for Global Development).

التصنيفات السيادية والوصول إلى الأسواق

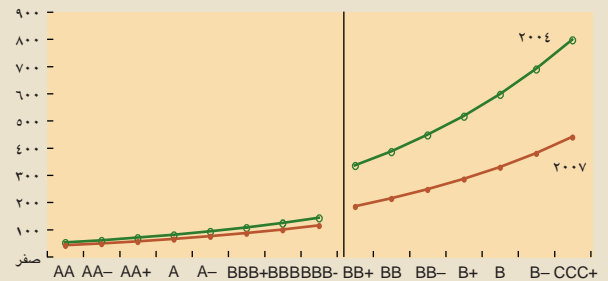
لا يتأثر وصول البلدان النامية إلى أسواق الائتمان بنوع الديون المقدمة فحسب، بل أيضا بنوعية الأحكام الصادرة عن وكالات التصنيف التي عندما تطبق على بلد ما تسمى بالتصنيف الائتماني السيادي. وكما يوفر التصنيف السيادي مقياسا للمقرضين دون السياديين.

وبشكل عام، فإن فروق الديون السيادية مقياسا يقل كلما تحسن التصنيف الائتماني السيادي. ولكن التأثير الكبير يحدث عندما يرتفع التصنيف إلى درجة الاستثمار (انظر الشكل). ومع ذلك، فإن عدم وجود تصنيف سيادي قد يكون أسوأ من وجود تصنيف منخفض. وفي عام ٢٠٠٥ بلغ الاستثمار الأجنبي المباشر ٨٥ في المئة من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى البلدان النامية السبعين التي ليس لها تصنيف. وشكلت القروض المصرفية النسبة المتبقية. وبالمقارنة، فإن تدفقات رأس المال كانت أكثر تنوعا بالنسبة للبلدان المصنفة - بما يقرب من ٥٥ في المئة من الاستثمار الأجنبي المباشر، و ١٥ في المئة من القروض المصرفية، وما يصل إلى ٢٥ في المئة من السندات، ونحو ٥ في المائة من تدفقات حقوق المساهمين. وبل كانت البلدان المصنفة على الدرجة ب أفضل حالا. ولقد كشفت دراسة حول ٥٥ بلدا غير مصنفة أنها ذات ملاءة مالية أكثر مما كان يعتقد من قبل: ومن المحتمل أن تصل ثمانى دول من الـ ٥٥ دولة إلى درجة أعلى من درجة الاستثمار؛ ومن المحتمل أن تصنف ١٨ دولة على الفئة ب - إلى ب ب. وهذا يوحي بأن هناك أملا لدى بعض البلدان النامية غير المصنفة في الحصول على تمويل في أسواق رأس المال العالمية. ومع ذلك، فالوصول على الديون يجب أن يكون مصحوبا بممارسات حكيمة لإدارة الديون. وبالإضافة إلى ذلك، فإن البلدان المستفيدة من مبادرة صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للبلدان الفقيرة المثقلة بالديون ومبادرة تخفيف عبء الديون المتعددة الأطراف ينبغي عليها مراعاة الحذر عند اتخاذ الدين من جهات انتهازية.

التصنيف له مردود

كلما ارتفع تصنيفها الائتماني، استطاعت حكومات السوق الناشئة جمع الأموال بتكلفة أقل. وترتفع التكاليف بصورة مثيرة عندما يقل التصنيف عن درجة الاستثمار.

(العلاوات، نقاط الأساس)



المصادر: حسابات المؤلفين؛ وديلوچيك انالكس. ملحوظة: التصنيف من نطاق درجات الاستثمار لوكالة ائتمانية آند بور من AA إلى BBB. وتمثل العلاوات الفروق بين سعر الفائدة الذي تدفعه حكومة سوق ناشئة على إصدار دين سيادي وسعر الفائدة على الأوراق المالية المماثلة للخزائن الأمريكية. ونقطة الأساس هي ١٠٠ من النقطة المئوية.