

ملاحظات موجزة حول ندوة

"تأثيرات تغير سعر الصرف على سوق المال وأسواق الدين"

الأحد 12 مارس 2017، من الساعة الخامسة وحتى السابعة مساء

عقد المركز المصري للدراسات الاقتصادية الندوة العاشرة ضمن مجموعة ندوات "الأزمات الاقتصادية في مصر: المخرج والحلول المتاحة"، وكانت هذه الندوة بعنوان "تأثيرات تغير سعر الصرف على سوق المال وأسواق الدين".

المتحدثان:

د. محمد عمران، رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية

أ. محسن عادل، نائب رئيس الجمعية المصرية لدراسات التمويل والاستثمار

مدير الجلسة:

د. عبلة عبد اللطيف، المدير التنفيذي ومدير البحوث، المركز المصري للدراسات الاقتصادية

أهم ما جاء في كلمات المتحدثين

قرار تحرير سعر الصرف سليم من الناحية الاقتصادية، ولكنه جاء متأخرا. فسوق الصرف كأى سوق أخرى، وأسوأ ما تواجهه الأسواق هو وجود سعرين لسلعة واحدة مما يخلق ما يعرف بفشل الأسواق (Market failure) وظهور سوق موازية. وفي حالة سوق الصرف ظهر سعران نتيجة تثبيت سعر الصرف مع وجود فجوة بين طلب وعرض العملة الأجنبية. وقد أشارت التجربة إلى أن وجود سعرين للصرف له تأثير سلبي على الاستثمار، نظرا لأن المستثمر ينظر لكيفية الخروج من السوق مثلما ينظر إلى كيفية الدخول. فالدخول بسعر صرف وعدم معرفة سعر الخروج هو أمر يدعم حالة عدم التيقن. ويمكن تلخيص الرسائل الأساسية من الندوة فيما يلي:

■ **تحرير سعر الصرف دفع عددا من المستثمرين الأجانب لدخول البورصة في اختبار لقياس الثقة في الاقتصاد المصري**

يمكن التعرف على تبعات تحرير سعر الصرف على أداء سوق المال من خلال عدد من المؤشرات، والتي جاء عدد منها إيجابي مثل ارتفاع معدلات السيولة المتاحة، الشركات الجديدة المقيدة، معدلات دخول الأجانب للسوق المصرية. وارتفع مؤشر البورصة الرئيسي EGX30 بنسبة قاربت 50 بالمائة منذ نوفمبر وحتى مارس، ولكن يظل التعبير

الأدق عن أداء سوق المال هو التوسع في رأس المال وليس مستوى المؤشر. كما ارتفع رأس مال البورصة المصرية إلى 640 مليار جنيه.

وعلى جانب آخر، ثمة نسبة من التعاملات في البورصة في صورة مضاربات لا تزال تستفيد من فروق الأسعار لبيع وشراء أسهم موجودة دون زيادة حقيقية في رأس المال.

ويتعامل المستثمر الأجنبي مع سوق المال كمقياس لاختبار جدية سهولة دخول وخروج الأموال وحقيقة تحرير سعر الصرف، وذلك قبل الدخول باستثمارات في القطاعات الحقيقية. لهذا يمكن اعتبار أداء سوق المال كمؤشر مستقبلي عن أداء الاقتصاد.

يمثل سوق المال أيسر طرق الخروج للمستثمرين، وهو بُعد عادة ما يتم إغفاله خلال إجراءات إصلاح مناخ الاستثمار.

■ أدوات الدين الحكومي محدودة، ويمكن الاستفادة من تحرير سعر الصرف لتقديم أدوات جديدة

تقتصر أدوات الدين الحكومي في مصر على شكل سندات وأذون خزانة، ويقتصر الاستثمار فيها على عدد محدود من الفاعلين (البنوك والأجانب بشكل أساسي).

معظم الأرباح التي حققها الجهاز المصرفي منذ 2011 كانت بالاستثمار في أدوات دين خالية المخاطر، مما أثر على قدرة القطاع الخاص على الاقتراض -أثر المزاحمة- وبالتالي فرص النمو الاقتصادي.

وشكلت استثمارات الأجانب في أدوات الدين الحكومي فيما قبل 2011 نسبة مرتفعة، وأدى انسحاب هذه الأموال بعد 2011 إلى انخفاض مستويات الاحتياطي النقدي. وبعد تحرير سعر الصرف بلغت الاستثمارات الأجنبية في هذه الأدوات ما يناهز 2 مليار دولار مقابل نصف مليار دولار في البورصة.

ولتطوير سوق الدين العام في مصر يمكن اللجوء لهذه الإجراءات:

- فتح المجال وتشجيع جهات أخرى غير البنوك للاستثمار في أدوات الدين كمتعاملين رئيسيين (Primary dealers) وبشكل خاص الجهات ذات الصلة بمحدودي الدخل مثل هيئة البريد.
- تفعيل أدوات السيولة في سوق السندات مثل ما يعرف بألية البيع وإعادة الشراء (repo).
- استحداث أدوات جديدة للدين العام بخلاف أذون وسندات الخزانة مثل سندات الإيراد (سندات يرتبط عائدها بعائدات مشروعات محددة تقوم بتمويلها)، والسندات المرتبطة بالنتائج المحلي الإجمالي، وصكوك التمويل (غير المرتبطة بمعايير الشريعة الإسلامية) وهي أداة غائبة في مصر وتوجد في الكثير من الدول مثل بريطانيا وألمانيا وماليزيا.

فيما يخص الصكوك كأداة تمويل، فقد صدر بها قانون 2013/10 وهو قانون يشوبه عوار تشريعي ويحتاج إلى تغيير. فقد صدر القانون خلال مرحلة حكم الإخوان المسلمين وتم تصميمه ليناسب التوجه العام السائد وقتها وقصر شكل الصكوك على تلك المرتبطة بالشريعة الإسلامية رغم شيوع استخدام الصكوك كأداة تمويل في العديد من الدول غير الإسلامية. وهذا بالطبع لا ينفي إمكانية الاستفادة من نظام التمويل الإسلامي في تصميم الصكوك بالقانون الجديد، لكن ضمن الأنواع الأخرى وليس النوع الوحيد. وتمثل الصكوك أداة تمويلية متطورة تستطيع جذب شريحة جديدة من المستثمرين الذين يتمتعون بسيولة ولتعظيم الاستفادة من ممتلكات الدولة.

ومن أبرز نماذج استخدام الصكوك السيادية - في البلاد التي تطبقها - تمويل مشروعات البنية التحتية، وتمويل مشروعات الإسكان بالإيجار ومشروعات استصلاح الأراضي.

ويشمل نظام الصكوك السيادية التعامل على الأصول المملوكة للدولة ملكية خاصة بنظام حق الانتفاع، لذلك هناك حاجة ماسة لإصدار سجل بممتلكات الدولة.

ومن ضمن أدوات التمويل الجديدة سندات دعم البيئة (السندات الخضراء) وهي أداة مالية يسهل تسهيلها، كما يقتصر تخصيص الأموال التي تدرها على مشروعات تهدف إلى تخفيف آثار تغير المناخ.

■ نشاط البورصة أو أدوات الدين الجديدة لا تكفي لتحقيق التنمية المستدامة فالعبرة بتحسين معيشة الفرد

لم يصل الاقتصاد المصري إلى مرحلة الاستقرار بعد، فقرار تحرير سعر الصرف هو أشبه بالتدخل الجراحي الذي يستدعي فترة من الإجراءات التمريضية والتي تتضمن رفع أسعار الفائدة. ومن المفترض أن يكون بعض هذه الإجراءات مؤقتة لأن أي اقتصاد لن يستطيع النمو في ظل أسعار فائدة مرتفعة ومستويات مرتفعة لأسعار السلع.

ولتحقيق التنمية المستدامة المنشودة، يستلزم قرار تحرير سعر الصرف وجود سياسات مالية واجتماعية مكملة بالإضافة إلى استكمال إجراءات إصلاح بيئة الأعمال لزيادة حصيللة النقد الأجنبي من التصدير والاستثمارات (من خلال مراجعة منظومة التراخيص، التخارج من السوق، قانون الشركات، قانون العمل والتأمينات... وغيرها)، وإلا يكون الاقتصاد قد تحمل أعباء إضافية من قرار التحرير دون الحصول على منفعة.