

## تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة ( ١٩٩٠ - ٢٠١٧ )

د . منال جابر مرسى محمد

مدرس بقسم الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة سوهاج

### ملخص البحث :

يعتبر سعر الصرف أحد المؤشرات الاقتصادية والمالية التي تعبر عن جودة الأداء الاقتصادي لأي دولة ، ويمثل سعر الصرف العمود الفقري الذي تعتمد عليه اقتصاديات أي دولة من دول العالم سواء كانت من الدول المتقدمة أو النامية لذلك تسعى معظم الحكومات إلي انتهاج سياسات تهدف إلي ضمان استقرار سعر صرف عملاتها لتجنب دولها التقلبات الحادة التي تمر بها العملات من فترة لأخرى . كما يؤدي سعر الصرف دوراً بارزاً في السياسة النقدية ، بسبب استخدامه كهدف أو كأداة أو ببساطة كمؤشر علي تنافسية الدول من خلال تأثيره علي مكونات النمو الاقتصادي مثل الاستثمار ، ودرجة الانفتاح علي التجارة الدولية . لذا كان الهدف الأساسي لهذه الدراسة ، وهو محاولة التعرف علي طبيعة سعر الصرف ، لذا تناولنا في المبحث الأول مفهوم السياسة النقدية وأهم أدواتها وأهم أهدافها ، كما قمنا في المبحث الثاني بالتعرض للإطار النظري لسعر الصرف وتجربة مصر في مجال الصرف خلال الفترة من (١٩٩٠-٢٠١٧) ، ثم تعرضنا في المبحث الثالث للقياس أثر السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي وذلك من خلال نموذجين ، الأول نموذج التعديل الجزئي لسعر الصرف ، والثاني نموذج متجه تصحيح الخطأ . واختتمت الدراسة بوضع بعض التوصيات للحد من تقلبات سعر الصرف

## المقدمة :

يرتبط استقرار معدل الصرف بتحقيق الاستقرار الاقتصادي , إذ يشير الاستقرار في هذا المعدل إلي عدم وجود ارتفاعات حادة أو تقلبات مبالغ فيها في قيمة العملة المحلية من شأنها أن تؤثر على الاقتصاد بشكل سلبي , حيث يرتبط تحقيق الاستقرار في معدل الصرف بكافة المتغيرات الأساسية للاقتصاد المحلي مثل الإنتاج والاستهلاك والادخار والاستثمار والتصدير والاستيراد . كذلك فإن التوازن في سوق الصرف الأجنبي تظهر أهميته نتيجة لتأثير سياسة معدل الصرف علي العديد من الأهداف التي ترتبط بتحقيق استقرار الاقتصاد الكلي مثل الحفاظ علي مستوى مقبول ومستمر لتوازن ميزان المدفوعات والحد من معدلات التضخم واستقرار معدلات النمو رغم أن السياسة النقدية تعد من السياسات الرئيسية في تحقيق النمو والاستقرار , إلا أنها تختلف من حيث التطبيق من دولة إلي أخرى وذلك بحسب متغيرات كل دولة , إذ أن نظرة الدول النامية للسياسة النقدية تختلف عن نظرة الدول المتقدمة من حيث الأهداف . فالدول المتقدمة ترى أن هدف السياسة النقدية الأساسي هو تحقيق الاستقرار النقدي وتخفيض معدلات التضخم , أما الدول النامية فتري أن هدف السياسة النقدية أبعد من ذلك , إذ تهدف من خلالها إلي تحقيق النمو الاقتصادي , والاستقرار النقدي , وتخفيض مستويات البطالة , واستقرار أسواق صرف العملات . ويعتبر سعر الصرف من أهم أدوات السياسة النقدية , لأنه يؤثر ويتأثر بالمؤشرات الاقتصادية الأخرى . بالإضافة إلي تأثره بالأوضاع الداخلية والخارجية , نتيجة للتبادل التجاري للسلع والخدمات بين الدول , لذا تعتني السلطات النقدية بسياسات سعر الصرف , خاصة الدول التي تعاني من شح في مواردها من العملات الأجنبية , لأن درجة الاستقرار الاقتصادي لأي دولة يرتبط باستقرار سعر صرف العملة الوطنية أمام العملات الأخرى.

#### ١- مشكلة الدراسة :

لم يختلف وضع الاقتصاد المصري كثيراً عن غيره من الاقتصاديات النامية ، فقد عانى الاقتصاد المصري لعقود طويلة من اختلالات هيكلية عديدة ، كان من بينها وأبرزها اختلال هيكل الأسعار ، أدى إلي سوء تخصيص الموارد ، ومن ثم ضعف الإنتاج ويأتي اختلال سعر الصرف أحد صور هذا الاختلال . فعلي الرغم من بعض محاولات الإصلاح الجزئية ، والتي أدخلت علي سعر صرف الجنيه في النصف الثاني من عقد الثمانينات من القرن الماضي ، من خلال إجراء عدة تخفيضات متتالية في قيمة الجنيه أمام الدولار ، إلا أنه ظل مقدراً بأكثر من قيمته الحقيقية ، ومع انخفاض أسعار الفائدة علي الجنيه تضاعلت الثقة في العملة الوطنية ، وارتفعت نسبة الدولار إلي ما يقرب من ( ٥٠% ) ، وفي ظل هذه التشوهات السعرية تزايد العجز في ميزان المدفوعات ليصل إلي ٢ مليار دولار من الناتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٠ ، وتزايدت الديون الخارجية وخدمتها ، حيث بلغت خدمة الدين الخارجي ٣,٣٦٨ مليار دولار ، بما يعادل ( ٢٦,٣% ) من متحصلات الصادرات السلعية والخدمية خلال عام ١٩٩٠ . وقد تسارع معدل التضخم ليبلغ نحو ( ٢٠% ) ( عيسى ، ٢٠٠٩ : ٤ ) . فمع مطلع عام ١٩٩١ تم تطبيق نظام أكثر مرونة لسعر الصرف ، قائم علي ربط الجنيه المصري بالدولار الأمريكي ، مع تحديد قيمته وفقاً لقوى العرض والطلب في سوق النقد الأجنبي ، فقد قررت السلطة النقدية متمثلة في البنك المركزي اعتماد آخر سعر للدولار في السوق الحرة كسعر افتتحي لسوق النقد الأجنبي الجديد بعد قرار توحيد سعر الصرف ، وأصبحت كافة معاملات النقد الأجنبي تتم في إطار سوق واحدة ، وتم السماح للجهاز المصرفي وشركات الصرافة بحرية التعامل في النقد الأجنبي ، إلي جانب حرية التحويلات من وإلي الخارج ، وقد أدت السياسة النقدية للبنك المركزي خلال الفترة " ١٩٩١-١٩٩٧ " إلي تحقيق استقرار نسبي في سعر الصرف ، صاحبها زيادة في

الاحتياطيات الدولية , وتحسن ملحوظ في أداء الاقتصاد المصري . ولكن مع نهاية عام ١٩٩٧ , تعرض الاقتصاد المصري لعدد من الصدمات الداخلية والخارجية منها : آثار الأزمة المالية التي تعرضت لها دول جنوب شرق آسيا , والتي أدت إلي ارتفاع فاتورة الواردات , ولم يعوض ذلك زيادة في حصيلة الصادرات , مما ترتب عليه الضغط علي سعر صرف الجنيه أمام الدولار الأمريكي , وعلي الرغم من هذه الظروف استمر البنك المركزي في الدفاع عن استقرار سعر الصرف , عن طريق التدخل في سوق الصرف الأجنبي مستخدماً أرصده من الاحتياطيات الدولية , مما ترتب عليه انخفاض هذه الأرصدة

( محي الدين , كجوك , ٢٠٠٢ : ١٩٧ ) . وقد جاءت أحداث الحادي عشر من سبتمبر عام ٢٠٠١ , وما أعقبها من اتجاهات عامة في الاقتصاد العالمي , لتحدث بعض الآثار السلبية علي أداء ميزان المدفوعات المصري , فقد تأثر قطاع السياحة وتضاءلت فرص قدوم الاستثمارات الأجنبية إلى المنطقة . واستمر انخفاض أرصدة الاحتياطيات من النقد الأجنبي لتبلغ ١٢,٩ مليار دولار نهاية عام ٢٠٠١ , مقابل ١٨,٧ مليار دولار عام ١٩٩٧ . وكمحاوله للحد من هذه الآثار , أعلنت الحكومة المصرية في ٢٩ يناير ٢٠٠٣ عن تعويم الجنيه المصري . وقد ترتب علي ذلك القرار انخفاضاً ملحوظاً في قيمة الجنيه أمام الدولار , ولامتصاص بعض الآثار العكسية , التي يمكن أن تنتج عن هذا الانخفاض , سمح البنك المركزي للبنوك برفع أسعار الفائدة لتصل إلي ( ١٢ % ) علي بعض الأوعية الادخارية . كما أثرت الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ علي مؤشرات الاقتصاد المصري بما في ذلك سعر الصرف بالسلب فقد ارتفع سعر الصرف في عام ٢٠٠٩ .

نجح البنك المركزي في عام ٢٠١٠ في السيطرة علي مشكلة سعر الصرف . والقضاء علي السوق السوداء , والسيطرة علي معدلات التضخم من الانفلات عن طريق إطلاق مؤشر جديد للتضخم الأساسي يشق من الرقم العام للتضخم , ومع بداية عام ٢٠١١ وثورة ٢٥ يناير كان لذلك تداعيات سلبية علي الاقتصاد المصري

, حيث حدث انخفاض كبير في الاحتياطي النقد الأجنبي ,حيث فقدت مصر ٢١ مليار دولار حتي ديسمبر ٢٠١٢ , وكانت مشكلة تراجع المخزون من الاحتياطي النقدي الأجنبي من أهم التحديات التي تواجه البنك المركزي والتي انعكست علي سعر الصرف , حيث انخفض قيمة الجنيه أمام الدولار , وفي مارس ٢٠١٦ خفض البنك المركزي قيمة الجنيه رسمياً بنسبة ١٤,٣% ليصبح سعر بيع الدولار في البنوك ٨,٩٥ جنيهاً .

وعلي ضوء التغيرات الأخيرة التي شهدتها الاقتصاد المصري , والتي كان لسعر الصرف دوراً كبيراً , تصبح محاولة تقدير الأثر الكمي لبعض للمتغيرات النقدية علي سعر الصرف أمراً ضرورياً , للتعرف علي مدى فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار في سعر الصرف .

## ٢- أهمية الدراسة :

تتمثل أهمية الدراسة في الدور الحيوي الذي تقوم به السياسة النقدية كأحد السياسات الأساسية المساعدة في الخروج من الازمات الاقتصادية والمساعدة في رفع مستوى الاداء الاقتصادي علي النحو الذي يمكن معه استعادة الثقة الدولية والاندماج في الاقتصاد العالمي , وفي تحقيق الاستقرار في اسعار الصرف في مصر .

## ٣- أهداف الدراسة :

هدفت الدراسة إلي محاولة الكشف عن أثر السياسات النقدية المطبقة في مصر في تحقيق استقرار سعر الصرف , ومن ثم تسعى الدراسة للوصول إلي الأهداف التالية :

- تحديد مفهوم السياسة النقدية وأهم أدواتها.
- تحديد مفاهيم سعر الصرف ووظائفه وأهم العوامل التي تؤثر فيه.
- التعرف علي تجربة مصر في مجال الصرف.
- محاولة تقدير أثر أدوات السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف

- الخروج بتوصيات قد تسهم في علاج تذبذب سعر الصرف في الاقتصاد المصري .

#### ٤- فروض الدراسة :

- تقوم الدراسة علي عدة فروض تتمثل فيما يلي :
- وجود قيمة توازنه لسع الصرف , وهي القيمة طويلة الأجل أو المستوى المرغوب لسعر الصرف.
  - يتأثر نموذج سعر الصرف في مصر بأدوات السياسة النقدية خلال فترة الدراسة .

#### ٥- منهج الدراسة :

تجمع الدراسة بين المنهج الاستقرائي والمنهج القياسي , حيث يُعتمد علي المنهج الاستقرائي لبناء إطار فكري مناسب لهذه الدراسة , في إطار ما تناولته النظرية الاقتصادية عن السياسة النقدية وأدواتها , وسعر الصرف , ينما يُستخدم المنهج القياسي عند تقييم تأثير السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف .

#### ٦- حدود الدراسة :

تركز الدراسة علي الفترة ( ١٩٩٠ - ٢٠١٧ ) , وهي الفترة التي شهد خلالها الاقتصاد المصري تغيرات جوهرية في سعر الصرف .

#### ٧- خطة الدراسة :

في ضوء مشكلة الدراسة وأهميتها وتحقيقاً لأهدافها في ظل الحدود المشار إليها , تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة مباحث , وذلك علي النحو التالي :

- المبحث الأول : الإطار النظري للسياسة النقدية .
- المبحث الثاني : الإطار النظري لسعر الصرف .

المبحث الثالث : قياس أثر السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة (١٩٩٠- ٢٠١٧) .

## المبحث الأول

### الإطار النظري للسياسة النقدية

#### مقدمة :

تعد السياسة النقدية إحدى أهم السياسات التي يستخدمها صانعو السياسة الاقتصادية في التأثير علي النشاط الاقتصادي , حيث لم يعد التحكم في عرض النقود هدفها النهائي , وإنما أصبح تحقيق استقرار الأسعار, والمساهمة في النمو الاقتصادي وتحسن وضع ميزان المدفوعات أهداف أساسية للسياسة النقدية .

**أولاً : مفهوم السياسة النقدية :** تتصرف السياسة النقدية في مفهومها التقليدي إلي إدارة ومراقبة عرض واستخدام النقود في الاقتصاد , بما في ذلك النقود القانونية والائتمانية ومراقبة الصرف الأجنبي , بقصد تحقيق أهداف معينة . وقد كان إصدار النقود القانونية يستخدم في الأساس كأداة من أدوات السياسة المالية لتمويل عجز الموازنة العامة , إلا أن الاتجاه الحديث في الفكر الاقتصادي يميل إلي توسيع مفهوم السياسة النقدية ليشمل تنظيم سيولة الاقتصاد القومي في مجموعه دون الوقوف عند حدود الرقابة علي عرض واستخدام النقود , بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي ( الأسرج , ٢٠٠٥ : ٣ ) , وفي ضوء ما سبق , فإن السياسة النقدية في مفهومها الأساسي عبارة عن التحكم في عرض النقود وإدارته علي النحو الذي يقتضيه تحقيق معدل النمو الحقيقي الأمثل , مع المحافظة علي استقرار الأسعار . وبالتالي تكون السياسة النقدية نوعاً من أنواع الإدارة لحركة التوسع والانكماش في المعروض النقدي , بحيث تمنع معدل النمو النقدي من الهبوط إلي مستوى قد يعوق النشاط الاقتصادي , وكذلك من التوسع إلي المستوى الذي قد ينشأ عنه ضغوط تضخمية .

**ثانياً : أهداف السياسة النقدية:** تعمل السياسة النقدية داخل الإطار العام للسياسات الاقتصادية للدولة , فهي تشارك بالتالي في تحقيق الأهداف العامة لهذه السياسات , وتختص السياسة النقدية أساساً بتحقيق استقرار الأسعار في الأجل القصير , والمساهمة في علاج الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد , بهدف الوصول إلى تحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي فى الأجل الطويل بالتعاون مع السياسات الاقتصادية الأخرى , ويرجع هذا الدور للسياسة النقدية إلى علاقة التشابك التي تربط النظامين العيني والنقدي , فاختلال النظام النقدي يؤدي إلى إحداث تأثيرات هامة علي مستوى الأسعار ومعدل النمو الاقتصادي , وعلي مستوى التشغيل والإنتاج وتوازن ميزان المدفوعات , وتتمثل أهم أهداف السياسة النقدية فيما يلي :

١- **زيادة النمو الاقتصادي:** تساهم السياسة النقدية في رفع معدل النمو الاقتصادي , من خلال تهيئة المناخ الاقتصادي , وتوفير الائتمان اللازم للمشروعات ,وقد تباينت آراء المدرس الفكرية حول مساهمة السياسة النقدية في النمو الاقتصادي , فالفكر الكلاسيكي يؤكد علي أن الادخار يسبق الاستثمار , لذلك فإن رفع معدل النمو الاقتصادي يتطلب زيادة حجم المدخرات عن طريق رفع سعر الفائدة, وذلك لحث الأفراد علي التضحية بالاستهلاك الحالي ( مروان , ١٩٩٧ : ٦٤٨ ) , وقد اختلف كينز مع الكلاسيك في اعتبار أن الادخار دالة متزايدة في سعر الفائدة , حيث انتهى كينز إلى أنه برغم أن الاستثمار دالة عكسية في سعر الفائدة , فإن الادخار دالة طردية في الدخل وليس في سعر الفائدة , وأستند كينز في هذا إلى ما حدث خلال أزمة الكساد العالمي , فقد فشلت آلية سعر الفائدة عن القيام بوظيفتها التي أوضحها الكلاسيك , حيث لم ينخفض الادخار ويزيد الاستثمار ويرتفع مستوى النشاط الاقتصادي علي النحو الذي يساعد علي الخروج من هذه الأزمة .وفي ظل هذا الخلاف بين كينز والكلاسيك , جاءت المدرسة النقدية لتعيد للسياسة النقدية أهميتها في التأثير علي النشاط الاقتصادي , فقد رأى النقديون أن عرض النقود ليس له



تأثير علي الناتج القومي في الأجل الطويل , وإنما يتركز تأثيره علي مستوى الأسعار , ولكن في الأجل القصير تمارس النقود أثراً مباشراً وهاماً علي الإنفاق الكلي , ومن ثم الناتج القومي ومعدل نموه , حيث ربط النقديون التغيرات في الإنفاق والناتج بالتغيرات في عرض النقود , دون التركيز علي آلية محددة للانتقال النقدي.

٢-تحقيق استقرار الأسعار...:تسعى السلطات النقدية بشكل مستمر إلي محاولة تحقيق استقرار الأسعار , وينبع ذلك من إدراكها لحجم التكاليف الاجتماعية والاقتصادية التي تترتب علي التقلبات السعرية , ولما يخلقه ذلك الوضع من عدم تأكد وصعوبة في وضع الخطط المستقبلية , بما يؤثر سلباً علي النمو الاقتصادي . وعلي الرغم من أن السياسة النقدية لا تؤثر وحدها في معدل التضخم , بل يتأثر أيضاً بالسياسات الاقتصادية السعرية الأخرى , خاصة السياسة المالية , إلا أن معظم الكتابات الاقتصادية حول التضخم والاستقرار النقدي تظهر أن كبح التضخم يمثل هدفاً أصيلاً للسياسة النقدية تتجه إليه مباشرة أدوات التحكم في عرض النقود , لذا يعهد عادة للبنوك المركزية بمهمة السيطرة عليه , من ناحية أخرى , فإن توفير الاستقرار النقدي والحد من التضخم لا يقتصر فقط علي تحقيق التوازن بين الطلب والعرض في سوق السلع والخدمات , عن طريق التحكم في المعروض النقدي , وإنما يشمل ثلاثة جوانب أخرى تتمثل فيما يلي ( عيسى , ٢٠٠٩ : ٢٨ ) :

أ-استقرار سعر الفائدة : يعد توفير الاستقرار النسبي لسعر الفائدة عاملاً هاماً لرفع معدل الأداء الاقتصادي , حيث أن التقلبات المستمرة في سعر الفائدة تخلق حالة من عدم الاستقرار يصعب في ظلها علي الوحدات الاقتصادية التخطيط للمستقبل .

ب-استقرار الأسواق المالية:يعد توفير نظام مالي مستقر يمكن من خلاله تجنب الأزمات المالية أحد الأهداف التي تسعى السلطات النقدية إلي تحقيقها , حيث تؤثر الأزمات المالية سلباً علي قدرة أسواق المال علي توفير التمويل اللازم للاستثمار , ويمثل استقرار سعر الفائدة أحد الوسائل الرئيسية لتحقيق هذا الهدف , وذلك لأن

التقلبات المستمرة في أسعار الفائدة تؤدي إلى زيادة درجة عدم التأكد لدى المؤسسات المالية ، وبالتالي يقل إقبالها علي منح الائتمان ، وتتنخفض الاستثمارات ، وتضطرب سوق الأوراق المالية ، بما يؤثر سلباً علي النمو الاقتصادي ومعدلات التشغيل في الاقتصاد .

ج-...**استقرار أسواق الصرف**...:مع نمو حجم التجارة العالمية وزيادة درجة الانفتاح بين الدول أصبحت أسواق الصرف الأجنبي من الركائز الأساسية التي تؤخذ في الاعتبار عند رسم السياسة النقدية في مختلف بلدان العالم ، لكونها احدي العوامل المساعدة في تحقيق الاستقرار النقدي ، ويضيف هذا بعداً آخر للسياسة النقدية يجعل عملية صناعتها أكثر تعقيداً ، إذ أنه كلما زادت درجة انفتاح الاقتصاد القومي علي العالم الخارجي كلما أصبح للتطورات الاقتصادية الدولية انعكاسات هامة يجب أخذها في الاعتبار عند وضع وتنفيذ السياسة النقدية ، فالسياسة النقدية السليمة لا بد وأن تتوافق مع حجم ونمط معدل النمو الأمثل ، مما يؤدي إلي الاستقرار النقدي والحد من تقلبات سعر الصرف .

٣- **رفع مستوى العمالة** : يمثل رفع معدل العمالة هدفاً تسعى لتحقيقه مختلف الاقتصاديات ، ويرجع ذلك إلي أن البطالة تؤدي من ناحية إلي وجود حالة من الإحباط لدي الأفراد العاطلين ، وفي ظل الضغوط المالية التي تنتج عن ذلك ، يزداد احتمال انتشار الجريمة ، بما يؤثر سلباً علي الاقتصاد القومي ، ومن ناحية أخرى ، فإن ارتفاع معدل البطالة لا يعني فقط نقص في التشغيل ، وإنما قد يكون انعكاساً لموارد اقتصادية أخرى معطلة ، بما يؤثر سلباً على نمو الناتج المحلي .

٤- **توازن ميزان المدفوعات** : تؤثر السياسة النقدية السليمة إيجابياً علي ميزان المدفوعات ، فزيادة عرض النقود بما يتناسب مع حجم ونمط معدل النمو الأمثل يؤدي إلي الاستقرار النقدي ، وبالتالي استقرار سعر الصرف ، وهذا الاستقرار يساعد بدوره علي نمو التجارة الخارجية وتدفق رؤوس الأموال الأجنبية ، مما يؤدي إلي تحسن ميزان المدفوعات ، والعكس فإن تجاوز نمو المعروض النقدي عما يتطلبه حجم ونمط معدل النمو الاقتصادي الأمثل ينتج عنه دخول الاقتصاد في موجه

تضخمية تؤثر سلباً علي ميزان المدفوعات , فالتحكم في العرض الكلي للنقود يقع مباشرة تحت سلطة البنك المركزي , وعرض العملات الأجنبية جزء من العرض النقدي , ويمثل سعر الصرف همزة الوصل بين عرض النقد الأجنبي وعرض العملة المحلية , وإذا كانت سياسات التجارة الخارجية لا تقع مباشرة تحت سلطة البنك المركزي , إلا إنه عند تصميم السياسة النقدية وما تتضمنه من تأثير في سعر الصرف يفترض البنك المركزي تطبيق سياسة معينة في مجال التجارة الخارجية . وينود المعاملات الجارية وتدفقات رؤوس الأموال .

**ثالثاً: أدوات السياسة النقدية:** يتوافر لدي الإدارة النقدية العديد من الأدوات التي تستخدمها لتحقيق أهدافها النهائية , وتختلف تلك الأدوات في قوة تأثيرها من اقتصاد إلي آخر وفقاً لدرجة تقدمه وتطور أسواقه المالية ومدى استقلالية البنك المركزي , وبشكل عام تنقسم أدوات السياسة النقدية إلي ثلاثة أنواع ( معتوق , ١٩٩١ : ٢٠٨ ) تتمثل فيما يلي :

أ- الأدوات الكمية : تهدف هذه الأدوات بصفة أساسية إلي التأثير علي حجم الائتمان المصرفي دون الاهتمام بأوجه استخدامه .

ب- الأدوات النوعية : تهدف هذه الأدوات إلي التأثير في الكيفية التي يستخدم بها الائتمان , وليس في حجمه .

ج - أدوات الرقابة المباشرة : يلجأ البنك المركزي إلي هذه الأدوات عند فشل الأدوات الكمية او النوعية في تحقيق أهداف السياسة النقدية , أو عند الرغبة في زيادة فعالية تأثيرها .

وفيما يلي عرضاً لكل من الأدوات الثلاث :

أ- **الإدوات الكمية:** تشمل الأدوات الكمية ثلاث وسائل هي :

١- **عمليات السوق المفتوحة:** تعد عمليات السوق المفتوحة من أهم الأدوات التي يمكن أن يستخدمه البنك المركزي لتحقيق أهداف السياسة النقدية , ويرجع ذلك إلي

تأثيرها المباشر والسريع علي عرض النقود , ويقصد بعمليات السوق المفتوحة قيام البنك المركزي ببيع أو شراء الأوراق المالية الحكومية من سندات وأذون خزانة في السوق المالية , ويتطلب استخدام هذه الأداة وجود أسواق مالية منتظمة علي درجة عالية من التقدم , وتكون ذات طاقة كبيرة تمكنها من استيعاب هذه العمليات دون أن تنهار . وتحدث عمليات السوق المفتوحة تأثيرها علي النقود المتداولة من خلال أثرين هما : (Paul, Nordhaus, 1992, 528)

-التأثير علي احتياطات البنوك التجارية , وبالتالي في قدرتها علي خلق الائتمان .  
- التأثير علي أسعار الفائدة علي الأوراق المالية , وبالتالي علي تكلفة تمويل الاستثمار .

٢ - سعر إعادة الخصم : يعرف سعر إعادة الخصم بأنه الثمن الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل إعادة خصم أذون الخزانة والأوراق المالية والتجارية المملوكة للبنوك وتحويلها إلي نقود قانونية , ويكون للبنك المركزي الحرية في تحديد هذا السعر بما يتفق مع أهداف السياسة النقدية , حيث يستطيع البنك المركزي عن طريق التغييرات في سعر إعادة الخصم التأثير علي حجم الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية علي النحو التالي :  
-التأثير علي الاحتياطي النقدي لدي البنوك التجارية وبالتالي في قدرتها علي خلق الائتمان .

- التأثير علي سعر الفائدة , وبالتالي في الطلب علي الائتمان .

٣ - نسبة الاحتياطي القانوني : يفرض البنك المركزي علي البنوك الاحتفاظ بنسبة معينة من ودائعها الإجمالية في شكل نقود سائلة , وتعرف هذه النسبة بنسبة الاحتياطي القانوني . وفي البداية كان الهدف من هذه الأداة هو حماية المودعين من المخاطر التي قد تنتج عن سوء استخدام البنوك لأموالهم , إلا أنها أصبحت الآن من الوسائل التي تستخدمها السلطات النقدية للحد من الاتجاهات التضخمية أو مكافحة الكساد .

**ب - الأدوات النوعية:** تهدف الأدوات النوعية إلى توجيه الائتمان إلى بعض أوجه الاستخدام المرغوب فيها , وتتمثل أهم هذه الأدوات في التمييز بين أسعار الفائدة حسب نوع الاستثمار المرغوب فيه , أو اختلاف آجال استحقاق القروض الممنوحة للبنوك حسب الأغراض التي تستخدمها فيها , أو ربط حجم القرض بنوعية الأصول المقدمة كضمان لهذا القرض , وتعتبر تلك الأدوات من الوسائل المكملة للأدوات الكمية , حيث لا تميز الأدوات الكمية بين الأنواع المختلفة للاستثمار علي الرغم أن الظروف الاقتصادية قد تتطلب أحياناً ذلك . وتتميز الوسائل النوعية بقبولها من جانب الجهاز المصرفي أكثر من نظيرتها الكمية , لأنها تؤثر علي نوعية النشاط الذي يوجه إليه الائتمان , وليس علي حجم الائتمان , ويتوقف نجاح تلك الأدوات في تحقيق التأثير المطلوب في توجيه الائتمان علي عدة عوامل من أهمها جدية المراقبة المفروضة علي استخدام القروض الممنوحة في المجالات المحددة لها ( منصور , ٢٠٠٣ : ١٢١ ) .

**ج - أدوات الرقابة المباشرة:** يتوقف تأثير وسائل البنك المركزي الكمية أو النوعية علي مدى استجابة البنوك وعملائها لتنفيذ هذه الوسائل , لذلك قد تلجأ الإدارة النقدية إلي استخدام أدوات الرقابة المباشرة لضمان فعالية الأدوات الأخرى , وفي بعض الأحيان قد تستخدم الأدوات المباشرة كبديل عن كافة الأدوات الأخرى وذلك حسب الظروف الاقتصادية السائدة . وتتمثل تلك الأدوات في الإقناع الأدبي والتعليمات المباشرة , ويعتمد الأسلوب الأول علي ما يحظى به البنك المركزي من مركز أدبي هام بين وحدات الجهاز المصرفي , باعتباره بنك البنوك والمقرض الأخير لها , واستناداً إلي ذلك يقوم البنك المركزي بإقناع البنوك بالسياسة التي يراها مناسبة في ظروف معينة , وتقديم التوجيهات والنصائح التي تتناسب مع هذه الظروف , ويلجأ البنك المركزي إلي هذا الأسلوب عندما لا يكون هناك ضرورة للتدخل مباشرة في النشاط المصرفي , حيث تصبح تلك التوجيهات غير ملزمة للبنوك , وبالتالي قد

يتجاهلها البعض ، بما يقلل من فعاليتها ، ويختلف أسلوب التعليمات المباشرة عن الإقناع الأدبي في أن تلك التعليمات تكون ملزمة للجهاز المصرفي ، ويترتب علي عدم تنفيذها التعرض لعقوبات يفرضها البنك المركزي .

**رابعاً : آليات انتقال آثار السياسة النقدية :** هناك خمس قنوات رئيسية تؤثر من خلالها السياسة النقدية علي الأداء الاقتصادي ، وفيما يلي عرضاً لهذه القنوات ( عيسى ، ٢٠٠٩ : ٥٥ - ٥٩ ) :

**١-سعر الفائدة :** تعتبر قناة سعر الفائدة الآلية التقليدية لنقل أثر التغيرات في عرض النقود إلي الناتج ، حيث يترتب علي تغير عرض النقود في اتجاه معين تغيرات عكسية في أسعار الفائدة ، بما يؤثر علي إنفاق القطاعين العائلي والأعمال ، وبالتالي علي حجم الإنفاق الكلي ومستوى الناتج المحلي الإجمالي . ووفقاً للتحليل الكينزي ، ينتقل أثر التغيرات في عرض النقود إلي الناتج من خلال تأثيرها علي العلاقة بين الكفاية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة ، إذ يؤدي تبني سياسة نقدية توسعية من خلال قيام البنك المركزي بشراء الأوراق المالية الحكومية ، أو تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني المفروضة علي البنوك التجارية ، أو خفض سعر إعادة الخصم إلي تقليل سعر الفائدة ، وبالتالي خفض تكلفة تمويل الاستثمارات التي تعتمد علي التمويل المصرفي ، مما يؤدي إلي التوسع في الإنفاق الاستثماري ، وبالتالي زيادة الإنفاق الكلي ، ومن ثم الناتج المحلي الإجمالي من خلال عمل مضاعف الاستثمار ، الذي يربط حجم التغير في الدخل بالتغير في الاستثمار ، والعكس إذ يؤدي تطبيق سياسة نقدية انكماشية إلي رفع أسعار الفائدة ، مما يترتب عليه تقليل الإنفاق الاستثماري وبالتالي الإنفاق الكلي والناتج المحلي الإجمالي .

**٢- أسعار الأصول الأخرى :** تعمل هذه القناة من خلال تأثيرها علي الإنفاق بشقية الاستهلاكي والاستثماري ، حيث تؤثر التغيرات في عرض النقود علي عوائد محفظة الأصول المالية والحقيقية التي يمتلكها الأفراد ، وبالتالي التأثير علي إنفاقهم ، ومن

ثم علي الأسعار والناتج ومعدلات التوظيف , ووفقاً للنموذج الكينزي التقليدي المبسط , الذي يفترض أن الاقتصاد مكون من قطاعين فقط هما العام والخاص , ويتداول فيه ثلاثة أنواع فقط من الأصول هي الأصول الحقيقية من أراضي وممتلكات عينية , السندات الحكومية , والنقود , وأن هناك سعر فائدة وحيد يتمثل في سعر الفائدة علي السندات الحكومية , وفي ضوء هذا النموذج , يؤدي تبني سياسة نقدية توسعية , من خلال تدخل البنك المركزي مشترياً للسندات , إلي زيادة القيمة السوقية لهذه الأوراق , وبالتالي انخفاض نسبة عوائدها إلي قيمتها السوقية , مما يترتب عليه انخفاض أسعار الفائدة وتقليل تكلفة تمويل الاستثمار , وتكون نتيجة ذلك زيادة الإنفاق الاستثماري والناتج .من ناحية أخرى , فقد رفض النقديون هذا التحليل , وذلك لتركيز النموذج الكينزي علي أثر التغير في سعر الفائدة لأصل وحيد هو السندات الحكومية , وإهماله تأثير التغيرات في أسعار الأصول الأخرى علي الإنفاق الكلي , مما يعد قصوراً في التحليل , لذلك يجب - وفقاً للنقديين - ضرورة الأخذ في الاعتبار تأثير قرارات السياسة النقدية علي جميع مكونات الأصول المالية والحقيقية التي يمتلكها الأفراد بما في ذلك الثروة البشرية .

٣- **سعر الصرف**: شهد الاقتصاد العالمي مع بداية عقد التسعينات من القرن الماضي عدد من التطورات الاقتصادية والتغيرات الهيكلية ساعدت علي تزايد درجة انفتاح الأسواق المالية والتجارية , فضلاً عن تزايد حرية حركة رؤوس الأموال خاصة قصيرة الأجل التي تبحت عن العوائد السريعة , ونتيجة لهذا زادت أهمية سعر الصرف كأحد آليات الانتقال النقدي , وتختلف فعالية السياسة النقدية تبعاً لنظام سعر الصرف المطبق , ونفرق هنا بين نظامين لسعر الصرف هما : نظام سعر الصرف الثابت , ونظام سعر الصرف المرن , ونتناول فيما يلي أثر هذه القناة في ظل كل من النظامين ( عبد العال , ٢٠٠٣ : ٢ )

**أ- نظام سعر الصرف الثابت:** تقل فعالية السياسة النقدية في ظل تطبيق نظام سعر الصرف الثابت , حيث يكون الهدف الرئيسي للبنك المركزي الحفاظ علي ثبات سعر الصرف , فانتهاج السلطة النقدية لسياسة نقدية توسعية , يؤدي إلي زيادة عرض النقود وانخفاض أسعار الفائدة , مما يترتب عليه زيادة الإنفاق الكلي وارتفاع الأسعار المحلية , ومع بقاء أسعار السلع الأجنبية ثابتة , تزداد مشتريات الأفراد من السلع والأصول الأجنبية , كما أن انخفاض أسعار الفائدة المحلية نسبياً عن أسعار الفائدة السائدة في الأسواق الخارجية يؤدي إلي تدفق رؤوس الأموال للخارج , خاصة قصيرة الأجل , وتكون محصلة ذلك تدهور وضع ميزان المدفوعات , وفي ظل هذا النظام لسعر الصرف تتدخل السلطة النقدية لمنع تدهور قيمة العملة الوطنية الناتج عن تزايد العجز في ميزان المدفوعات , وذلك عن طريق زيادة عرض العملات الأجنبية باستخدام ما لديها من أرصدة من النقد الأجنبي . وتكون النتيجة النهائية لقيام السلطة النقدية بزيادة المعروض النقدي من العملة الوطنية - في ظل نظام سعر الصرف الثابت - تآكل أرصدها من الاحتياطيات الدولية , وصعوبة سيطرتها علي العرض الكلي للنقود , وعملياً يصعب علي السلطة النقدية الاستمرار في هذه السياسة نظراً لاستنزاف أرصدة النقد الأجنبي .

**ب- نظام سعر الصرف المرن:** تزداد فعالية السياسة النقدية في ظل تطبيق هذا النظام , إذ تنتوع الأساليب التي ينتقل من خلالها أثر التغيرات في عرض النقود إلي سعر الصرف ومنها إلي المتغيرات الاقتصادية الكلية خاصة الناتج وميزان المدفوعات ومستوى الأسعار , حيث يؤدي التوسع في عرض النقود إلي خفض أسعار الفائدة المحلية , ويترتب علي ذلك ما يلي ( عبد الحميد , ٢٠٠٢ : ٢٤٩ ) :

- تعديل محفظة الثروة , التي تحتوي علي أصول أجنبية ومحلية , حيث يؤدي انخفاض أسعار الفائدة المحلية إلي زيادة الطلب علي العملات الأجنبية سواء كأصل



يحتفظ به أو لاستخدامها في شراء أصول مالية أجنبية , ويترتب علي ذلك خفض قيمة العملة الوطنية نتيجة لزيادة المعروض منها .

- تحسن وضع ميزان المدفوعات , في ظل افتراض مرونة الطلب السعرية لكل من الصادرات والواردات ومرونة الجهاز الإنتاجي , فإن انخفاض سعر الصرف يؤدي إلي زيادة أسعار الواردات بالعملة الوطنية , مما يترتب عليه تحفيز المنتجين المحليين علي إنتاج بدائل للواردات بسعر أقل لتشجيع الطلب عليها , كما تتخفض أسعار الصادرات بالعملة الأجنبية , ويؤدي ذلك إلي زيادة القدرة التنافسية للصادرات في الأسواق الأجنبية , وتكون نتيجة هذا زيادة صافي الصادرات , وبالتالي تحسن وضع ميزان المدفوعات وزيادة الناتج المحلي الإجمالي .

٤- ..... الائتمان : أدى نشر تقرير ( Radcliffe ( 1959 إلي إبراز أهمية آلية الائتمان كإحدى آليات التأثير النقدي , إذ أكد هذا التقرير علي أهمية السيولة الكلية بدلاً من المعروض النقدي كمؤثر هام في اتخاذ قرارات الإنفاق . ووفقاً للنموذج المبسط لسوق الأرصدة النقدية المتاحة للإقراض , تؤدي الزيادة في عرض النقود - عند دخول البنك المركزي في سوق الأوراق المالية كمشتري للسندات - إلي التأثير علي الائتمان من خلال أثرين هما :

-أثر الدخل : حيث تؤدي الزيادة في الاحتياطي النقدي لدي البنوك التجارية الناتجة عن عمليات السوق المفتوحة إلي زيادة قدرة تلك البنوك علي خلق الائتمان .

- أثر الإحلال : حيث تؤدي عمليات السوق المفتوحة إلي انخفاض معدل العائد علي السندات التي تحتفظ بها البنوك التجارية مقارنة بسعر الفائدة علي القروض المصرفية , مما يدفع البنوك إلي إحلال القروض محل السندات في محفظة الأوراق المالية , وبالتالي يزداد الائتمان المتاح للوحدات الاقتصادية. وتؤثر هذه القناة علي الاستثمار ومن ثم علي الإنفاق الكلي من خلال القيود المفروض علي الائتمان المتاح , حيث أنه في الفترات التي يتبنى البنك المركزي خلالها سياسة نقدية

انكماشية يكون من الصعب علي المقترضين الحصول علي احتياجاتهم من القروض , حيث تلتزم البنوك التجارية بتطبيق ضوابط , خاصة عند زيادة احتمالات إفلاس المقترضين مما يقلل من الائتمان المتاح .وبصفة عامة , تؤثر قناة الائتمان علي الإنفاق الاستثماري من خلال أثرين هما , أثر الميزانية وأثر الإقراض .

٥- التوقعات...: تمثل التوقعات إحدى قنوات نقل أثر السياسة النقدية الناتج عن تغير عرض النقود إلي كل من الأسعار والناتج وميزان المدفوعات , حيث تقوم الوحدة الاقتصادية بالتنبؤ بالتغيرات الاقتصادية استناداً إلي بعض الأساليب , يتمثل أهمها في أسلوبين هما ( الناقه , ١٩٩٩ : ١٢٠ ) :

أ- أسلوب التوقعات الموائمة: يقوم هذا الأسلوب علي تحديد الاتجاه المتوقع للمتغير استناداً إلي سلوكه الحالي والماضي , في ظل افتراض تكرار هذا الاتجاه في المستقبل , فوفقاً لهذا الأسلوب يعتمد الأفراد في بناء توقعاتهم السعرية المستقبلية علي اتجاهات الأسعار الماضية والحاضرة .

ب- أسلوب التوقعات الرشيدة : يقوم هذا الأسلوب علي تحديد الاتجاه المتوقع للمتغير استناداً إلي معلومات قد تكون خاصة بمتغيرات أخرى , ولكنها وثيقة الصلة بالمتغير محل التنبؤ , فوفقاً لهذا الأسلوب يعتمد الأفراد في بناء توقعاتهم السعرية علي التغيرات في عرض النقود , حيث تجعل زيادة المعروض النقدي الأفراد يتوقعون حدوث ارتفاع في المستوى العام للأسعار . وتؤثر التوقعات علي الناتج والأسعار وميزان المدفوعات من خلال تأثيرها علي كل من الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري وسعر الصرف وفيما يلي تفصيلاً لكل أثر من هذه الآثار الثلاثة ١- أثر التوقعات علي الإنفاق الاستهلاكي. تؤثر التوقعات علي الإنفاق الاستهلاكي من خلال أثرها علي الأسعار , حيث تؤثر التوقعات السعرية علي الإنفاق الاستهلاكي في اتجاهين متضادين هما :

**الاتجاه الأول :** قد تدفع التوقعات بارتفاع الأسعار مستقبلاً بعض الأفراد إلي القيام بزيادة إنفاقهم الاستهلاكي الحالي , لتجنب الارتفاع في الأسعار مستقبلاً .  
**الاتجاه الثاني:** قد يقوم بعض الأفراد بزيادة مدخراتهم الحالية , لتجنب تأثير الارتفاع في الأسعار مستقبلاً علي مستوى استهلاكهم .ويتوقف الأثر النهائي لهذين الاتجاهين علي الإنفاق الكلي علي محصلتهما النهائية

٢- **أثر التوقعات علي الإنفاق الاستثماري:** يصعب عملياً التحديد الدقيق لأثر تبني سياسة نقدية توسعية أو انكماشية علي توقعات رجال الأعمال , وبالتالي علي إنفاقهم الاستثماري و حيث تمارس الحالة النفسية للمستثمرين أحياناً دوراً هاماً في تحديد درجة تأثير السياسة النقدية علي قراراتهم , فإذا سادت حالة التفاؤل , حينئذ يؤدي إتباع سياسة نقدية توسعية إلي توقعهم انخفاض تكلفة تمويل رأس المال , وارتفاع الكفاية الحدية لرأس المال , مما يشجعهم علي القيام بالمزيد من الإنفاق الاستثماري , والعكس في حالة التشاؤم .

٣- **أثر التوقعات علي سعر الصرف:** تؤثر آلية التوقعات علي ميزان المدفوعات ومكونات محفظة الأوراق المالية للأفراد من خلال تأثيرها علي سعر الصرف , إذ يؤدي توقع الأفراد حدوث انخفاض في معدلات الفائدة المحلية وارتفاع مستوى الأسعار , نتيجة لزيادة المعروض النقدي إلي قيامهم بتعديل محفظة الأوراق المالية , حيث يزداد إقبالهم علي شراء الأصول الأجنبية وإحلالها محل الأصول المحلية , ويترتب علي ذلك حدوث انخفاض في سعر الفائدة وارتفاع سعر صرف العملات الأجنبية , وبصورة أسرع عنها في حالة عدم وجود مثل هذه التوقعات . وتؤثر تلك التغيرات في سعر الصرف علي ميزان المدفوعات من خلال تأثيرها علي صافي الصادرات وتدفقات رؤوس الأموال .

## المبحث الثاني الإطار النظري لسعر الصرف

### المقدمة :

يلعب سعر الصرف دوراً مهماً في الأنشطة الاقتصادية الخارجية التي تقوم بها الدول , سواء كان ذلك النشاط تجارياً أو استثمارياً , حيث يحتل سعر الصرف مركزاً محورياً في السياسة النقدية , بسبب استخدامه كهدف وكأداة أو ببساطة كمؤشر علي تنافسية الدولة , من خلال تأثيره علي مكونات النمو الاقتصادي مثل الاستثمار , ودرجة الانفتاح علي التجارة الدولية , والتدفقات الرأسمالية وتطور القطاع المالي .سنحاول في هذا المبحث أن نستعرض أهم المفاهيم المتعلقة بسعر الصرف , وأهم الوظائف التي يؤديها وأهم العوامل التي فيه .

**أولاً: تعريف سعر الصرف:** يمكن تعريف سعر الصرف علي إنه , عدد الوحدات من عملة معينة الواجب دفعها للحصول علي وحدة من عملة أخرى , ويقصد بسعر الصرف أيضاً النسبة أو سعر مبادلة عملة ما بعملة أخرى , وهكذا تعد إحدى العملتين سلعة في حين تعتبر الأخرى السعر النقدي لها , وكذلك يعرف علي أنه : النسبة التي يتم علي أساسها مبادلة الوحدات النقدية الوطنية بالوحدات النقدية الأجنبية في وقت معلوم , ونقصد بالعملة الأجنبية هنا كافة الودائع والاعتمادات والمدفوعات المستحقة بعملة ما إضافة إلي الحوالات والشيكات السياحية والكمبيالات ( الطاهر , ٢٠٠٧ : ٩٦ ) .

**ثانياً: أشكال سعر الصرف:** لقد تعددت أشكال أسعار الصرف التي تم تناولها في الأدبيات الاقتصادية , وهي كما يلي ( عباس , ٢٠١٤ : ٤٩ ) :

١- سعر الصرف الإسمي: يعتبر سعر الصرف الإسمي من أبسط مفاهيم سعر الصرف من حيث التعريف , فهو يعبر عن قيمة الوحدة الواحدة من العملة الأجنبية مقومة بوحدات من العملة الوطنية أو سعر العملة الوطنية مقومة بوحدات من العملة الأجنبية , وبالتالي فإن ارتفاع سعر الصرف يعتبر مرادفاً لتدهور قيمة العملة الوطنية وانخفاضه يعني تحسن قيمتها .

٢- سعر الصرف الحقيقي: يشير إلي سعر الصرف الإسمي معدلاً بحسب الأسعار النسبية بين الدولتين محل الاعتبار , بمعنى آخر , فإن سعر الصرف الحقيقي يمثل التحركات في سعر الصرف الإسمي معدل بنسبة التضخم في بلدين مختلفين . ومن الجدير بالذكر أن سعر الصرف الحقيقي يعبر عن القدرة التنافسية للمنتجات الوطنية , فهو يبين عدد الوحدات من المنتجات الأجنبية اللازمة لشراء وحدة من السلع المحلية , وكلما كان سعر الصرف الحقيقي قريباً من سعر الصرف الإسمي , كلما كان معدل التضخم منخفض .

٣- سعر الصرف الفعال: وهو عبارة عن رقم قياسي - تكون قيمته في سنة الأساس ١٠٠% - لسعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية مرجحاً بأوزان تعكس نمط التوزيع الجغرافي للصادرات أو الواردات أو أنصبة التجارة الخارجية للشركاء التجاريين الرئيسيين , وهو ما يوضح ما إذا كانت القيمة الخارجية للعملة الوطنية قد زادت أي أصبحت قوية أو انخفضت أي أصبحت ضعيفة . وسعر الصرف الفعال الحقيقي بهذا المعنى عبارة عن طريقة قياسية لقياس القوة الشرائية للعملة الوطنية بالنسبة للعملات الأجنبية .

٤- السعر الفوري والسعر الآجل للصرف: يقصد بالسعر الفوري للصرف السعر الحالي أو الجاري , الذي يعتمد عليه المتعاملون ويتم إدراجه في فواتير وتقييم الصفقات , وتمثل هذه الصفقات أغلب العمليات التي تجري في سوق الصرف , في حين يقصد بسعر الصرف الآجل ذلك السعر الذي يدرج في العمليات والصفقات

بالاعتماد علي السعر الفوري وفرق معدلي الفائدة في السوق النقدية بين العملتين , أي أن التفرقة بين السعر الاجل للصرف والسعر الفوري يعتمد علي الفترة الزمنية حال إبرام الصفقات وعلي مستويات معدلات الفائدة السائدة في الأسواق النقدية للأطراف المتعاملة .

٥- أسعار الصرف المتقاطعة : يتم في إطار السوق النقدية تنفيذ العمليات الدولية وتبادل العملات الأجنبية لبعضها , وقد تطورت مختلف التعاملات النقدية خلال الثلاث عقود الأخيرة وذلك نتيجة المخاطر والخسائر المترتبة عن التعويم والتقلبات الكبيرة في أسعار صرف العملات , وقد اتخذت هذه التعاملات صيغاً أهمها صيغة التحويل الآني وصيغة التحويل الأجل فشكلت فيما بعد أسواقاً أطلق عليها الأسواق الآنية والأسواق الآجلة والمستقبلية . أن التعاملات والتحويلات ترتبط بسعرين , سعر البيع وسعر للشراء لكل عملة مع ما يقابلها من عملات أخرى, وترتبط أسعار العملات مع بعضها وفق مفهوم المثلث التوازن , الذي يعرف بأنه المثلث التوازني لشراء وبيع عملة مقابل عملة أخرى , وتنتهي بعائد للعملة الأصلية من أجل تحقيق أعلى الأرباح , ووجود هذا المثلث غالباً ما يجعل بعض أسعار العملات تحقق فوائض معينة ( بافتراض إهمال تكلفة الصفقات ) ( الجميل , ٢٠٠١ : ٩٥ ) .

ثالثاً : وظائف سعر الصرف : لسعر الصرف عدة وظائف , سنوجزها كالاتي (الحسيني , ١٩٩٩ : ١٥٠) :

١- الوظيفة القياسية : حيث يعتمد المنتجون المحليين علي سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية ( لسلعة معينة ) مع أسعار السوق العالمية . وهكذا يمثل سعر الصرف بالنسبة لهؤلاء حلقة الوصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية .

٢- الوظيفة التطويرية : أي يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات معينة إلي مناطق معينة من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات , ومن جانب آخر يمكن أن

يؤدي سعر الصرف إلي الاستغناء أو تعطيل فروع صناعية معينة أو الاستعاضة عنها بالواردات التي تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية , في حين يمكن الاعتماد علي سعر صرف ملائم لتشجيع واردات معينة , وبالتالي يؤثر سعر الصرف علي التركيب السلعي الجغرافي للتجارة الخارجية للأقطار .

٣- **الوظيفة التوزيعية** : أي أن سعر الصرف يمارس وظيفة توزيعية علي مستوى الاقتصاد الدولي , وذلك بفعل ارتباطه بالتجارة الخارجية , حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل القومي العالمي والثروات الوطنية بين أقطار العالم .

**رابعاً : أنظمة الصرف**: عرف نظام الصرف عدة تطورات بدأت من قاعدة الذهب وانتهت اليوم إلي النظام العائم , كان نظام بريتون وودز يقوم علي أساس الدولار الأمريكي المرتبط بالذهب وكانت الدول ترتبط عملاتها بسعر ثابت مع الدولار . إلا أن الأمر سرعان ما تغير بعد إعلان الرئيس نيكسون في ١٩٧٤ منع تحويل الدولار إلي ذهب , ومثل هذا الإعلان في نظر الكثيرين انهيار نظام بريتون وودز ومنذ ذلك الوقت عرف نظام الصرف ثلاثة أنماط أساسية , وهي كما يلي :

**أ- أنظمة سعر الصرف الثابتة**: وتشمل علي ثلاثة أنواع وهي (بورديو, ٢٠٠٢, ٢٩):

١- **نظام الاتحاد النقدي**: تقتضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة هي عملة بلد آخر , أو أن يكون البلد عضواً في اتحاد نقدي أو اتحاد عملة يشترك أعضاؤه في عملة قانونية موحدة . باعتماد هذا النوع من النظم تتخلى السلطات النقدية عن كل حق في السيطرة المستقلة علي السياسة النقدية المحلية .

٢- **مجلس العملة**: هو نظام نقدي يقوم علي التزام قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت , مع فرض قيود ملزمة علي سلطة الإصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية , ويعني ذلك عدم إصدار العملة المحلية إلا مقابل النقد الأجنبي وأن تظل مكفولة تماماً بالأصول الأجنبية , مما يترتب عليه إلغاء وظائف البنك المركزي التقليدية , كالرقابة النقدية والمقرض الأخير

, وترك مساحة محدودة للسياسة النقدية , غير أنه قد يظل من الممكن الاحتفاظ بشيء من المرونة في النظام النقدي , حسب درجة صرامة القواعد المصرفية التي يفرضها ترتيب مجلس العملة .

**٣ - نظام الربط التام (الدولة الكاملة):** يعرف هذا النظام بأنه أسلوب تتخلي بموجبه الدولة عن عملتها وتتخذ عملة دولة أخرى كوسيلة للدفع ووحدة للقياس , ويعتبر هذا النظام أكثر نظام الصرف ثباتاً , حيث يفقد البنك المركزي في ظل سيطرته تماماً علي السياسة النقدية , والتي تصبح مرتبطة بالسياسة النقدية للدولة المستخدم عملتها لنظام الربط . وبرغم ما يحققه هذا النظام من وقاية النظام المصرفي ضد مخاطر تخفيض العملة , التي تصبح أحياناً ذات تأثير سلبي بالغ علي الاقتصاد , إلا أنه يفقد السياسة النقدية فعاليتها , حيث يقتصر دور البنك المركزي علي المحافظة علي ثبات سعر الصرف مستخدماً ما لديها من احتياطات دولية , ويتخلى عن وظيفته كمقرض أخير للبنوك في أوقات الأزمات , بما لا يضمن استقرار النظام المالي للدولة .

**ب - الأنظمة المرنة لسعر الصرف:** تشمل الأنظمة المرنة لسعر الصرف الربط القابل للتعديل سواء بعملة واحدة أو بسلة من العملات , والذي بمقتضاها يكون للدولة سعر صرف ثابت عادة مع إمكانية تغييره عند الضرورة . وتأخذ نظم الصرف المرنة إحدى ثلاث صور هي :

**١- نظام الربط الزاحف :** وفقاً لهذا النظام تفرض السلطة النقدية سعر صرف معين , مع عدم السماح له بالتغير إلا عند حدوث تغيرات في بعض المؤشرات الكمية , التي من أهمها معدل التضخم , حيث يتم إعادة تقييم العملة المحلية بناء علي الفروق بين معدل التضخم المحلي ومعدل التضخم لدى أهم الشركاء التجاريين , وفي إطار هذا النظام , يمكن للبنك المركزي أن يؤثر علي سعر الصرف بالتدخل المباشر في سوق



الصرف الأجنبي من خلال عمليات البيع والشراء للنقد الأجنبي , أو بشكل غير مباشر من خلال التأثير أسعار الفائدة .

٢- نظام الربط المتحرك : في إطار هذا النظام يتم تحديد سعر صرف مركزي مع وضع حدود عليا ودنيا لا تقل عن ( + ١ ) يتغير في نطاقها سعر صرف السوق , وتتدخل السلطة النقدية بتعديل هذا النطاق فقط عند خروج سعر صرف السوق عن هذه الحدود المعلنة مسبقاً , ويتوقف تقلب سعر الصرف في إطار نظام الربط المتحرك علي النطاق الذي يسمح فيه لسعر الصرف بالتحرك .

٣- نظام الربط بسلة من العملات : في إطار هذا النظام , يتم ربط العملة بسلة من العملات بدلاً من الربط بعملة واحدة , ويتبع ذلك النظام غالباً الدول ذات التنوع الجغرافي في هيكل تجارتها , حيث يحدد سعر صرف عملتها وفقاً لعملات الشركاء التجاريين مرجحة بالأوزان النسبية للتجارة مع كل شريك , ومن شأن هذا النظام أن يخفف من حدة التقلبات التي تحدث في ميزان المدفوعات والنتائج والأسعار , والتي يمكن أن تنشأ من تغيرات في أسعار صرف العملات الثلاث الرئيسية , اليورو والين والدولار . ( الموساوي , ١٩٩٣ : ٩٧ ) . وقد بلغ إجمالي عدد الدول التي تأخذ بأنظمة سعر الصرف المتوسطة ( ٦٠ ) دولة في عام ٢٠٠٦ .

ج- أنظمة سعر الصرف العائم : وهناك صورتين لأنظمة سعر الصرف العائم تتمثل فيما يلي ( منصور , ٢٠٠٣ : ١٧٤ ) :

١- نظام التعويم الحر : يطلق أحياناً علي هذا الشكل من أشكال سعر الصرف العائم " التعويم النظيف " , حيث يترك في ظل هذا النظام سعر الصرف ليتحدد طبقاً لقوى العرض والطلب , ويقتصر تدخل البنك المركزي في سوق الصرف فقط علي حماية قيمة العملة من التقلبات العرضية , التي قد تسببها عمليات المضاربة , دون تدخل مباشر في تحديد قيمتها .

٢- **نظام التعويم المدار:** في إطار هذا النظام يترك أيضاً تحديد سعر الصرف لقوى العرض والطلب , ولكن يختلف عن نظام التعويم الحر في أن تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف يمتد للتأثير علي قيمة العملة بغرض تحقيق أهداف معينة , أهمها التأثير علي ميزان المدفوعات وتدفقات رؤوس الأموال , لذلك يعرف هذا النظام " بالتعويم غير النظيف " .

**خامساً : العوامل المؤثرة علي سعر الصرف:** ويعتبر سعر الصرف من المتغيرات الاقتصادية ذات التأثير المتبادل فهو يتأثر ويؤثر في العوامل المحددة له , وأيضاً في مكوناته , ومن أهم العوامل التي تؤثر في سعر الصرف ما يلي :

١- **عرض النقد :** كان الكلاسيك يرون ومن خلال النظرية الكمية للنقد , بأن هناك علاقة قائمة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار , وهذه العلاقة تكون بنفس النسبة ونفس الاتجاه . وقد أكدت المدرسة النقدية علي أهمية النقود في التأثير علي المستوى العام للأسعار إلا انه ليس بالصورة التي تصورها الكلاسيك ( صقر, ١٩٨٣: ١٣٤ ) .

٢ - **الموازنة العامة :** تلعب الموازنة العامة للدولة دوراً كبيراً في التأثير علي سعر الصرف , فإذا ما اتبعت الدولة سياسة انكماشية من خلال تقليل حجم الإنفاق العام مما يؤدي إلي الحد من حجم الطلب الكلي وانخفاض في مستوى النشاط الاقتصادي , وهبوط في معدلات التضخم مما يؤدي ذلك إلي ارتفاع سعر صرف العملة المحلية , **٣- ميزان المدفوعات :** يعد التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات من بين أهم العوامل المؤثرة في سعر الصرف , وذلك لكونه حلقة الوصل التي تعكس علاقة البلد بالعالم الخارجي . ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات لبلد معين , فإن ذلك يؤدي إلي زيادة طلبه علي العملات الأجنبية لسد ذلك العجز , وبالمقابل انخفاض طلب الأجانب علي عملته المحلية مما يعني تدهور سعر الصرف لعملة ذلك البلد . وبالعكس في حالة حصول فائض في ميزان المدفوعات .

٤- **التضخم** : هناك تأثير متبادل بين سعر الصرف ومستوى الأسعار , بمعنى أن سعر الصرف يؤثر بدرجة أو بأخرى في مستوى الأسعار , كما أن مستوى الأسعار يؤثر بدرجة أو أخرى علي سعر الصرف , هذا وتتعدد الطرق التي يمارس بها التضخم تأثيره علي سعر الصرف , فمن ناحية يؤدي التضخم إلي إضعاف القدرة التصديرية للدولة , وذلك لارتفاع تكاليف إنتاج السلع والخدمات وارتفاع أسعار الصادرات مما يخفض من قدرة الدولة التنافسية في السوق الخارجية مما يؤدي في النهاية إلي انخفاض الطلب علي العملة الوطنية , وبالتالي التأثير علي سعر الصرف بالسلب , ومن ناحية أخرى , فإن التضخم يؤثر في ثقة المواطنين والأجانب في العملة الوطنية , ونتيجة لذلك تفقد العملة الوطنية وظيفتها كمخزن للقيمة , وبالتالي يلجأ الأفراد إلي الاحتفاظ بمدخراتهم بالعملات الأجنبية مما يعمل علي ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية ( عباس , ٢٠١٤ : ٦٢ ).

٥ - **التغيرات في سعر الفائدة** : تؤثر التغيرات في سعر الفائدة تأثيراً كبيراً علي سعر الصرف , وذلك من خلال حركات الاستثمارات قصيرة الأجل والتي تكون حساسة للتغيرات في أسعار الفائدة , حيث أن الأرصدة المتاحة للإقراض الدولي سوف تميل إلي الانسياب والتدفق إلي المناطق التي يكون العائد المتوقع لديها أكبر ما يمكن , فالزيادة في أسعار الفائدة الحقيقية سوف تجذب رأس المال الأجنبي مؤدية إلي ارتفاع قيمة عملة الدولة في سوق الصرف الأجنبي, ويحدث العكس في حالة انخفاض سعر الفائدة ( خضير , ٢٠٠٩ : ٣٨ ) .

٦- **تعاملات سوق الأوراق المالية** : يعتبر العامل النفسي داخل سوق الأوراق المالية من العوامل الهامة التي تؤثر في سعر الصرف , فإذا حدث انخفاض لأسعار الأسهم في أحد الأسواق وتخوف المستثمرين الأجانب من تحقيق خسائر من استثماراتهم , وإذا استمر تدهور أسعار الأسهم فسيخرجون من السوق , حيث يقومون بتحويل ما لديهم من عملة وطنية إلي عملات قابلة للتحويل , ونتيجة لذلك يزيد

عرض العملات المحلية , ويزيد الطلب علي العملات الأجنبية الأخرى , وتنخفض قيمة العملة الوطنية , هذا وقد تزيد مخاوف المستثمرين الآخرين فتدخل العملة الوطنية دائرة مستمرة من الانخفاض والتدهور .

٧- **الاضطرابات والحروب** : تلعب الاضطرابات السياسية والحروب المختلفة دوراً كبيراً في التأثير علي سعر الصرف , وذلك من خلال تأثيرها علي الوضع الاقتصادي للبلد بصورة عامة , حيث تتأثر معظم القطاعات الاقتصادية ولاسيما القطاع الصناعي وقطاع التجارة الخارجية , وبالتالي فإن اقتصاد البلد يكون في وضع حرج نسبياً ويفقد الثقة بعملة البلد بسبب ارتفاع معدلات التضخم .

٨ - **الإشاعات والأخبار** : تعد الإشاعات والأخبار من المؤثرات السريعة علي سعر الصرف بغض النظر عن درجة صحتها , إذ أنها تعمل علي رفع أو خفض قيمة العملة لمدة قصيرة ثم ما تلبث أن تعود قيمة العملة إلي وضعها الطبيعي بعد زوال أثر الإشاعة أو الخبر , وأن سرعة تأثير سعر الصرف بتلك الإشاعات تعتمد علي مدى تجارب قوى السوق تبعاً لاستجابات المتعاملين فيه .

#### **سادساً: التجربة المصرية في مجال الصرف .**

لقد كان للظروف الاقتصادية والسياسية التي مرت بها مصر دوراً هاماً في التأثير علي سعر الصرف الجنية المصري , حيث تعددت المراحل التي مر بها سعر الصرف في مصر مع تغير الظروف , ومن ثم سنحاول فيما يلي التعرف علي تجربة مصر في مجال الصرف (عباس , ٢٠١٤ : ٦٨) .

١- **فترة الستينيات** : بعد خروج مصر من الكتلة الأسترلينية عام ١٩٤٧ , ظل الجنيه يعادل ٤,١ دولار لمدة عامين , ثم خفضت الحكومة قيمته بنسبة ٣٠% فأصبح يعادل ٢,٧٨% دولار , وقد ارتبط الجنيه المصري بالدولار الأمريكي ويتبعه صعوداً وهبوطاً في الأسواق العالمية , واستمرت ندرة موارد النقد الأجنبي , خاصة بعد حرب السويس , ثم احتكار دول أوروبا الشرقية لاتفاقيات ثنائية , وقد أبرز ذلك

الحاجة إلى تخطيط موارد واستخدامات النقد الأجنبي , فوضعت أول ميزانية للنقد الأجنبي عام ١٩٥٧ , وكانت ربع سنوية اعتباراً من ١٩٦٠ . وفي هذه الفترة تفاقمت مشكلة ندرة العملات الأجنبية وتدهورت قيمة الجنيه وذلك لعدة عوامل منها : -تزايد عجز ميزان المدفوعات بسبب تدهور محصولي القطن والذرة في السنوات الأخيرة من هذه الفترة .

- بدء تنفيذ الخطة الخمسية الأولى للتنمية الاقتصادية وما ترتب عليها من التوسع في الإنفاق الحكومي لاستيراد المعدات اللازمة لمشروعات التنمية .  
- استنزاف احتياطات مصر من الصرف الأجنبي في دفع تعويضات قناة السويس وتعويضات الرعايا الأجانب عن ممتلكاتهم المصادرة .  
- التعويضات التي دفعت للحكومة السودانية بسبب إنشاء السد العالي .  
- ما تكبدته مصر من نفقات في حرب اليمن ثم تعرض مصر لحرب ١٩٦٧ وما صاحبه من تضخم الإنتاج العسكري .

- الاعتماد بصورة متزايدة علي القروض الأجنبية ليس فقط لتمويل الاستثمارات , بل لتمويل عجز السلع الاستهلاكية .

وفي سبيل الخروج من هذه المشكلة لجأت مصر إلي صندوق النقد الدولي للحصول علي قرض يتيح لها مواجهة قصور مواردها الذاتية من النقد الأجنبي وما ترتب علي ذلك من ضرورة مراعاة المبادئ التي تنص عليها اتفاقية الصندوق فيما يتعلق بالأخذ بسعر صرف موحد والحفاظ علي الاستقرار النقدي والمالي الداخلي بما يضمن استقرار العملة الوطنية , وقد كان ذلك من خلال برنامجين للتثبيت كان أولهما في عام ١٩٦٢ والثاني عام ١٩٦٤ .

٢- فترة السبعينيات: شهدت هذه الفترة عدة تطورات كان أهمها إنشاء السوق الموازية للنقد الأجنبي وتحويل سوق الصرف الرسمية والسوق الموازية إلي مجعنين للنقد الأجنبي , وبالنسبة للسوق الموازية للنقد الأجنبي فهي التي يتم في نطاقها

التعامل طبقاً لأسعار صرف تسمى بالأسعار التشجيعية والتي تحسب علي أساس سعر الصرف الرسمي مضافاً إليه علاوة تسمى بالعلاوة التشجيعية , وقد حددت هذه العلاوة بواقع ٥٠% من السعر الرسمي للشراء و٥٥% للبيع , وقد تم رفع هذه العلاوة عدة مرات حتي وصلت ٧٩% من الأسعار الرسمية , وقد تم إنشاء هذا السوق عام ١٩٧٣ ( عبد العزيز , ١٩٩٥ : ١٠٨ ) .وبالنسبة للتطور الثاني في هذه الفترة وهو تحويل سوق الصرف الرسمية والسوق الموازية إلي مجموعين للنقد الأجنبي , أحدهما لدي البنك المركزي والآخر لدي البنوك المعتمدة .فقد تم هذا الإجراء كنتيجة لاتفاقية مصر مع صندوق النقد الدولي في يونيو ١٩٧٨ , بشأن الحصول علي تسهيلات ائتمانية بشرط أن يتم توحيد سعر الصرف في السوقين الرسمية والموازية اعتباراً من أول يناير ١٩٧٩ (٧٠ قرشاً للدولار ) , لذلك صدر قرار وزاري رقم ٣٧٢ لسنة ١٩٧٨ والذي تم بموجبه توحيد أسعار الصرف لجميع المعاملات وأن يتم التعامل من خلال مجموعين للنقد الأجنبي , أحدهما لدى البنك المركزي والآخر لدى البنوك المعتمدة .

٣- فترة الثمانينات: يطلق البعض علي هذه الفترة مرحلة الانفتاح الإنتاجي والعودة للتخطيط , فهذه الفترة كانت امتداد لنظام سعر الصرف الذي كان سائداً في أوائل السبعينيات والذي يعتمد علي تعدد أسواق وأسعار الصرف , فيوجد سعر صرف البنك المركزي وسعر مجمع البنوك المعتمدة وأسعار صرف تشجيعية كان البنك المركزي من حين لآخر وفي ظروف خاصة يعلنها لتطبيق علي بعض العمليات بهدف تشجيع أنواع من المتحصلات مثل السياحة ومدخرات المصريين خاصة التي كانت ترد في إطار الترتيبات مع الصرافة العربية , وأخيراً أسعار صرف اتفاقات الدفع واتفاقات التعويضات . إضافة لما سبق وفي هذه الفترة أيضاً تعددت القوانين والقرارات الصادرة والمنظمة لشئون النقد الأجنبي , والتي سعت السلطات النقدية بها إلي زيادة عرض العملات الأجنبية والحد من جموح الطلب عليها وتنظيم التعامل في

النقد الأجنبي . ولعل أهم هذه القرارات , القرار رقم ٢٢ لسنة ١٩٨٧ الخاص بإنشاء السوق المصرفية الحرة للنقد الأجنبي والسماح للبنوك المعتمدة العاملة في مصر والمرخص لها التعامل بالجنيه المصري والنقد الأجنبي بشراء النقد الأجنبي وبيعه لحسابها وتحت مسؤوليتها في نطاق هذه السوق . ( حرب , ٢٠٠٧ : ٦٧ )

٤- **فترة التسعينيات** : تمهيداً لتوقيع الاتفاق الرسمي مع صندوق النقد الدولي في مايو ١٩٩١ , تم إدخال تعديلات جوهرية علي نظام سعر الصرف , بغرض الوصول إلي سعر صرف واقعي , حيث تم دمج السوقين معاً , وأصبح سعر الصرف يتحدد في إطار سوق حرة واحدة وفقاً لنظام جديد للصرف قوامه ربط الجنيه بالدولار الأمريكي علي أساس التعويم المدار , وتتحدد بمقتضاه أسعار صرفالجنيه المصري مقابل العملات الأخرى , علي أساس سعر صرف الجنيه مقابل الدولار , وسعر صرف الدولار مقابل هذه العملات في الأسواق الدولية . ووفقاً لهذا النظام "المعلن " لسعر الصرف , يترك تحديد السعر لقوى السوق , ويقتصر تدخل السلطة النقدية في سوق النقد الأجنبي كل فترة وفقاً لمجموعة من المؤشرات , منها التغيرات في أرصدة الاحتياطي من النقد الأجنبي ووضع ميزان المدفوعات ( عبد الخالق , ١٩٩٩ : ٣٢٧ ) . وعلي الرغم من إصدار عدد من القوانين خلال عقد التسعينات , دعمت نظرياً سياسة تعويم سعر الصرف , إلا أن الممارسات الفعلية توضح استمرار تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي وفقاً لظروف العرض والطلب , خاصة خلال التسعينات , للحفاظ علي توحيد واستقرار سعر صرف الجنيه , وذلك كوسيلة للسيطرة علي التضخم . وقد اعتمد البنك المركزي في تحقيق هذا الاستقرار في سعر الصرف علي التدخل في سوق النقد الأجنبي بطريق غير مباشر من خلال عمليات السوق المفتوحة , وذلك لتعقيم آثار زيادة تدفقات النقد الأجنبي إلي الداخل علي سعر صرف الجنيه , حتي لا تؤثر سلباً علي القدرة التنافسية للصادرات المصرية . ومع نهاية عام ١٩٩٧ , تعرض الاقتصاد المصري إلي عدة صدمات خارجية وأحداث داخلية أدت إلي الضغط علي سعر صرف

الجنيه , تمثل أهمها ما يلي ( محى الدين , كجوك , ٢٠٠٢: ١٧٩ ) : - الانخفاض العالمي في أسعار البترول , ليصل سعر البرميل إلي ١٠ دولارات عام ١٩٩٨ .  
- تراجع عائدات السياحة نتيجة حادث الأقصر .

- الأزمة المالية الآسيوية , والتي أثرت علي الاقتصاد المصري .  
وللحفاظ علي استقرار سعر الصرف , تدخل البنك المركزي بائعاً للدولار مستخدماً ما لدية من احتياطات دولية , وذلك للحد من انخفاض سعر صرف الجنيه , مما أدى إلي تآكل أرصدة الاحتياطي من النقد الأجنبي لتصل إلي ١٣,١ مليار دولار عام ٢٠٠٠ , وبالرغم من ذلك استمر سعر الدولار في الارتفاع ليصل إلي ٣,٦٩ جنيهاً نهاية ذلك العام . وفي يناير ٢٠٠١ , اتخذ البنك المركزي عدة إجراءات استهدفت الحد من فقدان المزيد من الاحتياطات الدولية وتحقيق الاستقرار في سوق النقد الأجنبي , حيث حدد سعر صرف مركزي بلغ في البداية ٣,٨٥ جنيهاً للدولار , علي أن تلتزم البنوك وشركات الصرافة بإعلان سعر صرف لا يتجاوز (١%) ارتفاعاً وانخفاضاً عن هذا السعر , ثم أجريت بعد ذلك عدة تخفيضات في سعر الصرف المركزي ليصل إلي ٤,٤٩ جنيهاً للدولار نهاية عام ٢٠٠١ , مع زيادة هامش التحرك إلي (٣%) للبنوك وشركات الصرافة . ونتيجة أحداث الحادي عشر من سبتمبر عام ٢٠٠١ , تأثر أداء ميزان المدفوعات , حيث انخفضت إيرادات قطاع السياحة وارتفعت تكلفة الاستيراد والتصدير , وتضاءلت فرص قدوم رؤوس الأموال إلي المنطقة , لإضافة إلي قيام الحكومة بسداد الديون المستحقة عليها لنادي باريس , والشريحة الأولى من السندات الدولارية المصرية , مما أدى لتفاقم أزمة النقد الأجنبي , وتواصلت الضغوط علي الجنيه المصري لتعود السوق السوداء لتنشط من جديد ( عزت , ٢٠٠٦ : ٣١ ) .

وإزاء تلك الضغوط , اضطرت الحكومة إلي اتخاذ قرار تعويم الجنيه المصري في يناير ٢٠٠٣ , حيث ألغي العمل بالسعر المركزي للدولار , وترك للبنوك حرية تحديد أسعار الشراء والبيع للنقد الأجنبي في إطار السوق الحرة للصرف الأجنبي , مما أدى إلي انخفاض سعر صرف الجنيه ليلبغ ٦,١٥٣ جنيهاً للدولار في نهاية عام ٢٠٠٣ ,



بمعدل انخفاض قدره (٣٦,٧%) عن العام السابق . وقد حرص البنك المركزي في البداية علي تدعيم سوق الصرف الأجنبي , بما يكفل استيعاب كافة المعاملات في السوق الرسمية , حيث قام في أواخر عام ٢٠٠٤ بإطلاق العمل بآلية الأنتربنك الدولارى . وقد سمح ذلك بإجراء عمليات بيع وشراء الجنيه المصري مقابل الدولار بين البنوك وبعضها , مما ساعد علي توفير النقد الأجنبي في السوق المصرفي وقت الطلب عليه , والحد من حدوث اختناقات في سوق الصرف , كما اتجه البنك المركزي عام ٢٠٠٥ إلي إتباع سياسة أكثر مرونة في التعامل مع شركات الصرافة . وقد ساهمت هذه السياسة في تحقيق تحسن نسبي في سعر صرف الجنيه أمام الدولار , حيث انخفض سعر الدولار الأمريكي ليصل إلي ٥,٦٩٧ جنيهاً بنهاية عام ٢٠٠٧ .

كما أثرت الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ علي مؤشرات الاقتصاد المصري بما في ذلك سعر الصرف بالسلب , نجح البنك المركزي في عام ٢٠١٠ في السيطرة علي مشكلة سعر الصرف . والقضاء علي السوق السوداء , والسيطرة علي معدلات التضخم من الانفلات عن طريق إطلاق مؤشر جديد للتضخم الأساسي يشتمل من الرقم العام للتضخم , ومع بداية عام ٢٠١١ وثورة ٢٥ يناير كان لذلك تداعيات سلبية علي الاقتصاد المصري , حيث حدث انخفاض كبير في الاحتياطي النقد الأجنبي , حيث فقدت مصر ٢١ مليار دولار حتي ديسمبر ٢٠١٢ , وكانت مشكلة تراجع المخزون من الاحتياطي النقدي الأجنبي من أهم التحديات التي تواجه البنك المركزي والتي انعكست علي سعر الصرف , حيث انخفض قيمة الجنيه أمام الدولار . وفي إطار العمل علي القضاء علي السوق الموازية والحد من المضاربات علي الدولار , صدرت عدة قرارات تستهدف تصحيح أوضاع سوق الصرف , وتحقيق الاستقرار النقدي . وفي هذا الإطار تم إلغاء قرارات فبراير ٢٠١٥ بشأن الحدود القصوى للإيداع والسحب النقدي بالعملة الأجنبية , كما قرر البنك المركزي في ١٤ مارس ٢٠١٦ انتهاج سياسة أكثر مرونة لسعر الصرف تعكس آليات العرض والطلب بهدف التغلب علي التشوهات في سوق الصرف الأجنبي , والتي أثرت علي تداول النقد الأجنبي بالجهاز المصرفي , حيث تم

تخفيض قيمة الجنيه بمعدل ١٢,٧% في العطاءات التي يقدمها البنك المركزي للبنوك ليبلغ المتوسط المرجح لسعر صرف الدولار ٨,٨٥ جنيه عام ٢٠١٦ . وتم ذلك من خلال تحرير أسعار الصرف لإعطاء مرونة للبنوك العاملة في مصر لتسعير شراء وبيع النقد الأجنبي بهدف استعادة تداوله داخل القنوات الشرعية وأنهاء السوق الموازية للنقد الأجنبي .

ويتضح من العرض السابق لسياسات الصرف المطبقة في مصر خلال الفترة ( ١٩٩١ - ٢٠١٧ ) , أن نظم الصرافة المعلنه رسمياً من قبل الحكومة المصرية تمثلت في نظامين هما التعويم المدار والتعويم الكامل , إلا أنه فعلياً تميز نظام الصرف المطبق بتدخل البنك المركزي للدفاع عن الجنيه في معظم السنوات هذه الفترة , من خلال عمليات شراء وبيع النقد الأجنبي , بالإضافة إلي توجيه أسعار الفائدة , وأحياناً ترك سعر الصرف حراً ليعكس قوى السوق , ولكن بعد أن يتحقق التغير المطلوب في سعر الصرف , يعود لتدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي , وهذا ما تؤكد البيانات الخاصة بسعر الصرف الإسمي وتغيرات احتياطات النقد الأجنبي خلال هذه الفترة .

### المبحث الثالث

#### قياس أثر السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة ( ١٩٩٠ - ٢٠١٧ )

#### المقدمة :

يهدف هذا المبحث إلي تحليل أثر السياسة النقدية ( بعض المتغيرات النقدية ) علي سعر الصرف في الاقتصاد المصري وذلك باستخدام نموذجين. النموذج الأول يقوم باستخدام نموذج التعديل الجزئي (Partial Adjustment Model(PAM) , والنموذج الثاني يقوم باستخدام الأساليب الحديثة لتحليل السلاسل الزمنية , باستخدام

نموذج الانحدار الذاتي للمتجه (VAR) Vector Auto-Regression . واختبارات السكون والتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ Error-Correction Model (ECM) , حيث نصل من خلاله إلي نتائج واقعية سليمة ومنطقي للعلاقات الاقتصادية يبني عليه اتخاذ قرارات سليمة .

أولاً: نموذج التعديل الجزئي:

١- يفترض نموذج التعديل الجزئي الفروض التالية (الناقة , ٢٠٠٤) :

- وجود قيمة توازنه لسعر الصرف , وهي القيمة طويلة الأجل أو المستوي المرغوب لسعر الصرف (ER\*).

- أن القيمة التوازنية طويلة الأجل لسعر الصرف هي عبارة عن توليفة خطية لكل من المستوى العام الأسعار والأرصدة الحقيقية وسعر الخصم , وهذه التوليفة تكون علي الشكل التالي :

$$ER_t^* = B_0 + B_1CPI_t + B_2RM_t + B_3DR_t \dots \dots \dots (1)$$

وحيث أن سعر الصرف الفعلي للجنيه مقابل الدولار , لن يتعادل بالضرورة مع مستوى المرغوب لسعر صرف الجنيه مقابل الدولار , ومن ثم ستكون هناك محاولات مستمرة من طرف السلطات النقدية وذلك من فترة إلي أخرى لتعديل المستوي الفعلي لسعر صرف الجنيه اتجاه المستوي المرغوب . ففي كل فترة زمنية تحاول السلطات النقدية أن تقترب أكثر فأكثر من المستوى المرغوب لسعر الصرف , بمعنى أن التعديل الذي يتم في أي فترة سيكون جزئياً ولن يسد الفجوة القائمة بين المستوى الفعلي وبين المستوى المرغوب لسعر الصرف (Kmenta , 1986:329) .

٢- المنطق الاقتصادي لنموذج التعديل الجزئي: يستند المنطق الاقتصادي لنموذج التعديل الجزئي إلي مبدأ اقتصادي مضمونه " تدنية التكاليف التي يتحملها المجتمع , نتيجة انحراف سعر الصرف الفعلي عن سعر الصرف المرغوب " . فإذا كان سعر

الصرف الفعلي (ER) ينحرف عن المستوى المرغوب لسعر الصرف ( $ER^*$ ) , فإنه  
ينجم عن هذا الانحراف نوعان من التكاليف ( عبدالقادر , ٢٠١١ : ٩٠ ) :  
النوع الأول : تكاليف تعديل اختلال التوازن : وهي تنجم عن انحراف سعر الصرف  
الفعلي عن مستواه التوازني , وهذا الانحراف يأخذ الصورة التالية : ( $ER_t - ER_t^*$ )  
النوع الثاني : تكاليف التعديل الفعلي : وهي تنجم عن انحراف سعر صرف الفترة  
(t) عن سعر صرف الفترة (t-1) , ويأخذ هذا الانحراف الصورة التالية : ( $ER_t -$   
(  $ER_{t-1}$  ) .

وبناء علي هذين النوعين من التكاليف , وتصاغ دالة التكاليف الكلية ( $C_t$ ) لكلا  
النوعين من التكاليف علي الصورة التالية :

$$C_t = b_1(ER_t - ER_t^*)^2 + (ER_t - ER_{t-1})^2 \dots\dots\dots (2)$$

وبذلك يكون الهدف الاقتصادي هو البحث عن مستوى سعر الصرف الذي يدني  
تكاليف الانحراف تكاليف الانحراف في سعر الصرف عن سعر الصرف المرغوب ,  
وبتدنية التكاليف الكلية ( $C_t$ ) بالنسبة لسعر الصرف ( $ER_t$ ) , أي حساب المشتقة  
الجزئية ومساواتها بالصفر نحصل علي :

$$=2b_1(ER_t - ER_t^*) + 2b_2(ER_t - ER_{t-1}) = 0 \dots\dots\dots (3) \frac{\partial C}{\partial ER}$$

ومن الشرط الضروري للتدنية في (3) يمكن اشتقاق فرض التعديل الجزئي ,  
وبإعادة الترتيب نحصل علي :

$$(b_1 + b_2)(ER_t - ER_{t-1}) = b_1(ER_t^* - ER_{t-1}) \dots\dots\dots (4)$$

والمعادلة (4) تعطي الفرض الأساسي لنموذج التعديل الجزئي , وهو الفرض الذي  
يحدد العلاقة بين المستوى الفعلي لسعر الصرف وبين مستواه المرغوب في الأجل  
الطويل ومن نفس المعادلة , يمكن اشتقاق الصيغة المحددة للفرض الأساسي للتعديل  
الجزئي لسعر الصرف في الصيغة التقليدية :

$$(ER_t - ER_{t-1}) = (b_1/b_1 + b_2)(ER_t^* - ER_{t-1}) \dots\dots\dots(5)$$

وبإضافة حد الخطأ العشوائي (€) نحصل علي الصيغة الاحتمالية للفرض الأساسي للتعديل الجزئي :

$$(ER_t - ER_{t-1}) = (b_1/b_1 + b_2)(ER_t^* - ER_{t-1}) + \epsilon_t \text{-----}(6)$$

والمقدار  $(b_1/b_1 + b_2)$  أقل من الواحد , لأنه في أي فترة زمنية لا يتعدل سعر الصرف الفعلي تعديلاً كاملاً بحيث يتعادل مع المستوى المرغوب لسعر الصرف , لأسباب سواء كانت قيوداً مؤسسية , أو البطء في سلوك المتغيرات الاقتصادية أو وجود فجوات إبطاء زمني أو غيرها . وبوضع المقدار  $\mu = b_1/(b_1 + b_2)$  حيث أن المقدار  $(\mu)$  موجب وأقل من الواحد , فإن الفرض الأساسي في (6) يصبح :

$$\mu (ER_t^* - (ER_t - ER_{t-1})) = -ER_{t-1} + \epsilon_t \dots\dots\dots(7)$$

المعادلة الأساسية لنموذج التعديل الجزئي لسعر الصرف في (1) غير قابلة للتقدير , لأنها تتطوي علي سعر الصرف التوازني طويل الأجل ( أو المستوى المرغوب لسعر الصرف ) وهو متغير غير مشاهد , ولهذا يأتي دور الفرض الأساسي لنموذج التعديل الجزئي لسعر الصرف (7) , ليستخدم في تحويل المعادلة (1) غير قابلة للتقدير إلي معادلة قابلة للتقدير تحتوي علي متغيرات مشاهدة , فمن (7) فإن :

$$ER_t = \mu ER_t^* + (1 - \mu) ER_{t-1} + \epsilon_t \dots\dots\dots(8)$$

ومن (8) فإن القيمة المتوقعة لسعر الصرف الفعلي في الفترة (t) هي المتوسط المرجح لمستوى سعر الصرف المرغوب  $(ER^*)$  والمستوي الفعلي لسعر الصرف في الفترة السابقة  $(ER_{t-1})$  , وأوزان الترجيح هي  $(\mu, [1 - \mu])$  , وبالتعويض من (1) في (8) نحصل علي المعادلة القابلة للتقدير وهي :

$$ER_t = B_0\mu + B_1\mu CPI_t + B_2\mu RM_t + B_3\mu DR_t + (1 - \mu)ER_{t-1} + \epsilon_t \dots\dots\dots(9)$$

والمعادلة (9) أعلاه تعطي معادلة التعديل الجزئي لسعر صرف الجنيه القابلة للتقدير , لأنها تحتوي علي متغيرات مشاهدة للفترة (t) والفترة (t-1) وتسمى المعادلة (9) المعادلة قصيرة الأجل للتعديل الجزئي لسعر الصرف . ويتقدير هذه المعادلة نحصل علي القيم المقدره للمعاملات المختزلة وهي:  $(1-\mu)$  ,  $B_0\mu$  ,  $B_1\mu$  ,  $B_2\mu$  ,  $B_3\mu$  , ثم نحصل علي المعاملات الهيكلية (السلوكية) وهي  $(B_0, B_1, B_2, B_3)$  , والمتغير العشوائي  $(\epsilon_t)$  له قيم يفترض أنها تتوزع توزيعاً طبيعياً وتباينه ثابت , ولا يفترض نموذج التعديل الجزئي قيودا علي المتغير العشوائي , ولهذا فإن تطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية ستعطي مقدرات تتميز بالكفاءة , كما يمكننا معامل التعديل من تحديد عدد الفترات الزمنية اللازمة لسد نسبة من الفجوة القائمة بين سعر الصرف المرغوب وسعر الصرف الفعلي حيث تساوى

$$n = \log (1-p) / \log (1-\mu) \dots\dots\dots(10)$$

### ٣-متغيرات الدراسة : نستخدم في هذه الدراسة المتغيرات التالية :

- أ-المستوى العام للأسعار : ورمزه (CPI) , وهو الرقم القياسى لأسعار المستهلكين
- ب- سعر الصرف الاسمي , ورمزه (ER) .
- ج - الأرصدة النقدية الحقيقية : ورمزها (RM) , وتعرف علي أنها العرض النقدي بالمفهوم الضيق (M1) , ومقسومة علي المستوى العام للأسعار .
- د - سعر الخصم : ورمزه (DR) , وهو سعر الفائدة الذي تقترض به البنوك التجارية من البنك المركزي
- هـ - متغير صوري : ورمزه (DY) يعبر عن سياسة سعر الصرف , حيث يأخذ القيمة = ١ , فى السنوات التي تدخلت السلطات النقدية في سعر الصرف , وقيمه = صفر , فى السنوات الباقية من فترة الدراسة.
- و - فترة الدراسة : هي (١٩٩٠ - ٢٠١٧) .

ي - مصادر البيانات البحثية : تم الحصول علي البيانات من خلال القاعدة الإلكترونية للبنك الدولي الخاص بمصر , وكذلك من خلال إحصائيات البنك المركزي المصري ( التقارير السنوية ) .

وبالتالي يمكن صياغة النموذج علي النحو التالي :

$$LER = B_0\mu + (1-\mu)LER(-1) + B_1\mu LCPI + B_2\mu LRM + B_3\mu LDR + B_4DY + \epsilon_t$$

٤- نتائج تقدير النموذج : تم استعمال طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير نموذج التعديل الجزئي لسعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي , والجدول التالي يوضح النتائج المتحصل عليها .

#### الجدول رقم (١)

##### نتائج تقدير النموذج باستعمال طريقة المربعات الصغرى

Variable	Coefficient	Std .Error	t-Statistic	Prob
C	-1.7689	0.56223	-3.1463	0.0047
LER(-1)	0.86452	0.20266	4.2548	0.0003
LCPI	0.07707	0.07653	1.0070	0.3249
LRM	0.09765	0.06782	1.4399	0.01640
LDR	0.39035	0.12302	3.1728	0.0044
DY	0.026294	0.05912	0.4446	0.6609
R <sup>2</sup> =0.911	R <sup>2</sup> = 0.891	F=45.2609	DW= 1.863	LM=0.848
Jarque-Bera = 0.06662			Breusch-Pagan-Godfrey= 0.004	

المصدر : نتائج تحليل برنامج eviews

من خلال الجدول رقم (١) يتضح التالي :

-المعايير الإحصائية : من خلال تقدير النموذج نلاحظ بأن العلاقة التوضيحية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع , والتي تقاس من خلال معامل الارتباط (R<sup>2</sup>) , قد بلغت حوالي (0.91 %) , وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة والداخلة في النموذج تفسر حوالي (91%) من التغيرات الحاصلة في سعر الصرف , بينما توجد (9%) من تغيرات

سعر الصرف يؤثر عليها متغيرات لم يتضمنها النموذج . كما أن قيمة فيشر المحسوبة بلغت  $F= 45.26$  ، وهي أكبر من فيشر الجدولية ، وهذا يعني ان تقديرات النموذج معنوية بدرجة عالية . كما أظهر النموذج عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي ، لكون قيمة (D.W) المحسوبة تساوي (1.86) لمستوى دلالة (5%) ودرجات حرية (28) ، وتكون أكبر من قيمة  $du$  والبالغة (1.66) ، وأقل من قيمة ( $4-du$ ) والبالغة (2.98) .

- المعايير القياسية : أظهر اختبار التوزيع الطبيعي للوفاقي  $Jarque-Bera = 0.0666$  ، أن الوفاقي تتبع التوزيع الطبيعي . فهي أكبر من (5%) . كما أظهر اختبار ( $LM=0.848$ ) ، وهي أكبر من (5%) ، مما يدل علي عدم وجود ارتباط ذاتي . ولكن نلاحظ أن النموذج يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين ، حيث اظهر اختبار ( $Breusch-Pagan-Godfrey=0.004$ ) لاختلاف التباين الشرطي ، وهي أقل من (5%) .

- المعايير الاقتصادية : تميزت المعلمات المقدرة للمتغيرات التفسيرية بمعنوياتها الإحصائية ما عدا كل من مستوى العام للأسعار ، والمتغير السوري . كما تميزت المعلمات المقدرة بقبول إشارتها اقتصادياً ، وتشير هذه المعلمات إلي مرونة سعر الصرف في الأجل القصير بالنسبة للمتغيرات التفسيرية، حيث بلغت مرونة سعر الصرف قصيرة الأجل بالنسبة للمستوى العام للأسعار (0.077) وهي معنوية ، بين بلغت مرونة سعر الصرف بالنسبة للأرصدة النقدية الحقيقية وسعر الخصم (0.097) (0.390) .

- من الصيغة النهائية للنموذج المقدر ، يمكن ببساطة الحصول علي معامل التعديل الجزئي أو ما يسمى أيضاً المرونة الذاتية لسعر الصرف ، حيث أن معامل سعر الصرف المبطل هو ( $1-\mu$ ) وعليه فإن :  $1 - \mu = 0.8645$

ومنه :  $\mu = 1 - 0.8645 = 0.1355$



وهذه القيمة لمعامل التعديل تشير إلي أن (13.5%) من الفجوة بين سعر الصرف الفعلي وسعر الصرف المرغوب سيتم تغطيتها فى السنة الأولى . وهي قيمة منخفضة جداً، هو ما يشير إلي وجود عقبات هيكلية عديدة ومشاكل اقتصادية تحول دون جعل سعر الصرف الفعلي علي مسار سعر الصرف المرغوب ( وهو ما يؤكدالوضع الحالي لسعر الصرف الجنيه المصري امام الدولار) ، كما أن هذه القيمة تشير أيضاً إلي أن (b<sub>1</sub>) صغيرة بالمقارنة مع (b<sub>2</sub>) ، بمعنى أن تكاليف تعديل اختلال توازن سعر صرف الجنية مقابل الدولار أقل بكثير من تكاليف الفعلي لسعر الصرف .وعلي ضوء هذه القيمة لمعامل التعديل ، فإن عدد السنوات التي يستغرقها تغطية ( 85%) من الفجوة بين سعر الصرف الفعلي وسعر الصرف المرغوب هي :

$$n = \log(1-p)/\log(1-\mu) = \log(1-0.95)/\log(1-0.135) = 13.6$$

حدود ١٣ سنة ونصف .

-مرونة سعر الصرف بالنسبة للمتغيرات التفسيرية في الأجل الطويل :

$$B_i = (B_i \mu) / \mu$$

يتم حسابها علي النحو التالي :

حيث تكون مرونة سعر الصرف في الأجل الطويل بالنسبة للمستوي العام للأسعار هي :

$$B_1 = 0.077 \div 0.135 = 0.5703$$

$$B_2 = 0.098 \div 0.135 = 0.7257$$

والنسبة الأرصدة النقدية هي :

$$B_3 = 0.390 \div 0.135 = 2.8888$$

وبالتالي والنسبة لسعر الخصم هي :

يصبح النموذج طويل الأجل لمعادلة سعر الصرف كما يلي :

$$LER_t = 0.864LER_{t-1} + 0.5703LCPI_t + 0.725LRM_t + 2.888LDR_t + 0.026DY_t + \epsilon$$

-يتبين من نتائج النموذج ، أن سعر الخصم هو المتغير الأساسي الذي يسبب تدهور سعر صرف الجنيه أمام الدولار في الأجل الطويل ، فإذا تغير سعر الخصم بنسبة (10%) فإن سعر الصرف يتغير في نفس الاتجاه وبنسبة (28.88%) ،

وهذا يوضح أن استمرار ارتفاع سعر الخصم يزيد من تدهور القوة الشرائية للجنيه المصري أمام الدولار . وبالتالي يزيد الأثر السلبي لسعر الخصم , ويلي ذلك متغير الأرصدة النقدية بالمفهوم الضيق , حيث بلغت مرونة سعر الصرف في الأجل الطويل بالنسبة للأرصدة النقدية (7.2%) وهي نسبة مرتفعة , تعني أن استمرار ضخ كميات من النقد للتداول قد ساهم بشكل كبير في تدهور سعر صرف الجنيه , ويصبح مرناً في الأجل الطويل , لذا تلعب الأرصدة النقدية دوراً مهماً في تفسير ذلك التدهور .

- قيمة ( $\mu$ ) أي المرونة الذاتية لسعر الصرف يساهم في معرفة مدى استقرار سعر الصرف حركياً في ظل نموذج التعديل الجزئي لأن المرونة الذاتية الحركية لسعر الصرف تعتمد بشكل أساسي علي المرونة الذاتية لسعر الصرف وذلك عندما نفترض ثبات العوامل المؤثرة ( أي نفترض ثبات المتغيرات التفسيرية في نموذج الدراسة ) , ونلاحظ قيمة المرونة الذاتية لسعر الصرف , فإذا كانت :

$|\mu| > 1$  , فإن هذا يعني أن سعر الصرف مرناً ذاتياً , لذا فإن المرونة الحركية الذاتية تكون متزايدة مع الزمن .

$|\mu| < 1$  , فإن هذا يعني أن سعر الصرف يكون غير مرناً ذاتياً , ومن ثم تكون المرونة الحركية الذاتية تكون متناقصة مع الزمن , ويؤول سعر الصرف في النهاية إلي المستوى التوازني .

وفي نموذجنا الحالي ومن خلال القيمة المقدرة للمرونة الذاتية لسعر الصرف وهي قيمة موجبة , وأقل من الواحد , فإن النموذج يستوفي شرط استقرار التوازن , بافتراض ثبات العوامل الأخرى المؤثرة علي سعر الصرف .

**ثانياً : نموذج تصحيح الخطأ .**

تقوم الدراسة في هذا الجزء باستخدام الأساليب الحديثة لتحليل السلاسل الزمنية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للمتجه (VAR) Vector Auto-Regression

واختبارات السكون للمتغيرات ، والتكامل المشترك ، ونموذج تصحيح الخطأ (Error-Correction Model (ECM). حيث نصل من خلاله إلى نتائج واقعية وتحليل سليم ومنطقي للعلاقات الاقتصادية يبني عليه اتخاذ قرارات سليمة ، وبذلك نتجنب النتائج المضللة التي يتم التوصل إليها بطرق الانحدار التقليدية في ظل عدم استقرار السلاسل الزمنية والذي يؤدي إلى الانحدار الزائف Spurious Regression مع كون  $R^2, F, T$  ذات دلالة إحصائية ، ويرجع ذلك إلى أن البيانات الزمنية غالباً ما تتصف بعدم ثبات التباين Variance ( تلك المشكلة التي واجهتها في النموذج السابق ) أولها صفة الدورية Cyclical ، أو عامل الاتجاه Trend عبر الزمن والذي يعكس ظروفًا معينة تؤثر على جميع المتغيرات بنفس الاتجاه أو بعكسه (Phillips :1986) ، إن نموذج الانحدار الاتجاهي (VAR) من النماذج القياسية الحديثة لدراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ، حيث يتم في هذا النموذج كتابة كل متغير من متغيرات الدراسة كدالة خطية بقيم المتغير نفسه في الفترات السابقة وقيم المتغيرات الأخرى في النموذج في الفترات السابقة ، ويعامل جميع المتغيرات في هذا النموذج على أنها متغيرات داخلية Endogenous Variables أي تتحدد داخل النموذج وليس خارجه وكل ما يلزم في هذا النموذج هو تحديد متغيرات الدراسة وتحديد عدد فترات التباطؤ الزمني فقط. من خلال هذا النموذج سيتم اختبار السببية (Granger Causality Test) . حيث تعرف السببية في حالة وجود متغيرين  $X$  و  $Y$  على أنهما ( المتغير  $X$  يسبب المتغير  $Y$  إذا كان التباطؤ الزمني للمتغير  $X$  يملك طاقة تنبؤيه إضافية على المتغير  $Y$  عند إضافة التباطؤ الزمني للمتغير  $X$  إلى التباطؤ الزمني لقيم  $Y$  نفسه ) ولتحديد اتجاه السببية يتم عادة استخدام اختبار Granger للسببية ، وهو من الاختبارات شائعة الاستعمال والذي يمكن بواسطته تحديد السببية بين متغيرات الدراسة .( اليوسف ، ٢٠٠٤ ) ، والعلاقة إما أن تكون أحادية الاتجاه حيث يؤثر أحد العوامل على العوامل

الأخرى دون أن تؤثر عليه بقية العوامل ، أو علاقة تبادلية ، هي أن تؤثر العوامل على بعضها بعضاً أو ألا تكون هناك علاقة سببية بين هذه المتغيرات . (Dickey , 1981) .

١- **صياغة النموذج** :- في هذا الجزء سوف نتناول أثر السياسة النقدية (من خلال مستوى العام للأسعار ، وعرض النقد بالمفهوم الضيق) أحد العوامل المؤثرة في تحقيق استقرار سعر الصرف إلي جانب العوامل الأخرى التي تؤثر في سعر الصرف والتي تناولنها في الجزء الخاص بإطار النظري لسعر الصرف .

- **متغيرات الدراسة** : نستخدم في هذه الدراسة المتغيرات التالية:

أ- **سعر الصرف الاسمي**: ورمزه (ER).

ب- **معدل التضخم** : ورمزه (INF) .

ت - **عرض النقود** : ورمزه (MSS) ، وتعرف علي أنها العرض النقدي بالمفهوم الضيق (M1) ، ومقسومة علي المستوى العام للأسعار .

ث - **حجم الصادرات** : ورمزها (EX) ، هي عبارة عن جملة السلع والخدمات المصدرة إلي الخارج .

ج - **حجم الواردات** : ورمزها (IM) ، هي عبارة عن جملة السلع والخدمات المستوردة من الخارج .

ح- **احتياطات النقد الأجنبي** : ورمزها (R) ، وهي جملة الاحتياطات التي تحتفظ بها الدولة لمقابلة الواردات والمدفوعات الخارجية .

خ- **الاستثمار الأجنبي المباشر** : ورمزه (FDI)، وهو صافي التدفقات النقدية الأجنبية.

د- **درجة الانفتاح علي الخارج** : ورمزه (OPN) ، وهو عبارة عن خارج قسمة إجمالي الصادرات والواردات علي الناتج المحلي الإجمالي .

ذ- **فترة الدراسة** : هي ( ١٩٩٠ - ٢٠١٧ )

ر - مصادر البيانات : تم الحصول علي البيانات من خلال القاعدة الإلكترونية للبنك الدولي الخاص بمصر , وكذلك من خلال إحصائيات البنك المركزي المصري ( التقارير السنوية ) .

وبالتالي يمكن صياغة النموذج علي النحو التالي :

$$ER = B_0 + B_1 INF + B_2 MSS + B_3 OPN + B_4 FDI + B_5 EX + B_6 IM + B_7 R + U_t$$

- عرض نتائج التقدير :

أ- اختيار جذور الوحدة :تعد أولى خطوات التحليل القياسي هو التحليل الأولي للبيانات , وخاصة إذا كانت البيانات ذات السلاسل الزمنية , إذ أن معظم الدراسات القياسية تعتمد عليها , وقد أوضحت عدد الدراسات التطبيقية منها علي سبيل المثال دراسة (Nelson & Polsser, 1982) , أن أغلب السلاسل الزمنية غير مستقرة في مستوياتها ( غير ساكنة ) أي أنها تحتوي علي جذور الوحدة (Unit Root) , ويؤدي وجود جذور الوحدة إلي وجود ارتباط زائف ومشاكل في التحليل والاستدلال القياسي (Phillips, 1987) , لذا لأبد من التأكد من سلامة البيانات بإجراء اختبارات سكون السلاسل الزمنية , ويتطبيق استقرار بيانات السلاسل الزمنية لنموذج سعر الصرف وذلك بإجراء اختبار ديكي - وفلر المدمج ADF لاختبار مدى استقرار مكونات السلاسل الزمنية . ويعرض الجدول التالي رقم (٢) نتائج اختبار ديكي - وفلر لمتغيرات النموذج:

أشارت اختبار (ADF) الواردة في الجدول رقم (٢) , إلي أن المتغيرات جميعها غير مستقرة (non-stationary) , عند مستوياتها (Levels) باستثناء كل من الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) وعرض النقود (MSS) , حيث كانت مستقر عند مستوياتها ( أي أنهما ذو اتجاه عام مستقر ) . وبعد إجراء اختبار (ADF) بعد أخذ الفروق الأولى للمتغيرات (First-difference) , تبين أن المتغيرات الباقية استقرت معنوية

( أي أنهم متكاملة من الدرجة الأولى ) , باستثناء سعر الصرف (ER) الذي استقر بعد أخذ الفروق الثانية ,أي أنه مستقر ( أو متكامل ) من الدرجة الثانية .

ب- نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني: اعتمدت الدراسة علي معياري أكايك Akaike Information Criterion (AIC) وشيوارتز Schwaez Information Criterion (SIC) لإيجاد العدد الأمثل لفترة التباطؤ , ولتحديد العدد الأمثل لفترة التباطؤ الزمني نختار أقل قيمة لكل من (AIC) و (SIC) والتي يقابلها التباطؤ الزمني , وبعد تطبيق هذين المعيارين تبين أنهما قد حققا أدنى قيمة عند فترة تباطؤ زمني تساوي (٢) في الوقت نفسه , ولدى تطبيق العدد الأمثل من فترة التباطؤ الزمني علي الاختبارات الإحصائية تبين وجود دلالة إحصائية لهذه الاختبارات , وتم الحصول علي نتائج معنوية

ج- التكامل المشترك لمتغيرات نموذج الدراسة : يعد التكامل المشترك من قبل العديد من الاقتصاديين أهم تطور في المنهج التجريبي للنماذج الاقتصادية القياسية , وأهم ما يميزه بساطة حسابه واستخدامه , لأنه يتطلب فقط الإلمام بطريقة المربعات الصغرى العادية . أن كلمة متكاملة Integrated تطلق علي السلسلة الواحدة إذا كانت غير ساكنة فنقول أن السلسلة X متكاملة من الرتبة الأولى أو متكاملة من الرتبة الثانية , أما كلمة تكامل متساوي فتطلق علي أكثر من سلسلة غير ساكنة , فنقول أن السلاسل غير الساكنة X,Y, وتساوي التكامل إذا تضمنت العلاقة بين هذه السلاسل علي مكون خطي ساكن واحد علي الأقل .

## الجدول رقم ( ١ )

## نتائج اختبار دكي وفولر لجذور الوحدة ( ٢٠١٧ - ٢٠٠٠ )

المتغير	المستوي	الفروق الأولى	الفروق الثانية
	إحصائية (ADF)	إحصائية (ADF)	إحصائية (ADF)
ER	1.90122	-1.283840	-3.62718
INF	-2.67647	-7.62179	-----
MSS	-4.60994	-----	-----
OPN	0.04388	-4.26816	-----
FDI	-5.17265	-----	-----
EX	0.47130	-6.18571	-----
IM	1.24161	-4.54548	-----
R	0.69176	-4.92489	-----
القيم	1%	-3.125608	-2.8934760
الحرجة	5%	-1.728258	-1.9662790

المصدر : نتائج تحليل برنامج Eviews

وهذا المكون الخطى الساكن يسمى معادلة التكامل the Cointegrating Equation ( ويرمز لها بالرمز  $\tau$  ) , ويتم تفسير هذا المكون أيضاً علي أنه علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات .ومن أهم اختبارات التكامل المشترك متعدد المتغيرات اختبار JuseliusJohansen & الذي يستخدم طريقة الإمكان الأعظم ذات المعلومات الكاملة Full Information Maximum Likelihood(FIML) التي تعالج كل المتغيرات في النموذج كمتغيرات داخلية , فقد تم إجراء اختبار-L) (للتحديد مدى وجود تكامل مشترك بين هذه المتغيرات من عدمه . ويوضح الجدول التالي رقم ( ٣ ) نتائج تطبيق اختبارات  $(\lambda trace)$  Trace Test ، واختبار القيم

الذاتية العظمى ( $\lambda_{max}$ ) Maximum Eigenvalues Test للتكامل المشترك  
بين متغيرات الدراسة .

### الجدول رقم ( ٣ )

نتائج اختبار Johansen and Juselius للتكامل المشترك متعدد المتغيرات

القيم الحرجة عند مستوى %	إحصائية $\lambda_{max}$	فرض العدم	القيم الحرجة عند مستوى %	إحصائية $\lambda_{trace}$	فرض العدم
52.36	134.6	$r = 0$	159.52	425.8758	$r = 0$
46.23	76.45	$\leq 1r$	125.61	291.2218	$\leq 1r$
40.07	59.91	$\leq 2r$	95.753	214.7709	$r \leq 2$
33.87	55.3	$\leq 3r$	69.818	154.8576	$\leq 3r$
27.58	41.61	$\leq 4r$	47.85	99.4842	$\leq 4r$
21.13	25.60	$\leq 5r$	29.797	57.8647	$\leq 5r$
14.26	21.92	$\leq 6r$	15.494	32.2569	$\leq 6r$
3.8414	10.37	$\leq 7r$	3.841	10.3274	$\leq 7r$

المصدر : نتائج تحليل برنامج Eviews

وتشير النتائج الواردة في الجدول رقم (٣) إلي رفض فرضية العدم , القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بمستوى دلالة (5%) , وقبول الفرض البديل القائل بوجود متجه للتكامل المشترك ، حيث أن القيمة المحسوبة لنسبة الإمكانية (LR) في التقدير تزيد عن القيمة الحرجة. وكذلك رفض فرضية وجود متجه واحد علي الأكثر , ومتجهين علي الأكثر , وثلاثة علي الأكثر , وأربعة علي الأكثر , وخمسة وستة وسبعة علي الأكثر , أي وجود سبعة متجهات للتكامل , وذلك حسب اختبار (Trace Test) ، وهذا ما أكده اختبار (Maximum Eigenvalues Test) الأمر الذي يؤكد على وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين المتغيرات الداخلة في النموذج .



### ونستنتج من هذا الاختبار ما يلي :

- أن المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة توجد بينها علاقة طويلة الأجل , وبالتالي فإن هذه المتغيرات الاقتصادية تحدث بها موازنة لإزالة أية انحرافات في الأجل القصير من أجل الوصول للعلاقة التوازنية طويلة الأجل .

- يوجد علي الأقل اتجاه واحد للسببية بين هذه المتغيرات كما أوضحت نظرية جرانجر للسببية , ومع الأخذ في الاعتبار أنه يوجد علي الأقل متجه واحد للتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة , فإن تحليل التكامل المشترك يقوم بإيجاد معادلة الانحدار بين هذه المتغيرات علي النحو التالي :

$$ER=0.0525INF-0.0002MSS-113.09OPN-0.003FDI-0.065EX+0.125IM+0.0957R$$

ومن خلال هذه المعادلة يتضح التالي :

- أن قيمة (log likelihood) تساوي (541.509) مما يدل علي معنوية جميع المتغيرات - جاءت نتائج معادلة التكامل متوافقة مع النظرية الاقتصادية لجميع المتغيرات, عدا متغير الاحتياطيات الدولية .

### د- نموذج تصحيح الخطأ

بعد التأكد من وجود التكامل المشترك , تأتي الخطوة الثالثة والمتعلقة ببناء وتصميم وتقدير نموذج تصحيح الخطأ . والجدول التالي رقم (٤) يوضح نتائج تصحيح الخطأ للنموذج الدراسة :

- أظهرت النتائج معنوية متغيرات الدراسة وتوافقها مع النظرية الاقتصادية باستثناء ( معدل التضخم , الاحتياطيات النقدية), وبالتالي يمكن القول أن هناك علاقة ديناميكية في الأجل القصير بين سعر الصرف وكل من (عرض النقود, الصادرات, الواردات, الاستثمار الأجنبي المباشر, الانفتاح الاقتصادي) - أن معامل التكيف (u) معنوي وذو إشارة سالبة, وهذا يعني وجود علاقة ديناميكية في الأجل الطويل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع , وبلغت قيمة معامل التكيف (-0.899) وهذا يعني أن الابتعاد عن

التوازن في الأجل الطويل يصحح كل سنة بمقدار (90%) , وأن القيمة السالبة تعني التراجع إلي القيمة التوازنية .

- توجد علاقة عكسية معنوية في الأجل القصير بين عرض النقود وسعر الصرف ,والتي تعني أن كل تغير في عرض النقود بنسبة (10%) يترتب عليه تغير في سعر الصرف بنسبة(20%) في الاتجاه المعاكس,وهو ما يؤكدعلي التأثير الإيجابي للسياسة النقدية في تحقيق الاستقرار في سعر صرف الجنيه.- أن قيمة معامل التحديد (R) بلغ(0.5113), وهي قيمة منطقية وجيدة في اختبار تصحيح الخطأ حيث تشير إلي أن النموذج يفسر حوالي(51.13%) من التغير الحادث في سعر الصرف الجنيه المصري , والباقي (48%) يرجع لأسباب أخرى.

- بلغت قيمة(D.W)(1.28), وهي قريبة من (2)مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي, كما قيمته أكبر من قيمة (R) ,وهذا يعني أن النموذج لا يعاني من الانحدار الزائف , وبالتالي يمكن قبول الدلالات الإحصائية لكل من (R,F) .

- كما دل قيمة اختبار (LM) والتي تساوي (0.086), وهي أكبر من (5%) , مما يدل علي عدم وجود ارتباط الذاتي .

- أظهر اختبار (Breuch-Pagan) لاختلاف التباين الشرطي , أنه لا يوجد اختلاف تباين شرطي , وذلك لأن قيمته (6.21) وهي أكبر من (5%) .

- أظهر اختبار التوزيع الطبيعي للبوافي (Jarque-Bera) , أن البوافي لا تتبع التوزيع الطبيعي ,أي أن النموذج يعاني من عدم التوزيع الطبيعي للبوافي .

## الجدول رقم ( ٤ )

نتائج نموذج تصحيح الخطأ للمتغير ER خلال الفترة ( ١٩٩٠ - ٢٠١٧ )

معاملات المتغيرات	القيمة	الخطأ المعياري	t- Statistic	- ValueP
C	-1.225	1.06691	-1.14855	0.2666
D(INF)	-0.496	0.08783	-0.56416	0.5800
MSS	-2.02	1.7689	-0.11478	0.0091
D(OPN)	7.153	105.665	0.06783	0.0406
FDI	-0.0028	0.00026	-1.07888	0.0068
D(EX)	-0.0096	0.04232	-0.22777	0.0089
D(IM)	0.14955	0.06295	2.27774	0.0359
R	0.05356	0.05801	0.923214	0.3688
U(-1)	-0.8995	0.369299	-2.435846	0.0262
R <sup>2</sup>	0.5113	-----	-----	-----
F	2.2235	-----	-----	0.0027
D.W	1.2869	-----	-----	-----
LM	0.086	-----	-----	-----
Breuch-Pagan	0.621	-----	-----	-----
Jarque-Bera	0.00	-----	-----	-----

المصدر : نتائج تحليل برنامج Eviews

D تعني الفروق الأولى (المشتقة الأولى)

## هـ- اختبار السببية باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ

لتحديد العلاقة السببية واتجاهها في الأجل القصير يتطلب إدخال اختبار سببية جرانجر في نموذج تصحيح الخطأ لمعرفة اتجاه العلاقة بين سعر صرف الجنيه المصري والمتغيرات التفسيرية التي ثبت لها وجود علاقة تكامل مشترك بينهم . والجدول رقم (٥) يوضح نتائج اختبار السببية المبني علي نموذج متجه تصحيح الخطأ .

الجدول رقم (٥)

نتائج اختبار السببية المبني على نموذج متجه تصحيح الخطأ

Dependent Variable :ER				Dependent Variable :EX			
Excluded	Chi-sq	df	Prob	Excluded	Chi - sq	df	Prob
EX	45.572	2	0.0000	ER	0.10141	2	0.9506
IM	11.091	2	0.0039	IM	0.75593	2	0.6853
INF	3.5777	2	0.1672	INF	1.31619	2	0.5178
MSS	9.5159	2	0.0086	MSS	7.78244	2	0.0204
OPN	1.5510	2	0.0460	OPN	6.13723	2	0.0465
R	3.2869	2	0.1933	R	5.64574	2	0.0594
ALL	289.032	12	0.000	ALL	45.9832	12	0.0000
Dependent Variable : IM				Dependent Variable : INF			
Excluded	Chi - sq	df	Prob	Excluded	Chi - sq	df	Prob
ER	0.3496	2	0.8396	ER	1.7973	2	0.4071
EX	0.4607	2	0.7943	EX	0.1316	2	0.9363
INF	1.6526	2	0.4377	IM	0.3217	2	0.8514
MSS	7.3710	2	0.0251	MSS	0.2002	2	0.9048
OPN	4.4027	2	0.1106	OPN	0.3325	2	0.8468
R	2.8572	2	0.2396	R	0.0189	2	0.9905
ALL	29.9616	12	0.0028	ALL	11.5640	12	0.4813

المصدر : نتائج تحليل برنامج Eview

تابع جدول رقم (٥)

نتائج اختبار السببية المبني علي نموذج متجه تصحيح الخطأ

Dependent Variable : MSS				Dependent Variable : OPN			
Excluded	Chi - sq	df	Prob	Excluded	Chi - sq	df	Prob
ER	5.48623	2	0.0064	ER	0.81130	2	0.6665
EX	65.9663	2	0.0000	EX	3.05814	2	0.2167
IM	25.6822	2	0.0000	IM	0.91947	2	0.6315
INF	6.79711	2	0.0334	INF	0.53309	2	0.7660
OPN	5.03896	2	0.0805	MSS	0.84482	2	0.6555
R	0.18436	2	0.9119	R	1.32773	2	0.5149
ALL	353.520	12	0.0000	ALL	23.22533	12	0.5149
Dependent Variable : R				Dependent Variable : FID			
Excluded	Chi - sq	df	Prob	Excluded	Chi - sq	df	Prob
ER	0.30665	2	0.8578	ER	43.0976	2	0.9864
EX	1.96414	2	0.3779	EX	4.07654	2	0.9321
IM	2.17429	2	0.3372	IM	5.98234	2	0.0543
INF	1.34175	2	0.5113	INF	7.0957	2	0.4329
MSS	1.97785	2	0.3720	MSS	3.87109	2	0.0823
OPN	5.06368	2	0.0795	OPN	31.8761	2	0.6543
ALL	25.1524	12	0.0141	ALL	52.9865	12	0.0432

المصدر : نتائج تحليل برنامج Eviews

- يتضح من الجدول السابق ما يلي :

- أن هناك علاقة سببية تبادلية بين سعر الصرف وعرض النقود ، بما يعني أن سعر الصرف يؤثر في عرض النقود ويتأثر به .
- هناك علاقة سببية احادية بين سعر الصرف والصادرات ، حيث تؤثر الصادرات في سعر الصرف .
- هناك علاقة سببية احادية بين سعر الصرف والواردات ، حيث تؤثر الواردات في سعر الصرف .
- هناك علاقة سببية احادية بين سعر الصرف والانفتاح الاقتصادي ، حيث يؤثر الانفتاح الاقتصادي في سعر الصرف .

- هناك علاقة سببية تبادلية بين عرض النقود والصادرات وكذلك بين عرض النقود والواردات .

- هناك علاقة سببية احادية بين الصادرات والانفتاح الاقتصادي , وبين عرض النقود ومعدل التضخم .

و- **تحليل دالة الإستجابة للنضبة:** تستخدم دوال استجابة النضبة لتتبع المسارات الزمنية للصددمات المختلفة والمفاجئة التي تتعرض لها المتغيرات الداخلة في نموذج (VER) , حيث تعكس هذه الدالة كيفية استجابة هذه المتغيرات لتلك الصدمات وتساعد أيضاً علي توضيح استجابة متغير لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في نفس المتغير أو متغير آخر من متغيرات النموذج . والجدول التالي رقم (٦) يوضح تقديرات استجابات الصدمة لسعر الصرف خلال مدى زمني يتراوح من سنة إلي عشر سنوات. ويتضح من الجدول التالي ما يلي :

- أن سعر الصرف قد تأثر بالصددمات المحلية والخارجية في الأجلين القصير والطويل , ففي الأجل القصير كان أثر كافة المتغيرات التفسيرية متذبذب بين الموجب والسالب علي طول الخط في كل سنة من سنوات الفترة الزمنية في الجدول , أما في الأجل الطويل ( بعد ١٠٠ سنة) , فقد كان أثر كافة المتغيرات علي سعر الصرف موجباً مؤكداً علي وجود العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة التي أظهرتها نتائج اختبار التكامل المشترك السابق .

## الجدول رقم (٦)

## نتائج تقديرات استجابات الصدمة لسعر صرف الجنيه المصري

الفترة الزمنية	المتغيرات						
	ER	Ex	IM	INF	MSS	OPN	R
1	0.43773	0.00000	0.00000	0.000	0.000	0.00000	0.00000
2	0.83994	0.80820	-0.07944	-0.112	-0.036	0.06799	-0.0204
3	0.03427	-0.56806	-0.76554	-0.0605	0.147	-0.16216	0.197
4	0.57731	0.91204	-0.07037	-0.264	0.231	0.20838	-0.078
5	-2.01401	-3.08370	-0.51662	0.271	0.1209	-0.3442	0.130
6	2.25236	4.44655	2.21242	-0.3883	-0.486	1.02923	-1.075
7	-4.17383	-7.27502	-1.45531	1.0815	-0.368	-1.3331	0.5986
8	9.33876	16.0051	4.12514	-1.7497	-0.422	2.6198	-1.848
9	-16.3741	-28.4627	-9.04612	3.0580	1.528	-5.3429	4.19
10	26.7822	48.2293	14.4197	-5.8012	-0.237	9.06462	-6.16
1 - 100	27.45E+	7654.90	2349876	9876.6	12329	87090.76	234.96

المصدر : نتائج تحليل برنامج Eviews

## ي - نتائج تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)

لأن المعامل الواحد في متجه الانحدار الذاتي المقدر يصعب تفسيره في معظم الأحيان بشكل فردي ، لذلك نستخدم نتائج هذا الاختبار لتقدير ما يسمى بمكونات التباين (Variance Decomposition) ، من أجل التعرف علي مقدار التباين في التنبؤ للمتغير التابع (ER) المحدد في نموذج الدراسة ، والذي يعود إلي خطأ التنبؤ في المتغيرات المستقلة ، ومقدار التباين الذي يعود للمتغير نفسه ، وإحدى الطرق المستخدمة في هذا الجانب هي تجزئة كلوسكي (Choleski Decomposition) ، والتي تفترض هيكلًا تراجعياً للنظام ، وتفترض هذه الطريقة ترتيباً معيناً للمتغيرات بحيث أن أي متغير يتأثر بشكل متزامن بالصدمة للمتغيرات التي تسبقه في

الترتيب فقط , لذلك فإن نتائج التحليل تكون حساسة لطريقة ترتيب المتغيرات , وسنقترح في هذه الدراسة الترتيب التالي للمتغيرات في النموذج بحيث تعكس الفروض الأساسية للدراسة.

ER→MSS→R→INF→EX→IM→FDI→OPN

ويعرض الجدول التالي رقم (٧) نتيجة تجزئة التباين لخطأ التنبؤ الخاص بسعر صرف الجنية المصري لعشر فترات إلي الأمام , حيث يعرض كل عمود نسبة إسهام المتغير المستقل في تفسير خطأ التنبؤ لسعر الصرف . ويتضح من الجدول ما يلي

- أن العلامة (\*) الموجودة بجانب القيم المقدرة لنسبة تباين خطأ التنبؤ المفسر بواسطة كل متغير كانت تساوي علي الأقل ضعف الخطأ المعياري المقدر , مما يدل علي وجود المعنوية الإحصائية لهذه القيم . - تسهم الصدمات في سعر صرف الجنية المصري في تفسير التباين في خطأ التنبؤ لسعر الصرف ذاتها بنسبة (57.29%) في الأجل القصير (فترة توقع واحدة في المستقبل) , ثم تتراجع إلي أدنى مستوى لها لتصل إلي (18.66%) في فترة تنبؤ ثمانية سنوات , وعليه فإن الصدمات في سعر الصرف ذاتها تفسر التباين في الخطأ في الأجل القصير بشكل أكبر منها في الأجل الطويل .

- الأهمية النسبية لصدمة العرض النقدي (MSS) في تفسير التغير في سعر الصرف بلغت (19.69%) , ثم أخذت تتزايد إلي أن وصلت إلي (31.89%) في نهاية الفترة الزمنية . وتأتي في المرتبة الثانية بعد حجم الصادرات , الذي يأتي في المرتبة الأولى لتفسير التغير في سعر الصرف . ثم يأتي في المرتبة الثالثة حجم الاحتياطيات الدولية من النقد الأجنبي . ثم معدل التضخم في المرتبة الرابعة .

- تناقص المساهمة النسبية لكل من (الواردات والاستثمار الأجنبي المباشر والانفتاح الاقتصادي) في تفسير التغير الحادث في سعر الصرف , ويؤكد ذلك عدم المعنوية الإحصائية للقيم المقدرة لنسبة تباين خطأ التنبؤ بواسطة كل من (IM,FDI.OPN) خلال نفس الفترة .



- بلغت الأهمية النسبية للسياسة النقدية في تفسير التغير الحادث في سعر الصرف حوالي (27.50%) في الأجل القصير (فترة توقع واحدة في المستقبل) ثم تتزايد إلي أن تصل إلي (40%) تقريباً في الأجل الطويل . وهو ما يدعم فرضية الدراسة التي تشير إلي وجود تأثير إيجابي للسياسة للنقدي في تحقيق استقرار سعر الصرف .

### الجدول رقم (٧)

#### نتائج تحليل مكونات التباين للنموذج الدراسة

OPN	FDI	IM	EX	INF	R	MSS	ER	الخطأ المعياري	الفترة الزمنية
0.0000 0	0.0000	0.000 0	0.0000	0.0000	0.000 0	0.0000	100.00 *	0.4758	1
0.1252 9	0.1242	0.778 3	14.780 *	0.123*	7.081 *	19.699 *	57.286 *	1.2875	2
0.0982 4	0.8826	6.153 *	24.034 *	0.2923 *	5.543 *	17.220 *	45.774 *	1.4543	3
0.0498 8	2.2886	3.113 3	26.161 *	1.020*	10.38 *	15.337 *	41.642 *	2.0447	4
0.1414 2	0.8108 5	1.121 5	28.227 *	0.9402 *	8.178 *	35.479 *	25.100 *	3.7285	5
0.0815 1	1.6982 4	1.433 6	39.085 *	2.9193	5.650 0	31.712 *	17.419 *	5.0905	6
0.0823 5	1.5067 9	0.407 0	32.711 *	2.0751	8.969 2	29.420 *	24.827 *	9.5739	7
0.8794 8	0.9974 8	0.449 0	36.600 *	2.0890	6.498 6	34.614 *	18.662	16.135 5	8
0.0658 9	1.4648 6	0.362 0	37.808 2	2.4290	6.522 7	31.425 3	19.921	26.962 2	9
0.0725 5	1.3246	0.249 4	36.695 4	2.1274	7.140 5	31.896 6	20.503 9	47.422 5	10

المصدر: نتائج تحليل برنامج Eview

### النتائج والتوصيات

#### أولاً: النتائج

يعتبر سعر الصرف من الموضوعات الهامة والتي خضعت لتطورات هامة في الفكر الاقتصادي , وتتبع أهمية سعر الصرف من أنه يمثل القيمة النسبية للعملة المختلفة بين شعوب ومناطق العالم , حيث إنه يعتبر الجسر الذي يربط بين الدول

بعضها البعض , كما يؤدي سعر الصرف دوراً بارزاً في السياسة النقدية , بسبب استخدامه كهدف أو كأداة أو ببساطة كمؤشر علي تنافسية الدول من خلال تأثيره علي مكونات النمو الاقتصادي مثل الاستثمار , ودرجة الانفتاح علي التجارة الدولية . لذا كان الهدف الأساسي لهذه الدراسة , وهو محاولة التعرف علي طبيعة سعر الصرف , لذا تناولنا في المبحث الأول مفهوم السياسة النقدية وأهم أدواتها وأهم أهدافها , كما قمنا في المبحث الثاني بالتعرض للإطار النظري لسعر الصرف وتجربة مصر في مجال الصرف خلال الفترة من (١٩٩٠-٢٠١٧) , ثم تعرضنا في المبحث الثالث للقياس أثر السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي وذلك من خلال نموذجين , الأول نموذج التعديل الجزئي لسعر الصرف , والثاني نموذج متجه تصحيح الخطأ .

#### وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

##### ١- من خلال نموذج التعديل الجزئي

- أن قيمة معامل التعديل تشير إلي أن (13.5%) من الفجوة بين سعر الصرف الفعلي وسعر الصرف المرغوب سيتم تغطيتها في السنة الأولى . وهي قيمة منخفضة جداً, هو ما يشير إلي وجود عقبات هيكلية عديدة ومشاكل اقتصادية تحول دون جعل سعر الصرف الفعلي علي مسار سعر الصرف المرغوب ( وهو ما يؤكد الوضع الحالي لسعر الصرف الجنيه المصري امام الدولار) , كما أن هذه القيمة تشير أيضاً إلي أن (b<sub>1</sub>) صغيرة بالمقارنة مع (b<sub>2</sub>) , بمعنى أن تكاليف تعديل اختلال توازن سعر صرف الجنية مقابل الدولار أقل بكثير من تكاليف الفعلي لسعر الصرف .

- وعلي ضوء هذه القيمة لمعامل التعديل , فإن عدد السنوات التي يستغرقها تغطية (85%) من الفجوة بين سعر الصرف الفعلي وسعر الصرف المرغوب هي : ١٣ سنة ونصف .

- أن سعر الخصم هو المتغير الأساسي الذي يسبب تدهور سعر صرف الجنيه أمام الدولار في الأجل الطويل , فإذا تغير سعر الخصم بنسبة (10%) فإن سعر الصرف يتغير في نفس الاتجاه وبنسبة (28.88%) , وهذا يوضح أن استمرار ارتفاع سعر الخصم يزيد من تدهور القوة الشرائية للجنيه المصري أمام الدولار . وبالتالي يزيد الأثر السلبي لسعر الخصم , ويلي ذلك متغير الأرصدة النقدية بالمفهوم الضيق ,حيث بلغت مرونة سعر الصرف في الأجل الطويل بالنسبة للأرصدة النقدية (7.2%) وهي نسبة مرتفعة , تعني أن استمرار ضخ كميات من النقد للتداول قد ساهم بشكل كبير في تدهور سعر صرف الحنيه , ويصبح مرناً في الأجل الطويل , لذا تلعب الأرصدة النقدية دوراً مهماً في تفسير ذلك التدهور .

- خلال القيمة المقدرة للمرونة الذاتية لسعر الصرف وهي قيمة موجبة , وأقل من الواحد , فإن النموذج يستوفي شرط استقرار التوازن , بافتراض ثبات العوامل الأخرى المؤثرة علي سعر الصرف .

## ٢- من خلال متجه تصحيح الخطأ

- أن المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة توجد بينها علاقة طويلة الأجل , وبالتالي فإن هذه المتغيرات الاقتصادية تحدث بها مواءمة لإزالة أية انحرافات في الأجل القصير من أجل الوصول للعلاقة التوازنية طويلة الأجل .

-أظهرت النتائج معنوية متغيرات الدراسة وتوافقها مع النظرية الاقتصادية باستثناء ( معدل التضخم , الاحتياطيّات النقدية), وبالتالي يمكن القول أن هناك علاقة ديناميكية في الأجل القصير بين سعر الصرف وكل من(عرض النقود ,الصادرات ,الواردات ,الاستثمار الأجنبي المباشر ,الانفتاح الاقتصادي)

-أن معامل التكيف (u) معنوي وذو إشارة سالبة ,وهذا يعني وجود علاقة ديناميكية في الأجل الطويل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع , وبلغت قيمة معامل

التكيف (-0.899) وهذا يعني أن الابتعاد عن التوازن في الأجل الطويل يصحح كل سنة بمقدار (90%) , وأن القيمة السالبة تعني التراجع إلي القيمة التوازنية . -- توجد علاقة عكسية معنوية في الأجل القصير بين عرض النقود وسعر الصرف ,والتي تعني أن كل تغير في عرض النقود بنسبة (10%) يترتب عليه تغير في سعر الصرف بنسبة (20%) في الاتجاه المعاكس ,وهو ما يؤكد علي التأثير الإيجابي للسياسة النقدية في تحقيق الاستقرار في سعر صرف الجنيه. - أن هناك علاقة سببية تبادلية بين سعر الصرف وعرض النقود , بما يعنى أن سعر الصرف يؤثر في عرض النقود ويتأثر به .

- أن سعر الصرف قد تأثر بالصدمات المحلية والخارجية في الأجلين القصير والطويل , ففي الأجل القصير كان أثر كافة المتغيرات التفسيرية متذبذب بين الموجب والسالب علي طول الخط في كل سنة من سنوات الفترة الزمنية في الجدول , أما في الأجل الطويل ( بعد ١٠٠ سنة) , فقد كان أثر كافة المتغيرات علي سعر الصرف موجباً مؤكداً علي وجود العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة التي أظهرتها نتائج اختبار التكامل المشترك السابق .

- بلغت الأهمية النسبية للسياسة النقدية في تفسير التغير الحادث في سعر الصرف حوالي (27.50%) في الأجل القصير (فترة توقع واحدة في المستقبل ) ثم تتزايد إلي أن تصل إلي (40%) تقريباً في الأجل الطويل . وهو ما يدعم فرضية الدراسة التي تشير إلي وجود تأثير إيجابي للسياسة للنقدي في تحقيق استقرار سعر الصرف .

### ثانياً : التوصيات :

-لابد من تدخل السلطة النقدية بقوة لتحقيق الاستقرار في سوق الصرف الأجنبي , وهذا التدخل يكون من خلال استراتيجية قصيرة وطويلة الأجل , تأخذ في الاعتبار الظروف الاقتصادية السائدة في الوقت الحالي , ففي الأجل القصير لابد من منع

- كافة أشكال المضاربات المحتملة للعملة المحلية , أما في الأجل الطويل فلا بد من تعامل تلك الاستراتيجية مع العمليات المحتملة للإصلاح الهيكلي للاقتصاد المصري
- وضع استراتيجية تموية تشمل مختلف القطاعات الاقتصادية , بما يضمن إيجاد معالجات جديّة تعيد التوازن إلي هيكل الاقتصاد المصري , وتنوع مصادره ومداخله , وتحوله إلي اقتصاد متنوع في مقوماته الهيكلية .
- أن تحقيق الاستقرار النقدي يتحقق من خلال السيطرة علي المعروض النقدي , والعمل علي ضبط وتائر نمو الإنفاق غير المنتج للسيطرة علي معدلات المرتفعة للتضخم , ولأن السياسة النقدية غير قادرة لوحدها علي حل مشكلة التضخم . وأن كان لها دوراً كبيراً في المعالجة , فلا بد من التوصية بالتنسيق بين السياسة المالية والسياسة النقدية .
- زيادة الاحتياطات الدولية من النقد الأجنبي والحد من العجز في الميزان التجاري والموازنة العامة للدولة وترشيد الإنفاق الحكومي .
- اتخاذ الإجراءات التي تهدف إلي زيادة الصادرات وتحد من الواردات وتشجع علي تدفقات رؤوس الأموال وتزيد تدفقات تحويلات العاملين بالخارج بما يهدف إلي زيادة إيرادات النقد الأجنبي , ومن ثم , تحد من عجز ميزان المدفوعات , وبالتالي من تدهور قيمة العملة الوطنية .
- العمل علي القضاء علي السوق السوداء للصرف , وهذا عن طريق توفير مكاتب الصيرفة لتحقيق الأمان وتعمل علي استيعاب كتلة نقدية ضخمة تتداول في الأسواق غير الرسمية .
- العمل علي مواصلة الإصلاح ودعم الاستقرار الاقتصادي الكلي واستدامة النمو الاقتصادي .
- ضرورة التنسيق بين البنك المركزي كجهة مسؤولة عن تنفيذ أهداف السياسة النقدية وباقي الجهات الحكومية المسؤولة عن رسم السياسة الاقتصادية العامة للدولة

والاتفاق علي الأهداف الاقتصادية مثل استقرار سعر الصرف ومعدل التضخم وتحديد المدى الزمني للتنفيذ وإيجاد أسلوب لضمان فعالية التطبيق ومتابعة التنفيذ.

- عدم الاستمرارية في نظام التخفيض في سعر الصرف لأنه يؤدي إلي الاختلال في ميزان المدفوعات.

- العمل علي تعزيز استقلالية البنك المركزي ليمارس مهامه بصورة أكثر فاعلية .

### قائمة المراجع :

#### أولاً: المراجع العربية :

- الجميل , سرمد كوكب (٢٠٠١) , "الاتجاهات الحديثة في مالية العمال", دارو مكتبة الحامد للنشر , عمان , الاردن .
- الحسيني , عرقان تقي (١٩٩٩) , "التمويل الدولي", مجدلاوي , عمان .
- السيد , السيد متولي (٢٠٠٩) , "دراسة تحليلية لاختبار ضرورة تحول السياسة النقدية من استهداف المجموع النقدي إلي استهداف التضخم في مصر خلال الفترة (١٩٩١ : ٢٠٠٤)", المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية , العدد الثالث .
- الطاهر , لطرش (٢٠٠٧) , "تقنيات البنوك", الطبعة السادسة , ديوان المطبوعات الجامعية , الجزائر .
- الموساوي , ضياء مجيد (١٩٩٣) , "الاقتصاد النقدي , أنظم - نظريات - سياسات - مؤسسات مالية", دار الفكر , الجزائر .
- الناقة , أحمد أبو الفتوح (١٩٩٩) , "المدخل الكمي لآلية تأثير السياسة النقدية وقنوات التأثير المقترحة : تقييم ونقد", مجلة آفاق جديدة , كلية التجارة , جامعة المنوفية , العدد الثالث .
- (٢٠٠٤) , "قياس أثر المستوى العام للأسعار والأرصدة الحقيقية علي سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي في ضوء المسلمات الأساسية للاقتصاد الإسلامي", المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي , جامعة أم القرى .

- اليوسف , نورة عبد الرحمن (٢٠٠٤) , " تعادل أسعار الفائدة بين الدول الصناعية الكبرى ودول مجلس التعاون الخليجي " , مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية , المجلد العشرون , العدد الأول .
- الأسرج , حسين عبد المطلب (٢٠٠٥) , "تحليل أداء السياسة النقدية في مصر خلال الفترة(١٩٩٧-٢٠٠٤) " ,مجلة اقتصاديات شمال افريقيا , العدد الخامس .
- بوردو, مايكل (٢٠٠٢) , "المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف " , مؤتمر نظموسياسات سعر الصرف , معهد السياسات الاقتصادية , صندوق النقد العربي .
- حامد , رشا سعيد (٢٠١١) , " السياسة النقدية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي : دراسة تحليلية مقارنة مع الإشارة لمصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠٠٩) " ,رسالة دكتوراه , كلية التجارة , جامعة حلوان .
- حرب , ريهام طلعت (٢٠٠٧) , " سعر صرف الجنيه المصري وأثره علي الميزان التجاري الزراعي خلال الفترة من ١٩٩٦-٢٠٠٥ " , رسالة ماجستير , كلية التجارة , جامعة عين شمس .
- خضير , ليلي بديوي(٢٠٠٩) , " تحركات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة في الدول العربية مختارة للمدة (١٩٨٤ - ٢٠٠٦) " , رسالة ماجستير , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة الكوفة .
- خليل , سامي (١٩٩٤) , " نظريات الاقتصاد الكلي الحديثة " ,الكتاب الثاني , مطابع الأهرام ,القاهرة .
- صقر , أحمد صقر (١٩٨٣) , "النظرية الاقتصادية الكلية " وكالة المطبوعات , الكويت .
- عباس , محمود بخيت شوكي (٢٠١٤) , " أثر تغيرات سعر الصرف علي معدل التضخم في مصر في الفترة (١٩٩١ - ٢٠١٠) " , رسالة ماجستير و كلية التجارة , جامعة سوهاج .

- عبد الحميد , مصطفى عبد الرؤف (٢٠٠٢) , " السياسة النقدية في ظل نظم الصرف المختلفة بالدول النامية " , *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة* , جامعة عين شمس , العدد الثاني , أبريل.
- عبد الخالق , جوده (١٩٩٩) , " إصلاح اقتصادي أم مرض هولندي " , *المؤتمر العلمي الرابع للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية* , الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية , القاهرة .
- عبد العال , ونيس فرج (٢٠٠٣) , " أثر الأسواق المالية علي الاستقرار الاقتصادي " , *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية* , كلية التجارة وإدارة الأعمال , جامعة حلوان .
- عبد العزيز , خيرية عبد الفتاح (١٩٩٥) , " علاقة نظام سعر الصرف بنسب الاكتفاء الذاتي من أهم السلع الغذائية في مصر " , رسالة دكتوراه , كلية التجارة , جامعة الزقازيق .
- عبد القادر , مراد (٢٠١١) , " دراسة أثر التغيرات النقدية علي سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (١٩٧٤-٢٠٠٣) " , رسالة ماجستير , كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير , جامعة قاصدي مباح - ورفلة .
- عزت , أحمد محمد (٢٠٠٦) , " ربط سعر صرف الجنيه المصري بسلة للعملات وأثره علي أداء الصادرات : دراسة قياسية " , رسالة ماجستير , كلية الاقتصاد والعلوم السياسية , جامعة القاهرة .
- عيسي , راضي السيد عبد الجواد (٢٠٠٩) , " فعالية السياسة النقدية علي أداء الاقتصاد المصري في الفترة (١٩٩١-٢٠٠٤) " , رسالة دكتوراه , كلية التجارة , جامعة سوهاج .
- محي الدين , محمود , كجوك , أحمد (٢٠٠٢) , " سياسة سعر الصرف في مصر " , *مؤتمر نظم وسياسات سعر الصرف* , معهد السياسات الاقتصادية , صندوق النقد العربي .



- مروان , محمد كامل (١٩٩٧) , " فعالية السياسة النقدية والائتمانية : دراسة تطبيقية لتقييم أثر السياسة النقدية علي بنوك الاستثمار والأعمال " , *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة* , كلية التجارة , جامعة عين شمس .
- معنوق , سهير محمود (١٩٩١) , " تحرير سعر الفائدة وأثاره المحتملة في جمهورية مصر العربية " , *المؤتمر العلمي السنوي السادس عشر للاقتصاديين المصريين* , الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع .
- منصور, علي حافظ (٢٠٠٣) , " اقتصاديات النقود والبنوك " , دار النهضة العربية , القاهرة.

#### ثانياً : المراجع الأجنبية :

- Dickey, D. A. and Fuller, W. A. (1981), "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive time Series with a Unit Root, **Econometrical**, 49.
- Engle, R. F. and Granger, C.W. (1987), "Co Integration and Error Representation Estimation and Testing, **Econometrical**, 55.
- Hall, D. Anderson, H. M. Granger, C.W. J. (1994), "A Co Integration Analysis of Treasury Bill Yield, **Review of Economics and Statistics**, 74.
- IMF (1999) , " **Exchange rate arrangements & convertibility Development & Issues** " .
- Kanbur , Hammond Gih Ravi & Prasad (2009) ,"**Monetary policy frameworks for emerging markets** " , book .
- Kmenta ,J (1986) , " Elements of econometrics " , 2<sup>nd</sup> Edit ,Macmillan Publishing CO .
- Loizos, K. and Thopmson, J. (2001), "The Demand for Money in Greece: 1962 to 1998", <http://www.users.hol.gr/ianlos/the demand for money in Greece 1962-1998.pdf>.

- Phillips, P.C.B. (1986), "Understanding Spurious Regression in Econometrics", **Journal of Econometric**, Vol.33.