

سياسة سعر الصرف الأجنبي والنمو الاقتصادى فى مصر (خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٩)

حجازى عبد الحميد الجزار*

المقدمة:-

تعد سياسة سعر الصرف الأجنبي أحد أدوات السياسة النقدية الهامة التي تستخدمها السلطات النقدية لمعالجة الكثير من المشاكل الكلية فى الاقتصاد. وسياسة سعر الصرف الأجنبي الفعالة تساهم بشكل كبير فى تصحيح الإختلال الهيكلى وتهيئة البيئة للنمو الاقتصادى السريع وخلق فرص العمل فى قطاعات الاقتصاد. وبالإضافة إلى ذلك تسهم هذه السياسة - مع غيرها من السياسات المالية والنقدية - فى السيطرة على معدلات التضخم وخلق التوازن النقدى بين العرض والطلب فى الاقتصاد.

وفى نفس السياق، تؤكد الممارسة الحالية للنظم النقدية الحديثة أن سياسة تعويم سعر الصرف تمنح السلطات النقدية للعملة المعمومة، مساحة وإستقلالية أكبر لتوظيف السياسة النقدية طبقا لطبيعة أداء وظروف الاقتصاد الوطنى، ومن الطبيعى أن ينعكس ذلك على تطور أداء الاقتصاد الكلى من حيث الإستقرار والنمو حول المعدل الطبيعى له. بالإضافة إلى أن، هذه السياسة تنتج مجموعة من الآثار الإيجابية التى تنعكس على آلية وسرعة تصحيح الإختلالات الناجمة عن الصدمات الخارجية والداخلية، والتخفيف من مشكلة السيولة، وذلك لعدم حاجة الدول لإحتياطي نقد أجنبي للدفاع عن سعر عملتها بإعتبار أن ذلك السعر هو سعر السوق، وبذلك يمثل السعر الأمثل، ولا حاجة للدفاع عنه.

وبالرغم من أهمية هذه السياسة ودورها الحاسم كما سبق القول إلا أن هذه الأهمية وفعاليتها تتوقفان على كيفية إستخدام هذه السياسة وحزمة السياسات الأخرى ذات الإرتباط الإيجابى والسلبى بها.

هذا من جانب، ومن جانب آخر، تشير التجربة التاريخية للنظم النقدية أن سياسة سعر الصرف الثابت كانت أحد أسباب الإنهيارات التى تعرضت لها أنظمة النقد الدولية، وبصفة أساسية مع إزدياد معدلات وإرتفاع حركة رؤوس الأموال فيما بين الأسواق العالمية. وفيما بين هذين الإتجاهين، تسعى هذه الدراسة إلى الإفصاح عن أداء الاقتصاد المصرى قبل وبعد تبني سياسة تعويم سعر صرف الجنيه المصرى

*د.حجازى عبد الحميد الجزار: مدرس بمعهد التخطيط القومى.

مع التركيز على عدد من المؤشرات الاقتصادية التي يفترض أن تتأثر إيجاباً أو سلباً بهذا النوع من التغيير في سياسة سعر الصرف. ومن ناحية أخرى، فإن الدراسة تهدف إلى التعرف على ماهية سعر الصرف الحالية، وهل يمثل المعدل الحالي لسعر صرف الجنيه المصري، سعر صرف توازن حقيقي أم أن الواقع يحتاج إلى مراجعة؟

ومن أجل ذلك تنقسم هذه الدراسة إلى أربعة مباحث، وهي:

المبحث الأول: تعريف وتحديد مفهوم سعر الصرف

المبحث الثاني: نظم وسياسات سعر الصرف بين الثبوت والتحرير

المبحث الثالث: سياسة سعر الصرف الأجنبي والتوازن الكلي في مصر

المبحث الرابع: سعر الصرف التوازني للاقتصاد المصري بين الواقع والنظرية.

المبحث الأول: تعريف وتحديد مفهوم سعر الصرف

أولاً: تعريف وتحديد مفهوم سعر الصرف وقياسه:

مفهوم سعر الصرف بصفة عامة أنه مؤشر يحدد قيمة تبادل الوحدة من العملة المحلية مع عدد من العملات الأجنبية في سوق النقد الأجنبي خلال فترة محددة^١.

وبناءً على ذلك تتعدد مفاهيم سعر الصرف، فيوجد ما يسمى بسعر الصرف الاسمي، ويوجد ما يسمى بسعر الصرف الحقيقي. ويعرف سعر الصرف الاسمي على أنه سعر عملة محلية بدلالة عدد من وحدات عملة أجنبية، في لحظة زمنية محددة، أو هو بمعنى آخر، عدد الوحدات من النقد المحلي التي من الممكن أن يتم مبادلتها بوحدة واحدة من (العملة) النقد الأجنبي. وسعر الصرف الاسمي في هذه الحالة هو سعر العملة الجارى، ومن ثم فإنه لا يأخذ بعين الاعتبار قوة العملة الشرائية من سلع وخدمات. ويتحدد سعر الصرف الاسمي للعملة تبعاً لقوى الطلب والعرض عليها في سوق الصرف في وقت ما. وهذا السعر يتوقع أن يتغير يومياً إيجاباً وسلباً (ارتفاعاً،

وإنخفاضاً) وتسمى هذه التغيرات تحسناً في حالة الإيجاب وسلباً في حالة التدهور. وسعر الصرف الاسمي يربط بين الاقتصاد الحر وباقي اقتصادات العالم من خلال محددات التكاليف والأسعار الخاصة بكل اقتصاد وبذلك يقوم بتسهيل المعاملات الدولية من خلال ثلاثة أسواق وهي سوق الأصول وسوق السلع وسوق عوامل الإنتاج. ويتم قياس سعر الصرف الاسمي للعملة المحلية باستخدام هذه المعادلة: $2E$

$P^*/P =$ حيث (P^*) مستوى الأسعار في البلد الأجنبي. و (P) مستوى الأسعار في الاقتصاد المحلي^٢، وفي الواقع، لا نهتم كثيراً بمستوى سعر الصرف الاسمي للعملة

المحلية، بقدر إهتمامنا بما يحتويه هذا المستوى من قوة شرائية (أى بقدرته على اقتناء كمية محددة من السلع والخدمات فى الاقتصاد)، وهو ما يعرف بسعر الصرف الحقيقى. ومن هنا يعرف سعر الصرف الحقيقى، بأنه سعر الصرف الناتج عن المزج بين سعر الصرف الأسمى وسعر السلع والخدمات فى الاقتصاد المعنى، أى أنه عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية وبالتالي يقيس القدرة على المنافسة وتحديد فرص التصدير والاستيراد.

سعر الصرف الحقيقى:

كما ذكرنا سابقا فإن سعر الصرف الحقيقى للعملة المحلية، هو السعر أو المعدل الذى يعبر عن نفسه بما يحتويه من قوة شرائية (أى بقدرته على اقتناء كمية محددة من السلع والخدمات فى الاقتصاد). ولذلك يتم التعبير عن سعر الصرف الحقيقى بالسعر الناتج عن المزج بين سعر الصرف الأسمى وسعر السلع والخدمات فى الاقتصاد المعنى. ومن هنا لنفرض أن مستوى الأسعار العام (يعبر عنه بالرقم القياسى للأسعار) فى الاقتصاد المحلى هو (P) وفى الاقتصاد الأجنبى هو (P*) وأن (e) هو سعر الصرف الإسمى المتداول لدى البنك المركزى فإن سعر الصرف الحقيقى للاقتصاد المحلى يكون كما يلى¹:

$$\varepsilon = e P^*/P$$

حيث ε يعكس الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية.

قياس سعر الصرف الحقيقى: (Real Exchange Rate RER)

فى الواقع، تتعدد طرق قياس سعر الصرف الحقيقى بتعدد المقاييس المستخدمة فمن ناحية يمكن استخدام الطريقة الأكثر تبسيطا بالأعتماد على مؤشرات اسعار الإستهلاك. ومن ناحية أخرى يمكن استخدام معيار ثانى يعتمد على قيمة الأجور النسبية المحسوبة بالدولار. وهذا المقياس مفيد فى تقادى مشكلة المؤشرات النسبية التى تتغير من دولة لأخرى.

وبالإضافة إلى هذين المعيارين فإنه يمكن استخدام معيار ثالث يعتمد على السعر النسبى، للسلع الداخلة فى التجارة (السلع القابلة للإتجار فيها) إلى السلع غير الداخلة فى التجارة (السلع غير القابلة للإتجار فيها)، وفى هذه الحالة فإن سعر الصرف الحقيقى يتم حسابه باستخدام الصيغة التالية: ($R = E P_t / P_n$) وهى الصيغة الأكثر شيوعا وإستخداماً فى الأدبيات الاقتصادية. وعلى الرغم من هذا الشيعوع وتأكيد

¹ Since $e : £/\$$ then $\varepsilon = (£/P) / (\$/P^*) = (£/\$) * (P^*/P)$, So, $\varepsilon = e^* P^*/P$

(Edwards (1980) على قبول هذه الصيغة، لما تتمتع به من قدرة على قياس درجة تنافسية الدولة فى الأسواق الدولية (على إفتراض ثبات الأسعار الدولية)، بالإضافة إلى ما تتمتع به هذه الصيغة من قدرة على قياس التغير فى الحوافز بين قطاعات الاقتصاد المحلى المختلفة حيث يعبر إرتفاع سعر الصرف الحقيقى عن الإرتفاع النسبى لأسعار السلع الداخلة فى التجارة، وبالتالي يصبح هذا القطاع أكثر ربحية عن باقى القطاعات مما يحفز المستثمرين على زيادة إستثماراتهم فى هذا القطاع حيث يترتب على ذلك تحول للموارد على المستوى الكلى من قطاع السلع غير الداخلة فى التجارة إلى قطاع السلع الداخلة فى التجارة. وعلى الرغم من ذلك فإن Edward (1980) قد رأى أن هذه الصيغة لحساب سعر الصرف الحقيقى تنطوى على مشكلة ضمنية اساسية وهى إهمال مسألة الضرائب على مستوى التجارة الدولية، وهذه المشكلة قد تمنع التغيرات فى سعر الصرف عن التعبير الحقيقى لطبيعة هذه التغيرات.

وبناء على ذلك فقد حاول الباحثون تصحيح الصيغة السابقة بإدخال القيمة الإسمية لسعر الصرف الرسمى الثنائى عليها من خلال المزج بين هذا الأخير والسعر الخارجى (الرقم القياسى للأسعار فى الاقتصاد الخارجى) للسلع الداخلة فى التجارة (P^*t) ، وقسمة ناتج القيمة على (P_n) السعر المحلى للسلع غير الداخلة فى التجارة.

ومن ثم فقد أصبحت الصيغة السابقة تأخذ الشكل التالى: $RER = EP^*t / P_n$ وعلى الرغم من هذا التصحيح، فإن الصعوبة العملية لحساب هذه الأسعار جعلت الكثير من الباحثين والدراسات الاقتصادية الحديثة تميل إلى إستخدام صيغة أكثر ملائمة للواقع فى قياس سعر الصرف ومن ثم التغير فيه وتأخذ هذه الصيغة الشكل التالى: $RER = WPITP / CPI_d$ ، حيث يمثل $(WPITP)$ الرقم القياسى لأسعار الجملة للشركاء التجاريين للدولة، و (CPI_d) ، يمثل الرقم القياسى المحلى لأسعار المستهلكين. وهذه الصيغة تفترض أن الاقتصاد صغير الحجم ومن ثم فالأسعار الدولية تحدد خارج النموذج.

سعر الصرف الحقيقى المتعدد أو الفعال:

نظرا لأن الدول لا تتعامل - على المستوى الخارجى - مع دولة بمفردها وإنما مع مجموعة من الدول أو الاقتصادات فى وقت واحد، فإن سعر الصرف الاسمى والحقيقى الثنائى (لدولتين) لا يصلح فى هذه الحالة لقياس التطورات التى تطرأ على سعر الصرف لإقتصاد ما، فقد يرتفع سعر الصرف الوطنى يوما ما مقابل أحد العملات، على حين ينخفض مقابل عملة أخرى، كما يمكن أن يظل ثابتا مقابل عملة

ثالثة. وفي مثل هذه الحالة، لا نستطيع الحكم - سواء بالإيجاب أو السلب - على الأداء العام للعملة الوطنية. فسر الصرف الثنائي لا يأخذ اتجاه عام مع كل العملات التي يتعامل معها الاقتصاد الوطني، ومن الطبيعي، عندما يتم تخفيض أو رفع قيمة العملة الوطنية أن يتم ذلك مقابل العملات الرئيسية الأخرى ولكن بمعدلات مختلفة. وهكذا، فالعملة الوطنية ربما تخفض بنسبة ٢%، و٤%، و٥% مقابل ثلاث عملات أخرى. ويصبح السؤال هنا، كم هي ضعيفة العملة الوطنية؟ أو بنسبة كم تم تخفيضها في المتوسط؟ والإجابة البسيطة هنا قد تكون بأخذ المتوسط العام لنسب التخفيض الثلاثة. ولكن بالطبع هذه ليست إجابة مناسبة، لأنه يجب التركيز على التغيرات في سعر صرف العملة الوطنية مقابل أسعار صرف الشركاء الرئيسيين للاقتصاد في التجارة بدلا من أخذ كل الشركاء بذات الوزن في الاعتبار. ولذلك فإن سعر الصرف المتعدد الحقيقي يعد المؤشر المناسب لقياس هذه التطورات، وسعر الصرف المتعدد الحقيقي هو مؤشر عام (منسوب لسنة أساس) لمتوسط مرجح لمعدلات سعر الصرف الإسمية أو الحقيقية مقابل عملات شركاء التجارة الرئيسيين^٧.

ومن المناقشة السابقة يمكن أن نخلص إلى أن سعر الصرف الحقيقي الفعال يجب أن يعكس التوزيع الجغرافي للتجارة الوطنية مع العالم الخارجي. وهذا يعني أن سعر الصرف الفعال يجب أن يأخذ في حسابه متوسط أوزان معدلات الصرف الثنائية. وبناء على ذلك فإن الصيغة المستخدمة في هذه الحالة تصبح كما يلي:

$$E_t = \sum_{i=1}^m w_i V_{i,t}$$

حيث w_i تمثل الوزن النسبي للعملة i ، بينما تمثل $V_{i,t}$ معدل التبادل النسبي للعملة i في الزمن t . ويتم حسابه كما يلي:

$$V_{i,t} = \frac{S_{i,t}}{S_{i,0}}$$

وبالطبع معدل التبادل النسبي للعملة i يتم حسابه طبقا للمعادلة السابقة بنسبة معدل

التبادل للعملة i في الزمن t إلى معدل التبادل لنفس العملة في الزمن 0 .

بينما يتم حساب الوزن النسبي للعملة i بمدى مساهمة الدولة صاحبة هذه العملة في التجارة الخارجية للعملة الوطنية محل الدراسة. ولذلك قد يتم حساب الوزن النسبي

بالإعتماد على نسبة المساهمة فى الصادرات أو الواردات أو بمجموع الإثنين معا. والمعدلات التالية تبين طريقة الحساب فى كل حالة من هذه الحالات:

$$w_i = \frac{X_i}{\sum_{i=1}^m X_i} \Rightarrow (1)$$

$$w_i = \frac{M_i}{\sum_{i=1}^m M_i} \Rightarrow (2)$$

$$w_i = \frac{X_i + M_i}{\sum_{i=1}^m X_i + M_i} \Rightarrow (3)$$

وتمثل كل من X_i , M_i قيمة كل من الصادرات الوطنية إلى، والواردات الوطنية من الدولة i .

وتمثل المعادلة (١) الوزن النسبى المرجح بالصادرات لمعدل التبادل الفعال، بينما تمثل المعادلة (٢) الوزن النسبى المرجح بالواردات لمعدل التبادل الفعال، والمعادلة (٣) الوزن النسبى المرجح بجملة التجارة لمعدل التبادل الفعال وللأسباب العملية يميل كثير من الباحثين إلى إستخدام ما يسمى بالأوزان الطبيعية بدلا عن الأوزان الحقيقية w_i^* والتي يتم حسابها بالإعتماد على الوزن النسبى لعملات الشركاء الرئيسيين فى التجارة الوطنية، ويتم حساب الأوزان الطبيعية فى هذه الحالة كما يلي ٨:

$$w_i^* = \frac{w_i}{\sum_{i=1}^m w_i}$$

وهذه المعادلة تعنى أن الأوزان النسبية يتم حسابها بقسمة وزن العملة للشريك التجارى الرئيسى على مجموع هذه الأوزان لشركاء التجارة الرئيسيين.

سعر الصرف الحقيقى التوازنى:

سعر الصرف التوازنى هو السعر الذى يضمن التوازن الاقتصادى الكلى للاقتصاد الوطنى فى ظل معدلات النمو الطبيعية، أى أنه سعر الصرف الذى يسود فى بيئة اقتصادية غير مختلة.

وبناء على ذلك فإن التغيرات الى تحدث بالاقتصاد سواء كانت نقدية (التغير فى سعر الفائدة، ومستوى التضخم، والأجور... الخ) أو حقيقية (فى مستوى الطلب والعرض، وحجم الإنتاج والإستهلاك)، أو ما يسمى بالصدمات الإسمية، والعينية، تؤثر على سعر الصرف الحقيقى وربما تبعده عن مستوى التوازن. وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى حقيقة أن عدم التوافق بين سعر الصرف الحقيقى والتوازنى وسعر الصرف الرسمى يكون له مردود سلبى على الأداء الاقتصادى الكلى للدولة. فعندما يكون هناك سعر صرف فعلى مغالى فيه (اعلى من القيمة الحقيقية له)، يحدث عدم توازن فى الاقتصاد الكلى مع ضعف فى الأداء الاقتصادى. وهذا الخل فى التوازن الكلى يبدو ظاهرا فى ارتفاع معدلات التضخم، وزيادة معدلات البطالة، وارتفاع الأسعار النسبية للصادرات مما يترتب عليه انخفاض القدرة التنافسية للدولة، وإنخفاض القدرة على التصدير، وتدهور وضع الميزان التجارى، ومن ثم تدهور التوازن الخارجى لغير صالح الاقتصاد الوطنى وإستنزاف احتياطات النقد الأجنبى، الأمر الذى ينعكس بالسلب على وضع ميزان المدفوعات^١.

تحديد سعر الصرف الحقيقى التوازنى:

على الرغم من طرح بعض الكتاب فكرة الخيال على مفهوم سعر الصرف التوازنى بسبب إرتباطه بعدد من المتغيرات الاقتصادية التى تؤثر فيه وتتأثر به^{١٠}. فقد صممت العديد من المناهج بهدف تقديم نماذج علمية دقيقة لتقدير هذا المفهوم. ومن أهم هذه المناهج ما يسمى بالمنهج التقليدى، وتقوم فكرة هذا المنهج لحساب سعر الصرف التوازنى على أساس قانون تعادل القوة الشرائية (PPP)، ويرى أصحاب هذا المنهج أن سعر الصرف متناسب مع السعر النسبى المحلى والخارجى، أى القدرة الشرائية النسبية للعملة الوطنية. ومن ثم فإن (PPP)، النسبى هو مؤشر مقبول لأسعار الصرف التوازنية. ويفترض هذا المنهج أن سعر الصرف التوازنى فى هذه الحالة رقم ثابت يتم تحديده بإختيار سنة أساس معينة تتمتع فيها الدولة بتوازن خارجى يتضمن عادة توازن جانبى الحساب الجارى، أو ينطوى فى الغالب على فائض فى ميزان المدفوعات. وقيمة سعر الصرف الحقيقى فى هذه السنة (فى هذه الحالة)، تعد قيمة سعر الصرف الحقيقى التوازنى للاقتصاد الوطنى. ومن ثم فإن أى إرتفاع (Appreciation) فى قيمة سعر الصرف الحقيقى عن القيمة السابقة تعد تقديرا للعملة

بأعلى من قيمتها الحقيقية (Overvaluation) والعكس صحيح^{١١}. وفى أى من هاتين الحالتين يستمر الاقتصاد فى النمو غير المتوازن لبعض الوقت حتى تتعدل قيمة سعر الصرف وتعود للقيمة الأصلية (قيمة التوازن). وهذا المنهج على الرغم من أهميته إلا انه يشوبه عدد من العيوب، أولها أنه يفترض ثبات سعر الصرف الحقيقى

التوازنى، ومن ثم فلا يعترف هذا المنهج بديناميكية الاقتصاد من توسع وإنكماش، كما أنه لا يعترف بالعلاقات المتبادلة بين سعر الصرف الحقيقى وبعض المتغيرات الاقتصادية الهامة مثل، قوة الطلب والعرض وتأثيرهما على الأسعار ومن ثم التضخم أو الركود، وكذلك الحال بالنسبة لإرتفاع وإنخفاض معدل سعر الفائدة المحلى وعلاقته بسعر الفائدة الأجنبى، وأخيرا وليس آخرا، المستوى العام للصادرات والواردات وقوة التوقعات الخاصة بالاقتصاد الوطنى.

يعد منهج إدواردز^{١٢} من أبرز المناهج التى إكتسبت قبولا واسعا فى هذا المجال، وعلى وجه الخصوص فى الدول النامية، لملائمته للحالة الاقتصادية بهذه الدول. ويقوم منهج إدواردز على أساس أن سعر الصرف التوازنى هو نسبة سعر السلع الداخلة فى التجارة إلى سعر السلع غير الداخلة فى التجارة. وهذا المنهج يعطى مؤشرا لكيفية تخصيص الموارد ما بين القطاعين. فإذا إرتفع سعر السلع القابلة للإتجار (PT) نسبيا مقارنة بسعر السلع غير القابلة للإتجار (PN) فيتم تخصيص الموارد تجاه قطاع السلع القابلة للإتجار ومن ثم يتحسن الميزان التجارى. وبناءا على ذلك فإن مفهوم سعر الصرف التوازنى يوافق الأسعار النسبية التى تحقق التوازن الداخلى والخارجى فى نفس الوقت. ويتحقق التوازن الداخلى بتوازن كل من السوقين، سوق السلع وسوق العمل، فى الأجلين القصير والطويل فى ظل وجود معدل بطالة لا يؤدي إلى تسارع التضخم. (Non accelerating Inflation Rate of Unemployment)

ويتحقق التوازن الخارجى بتوازن الميزان الجارى من خلال التدفق المستمر لرؤوس الأموال. أو بمعنى آخر، من خلال توافق القيمة المخصومة للحساب الجارى الحالى والمستقبلى مع تدفقات رؤوس الأموال المتوقعة فى المستقبل فى الأجل الطويل والقابلة للإستمرار.

ويقدم منهج إدواردز أسلوبا جديدا لنمذجة معدل الصرف التوازنى يقوم - على العكس من النماذج التقليدية الأخرى- على ما يلى:

- أن قيمة التوازن لسعر الصرف ليست رقما ثابتا، ولكنها دالة فى متغيرات حقيقية "الأساسيات"، ومتغيرات أخرى نقدية، ومن ثم فإن المسار التوازنى لسعر الصرف، سوف يتأثر بكل من القيم الحالية والمستقبلية للمتغيرات الأساسية والمتغيرات الأخرى القابلة للتغير مع تبدل السياسات الاقتصادية أو مع الصدمات الداخلية و الخارجية.
- أن المقصود بالتوازن المصاحب لسعر الصرف التوازنى هنا (طبقا لمنهج إدواردز)، هو التوازن الداخلى والتوازن الخارجى للاقتصاد الوطنى كما سبق بيانه فى الفقرات السابقة.

- التخلي عن قانون تعادل القوة الشرائية (Purchasing Power Parity PPP)، لحساب سعر الصرف التوازنى حيث أن المفهوم الأول مضلل ولا يعبر عن الحقيقة.
- المبحث الثانى: نظم وسياسات سعر الصرف (بين الثبوت والتحرير):**
- المقصود بنظم سعر الصرف، مجموعة السياسات المعينة التي تعمل في إطار محدد من أجل تحقيق اهداف واضحة ومحددة علي المستوي الكلي. أما السياسات، فهي مجموعة الأدوات والإجراءات اللازمة لإدارة سعر الصرف. وهذه الأدوات والإجراءات تختلف في حالة ما إذا كان القرار السياسي يتجه نحو نظام معين (علي سبيل المثال، تثبيت سعر الصرف) عنه في حالة الإتجاه لنظام آخر كنظام سعر الصرف الحر. وبدائية يمكن القول أن إختيار السلطات النقدية لنظام سعر الصرف سواء بالتثبيت أو التحرير يتوقف علي مجموعة من العوامل. وفي هذا المبحث سنتناول أهم نظم الصرف وأكثرها ملائمة لظروف الدول النامية ومنها مصر ثم نتنقل لدراسة أهم العوامل التي تحكم الاختيار بين هذه النظم.

أولاً: نظم سعر الصرف:

بصفة عامة- وكما ذكر الصادق (الصادق، علي توفيق ٢٠٠٣)- يمكن تصنيف نظم الصرف المتاحة والمطبقة عمليا في نمطين رئيسيين يشتمل كل منهما على عدد من الصيغ^{١٣}، هما:

٢-١ **نظم ثابتة اساسا:** وهى عبارة عن نظم نقدية تربط أسعار الصرف للعملة المحلية بسعر صرف عملة بلد آخر أو بسلة تضم عملات أهم الشركاء التجاريين أو المالىين معه، مع إعطائها أوزانا ترجيحية تعكس التوزيع الجغرافي للتجارة أو التدفقات الرأسمالية وعلى ذلك فقد تثبت العملة المحلية إلى:

- عملة واحدة: فقد تثبت السلطات النقدية بالإقتصاد عملتها المحلية بعملة دولية رئيسية دون تعديلات إلا فى حالات نادرة، ويتم الإعلان عن ذلك مسبقا، ببرنامج التعديلات مقابل العملة الدولية المثبت بها، ومن ثم فيمكن أن يتغير سعر الصرف، ولكن بمعدل محدد ومعروف.

- سلة من العملات: في هذه الحالة تقوم السلطات النقدية في المجتمع بتثبيت عملاتها بمجموعة من عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين أو إلى وحدة معيارية من العملات مثل وحدة حقوق السحب الخاصة أو الوحدة الحسابية الأوروبية.

- ضمن هوامش محددة: في هذه الحالة يكون السعر المركزي قابل للإلغاء وتسمح السلطات النقدية لسعر الصرف المحلي بالتحرك -صعودا وهبوطا- فى حدود ضيقة بالنسبة للعملة أو بالنسبة لسلة العملات المثبت بها ضمن هوامش معينة.

- مثبت ثابت ولكنه قابل للتعديل: بمعنى أن تقوم السلطات النقدية بتثبيت سعر صرف عملتها المحلية بقيمة محددة للدولار الذى يرتبط فى ذات الوقت بوزن معين من الذهب. ويتيح هذا النظام للدولة تغيير سعر التعادل لعملتها الوطنية مع الدولار فى حالة عدم حدوث توازن فى سوق الصرف، ويمثل ذلك النظام الترتيب الذى ساد فى ظل نظام بريتون وودز.^{١٤}
 - ٢-٢ نظم مرنة أساساً: وهى عبارة عن نظم مرنة لأسعار الصرف تتغير وتتعدل على أساس تغير الظروف والمؤشرات الاقتصادية، ومن هذه النظم (اليوشع، أحمد هاشم، ٢٠٠١) ^{١٥}:
 - نظم تعتمد على المؤشرات فى تحديد سعر صرف العملة المحلية: وهذه النظم تعدل أسعار صرفها تلقائياً إستناداً إلى التغير فى قيم مؤشرات مختارة مثل تطور سعر الصرف الحقيقي الفعال.
 - نظم تعتمد على التعويم المدار: وهذه النظم تعدل أسعار صرف عملتها على أساس التغير الذى يحدث (إيجاباً أو سلباً) فى قيمة الإحتياطيات الدولية لديها وكذلك التغير فى وضع ميزان المدفوعات.
 - نظم تعتمد التعويم المستقل: بمعنى أن هذه النظم تسمح للأسواق وقوى السوق وما بها من ظروف ومتغيرات اقتصادية وسياسية أن تحدد أسعار صرف عملاتها صعوداً أو هبوطاً.
- ومن الملاحظ هنا، أن نظام التعويم المدار والذى من خلاله تتعدل أسعار صرف العملة على أساس التغير الذى يحدث (إيجاباً أو سلباً) فى قيمة الإحتياطيات الدولية لدى الدولة وكذلك التغير فى وضع ميزان المدفوعات، يعد من أفضل الأنظمة ملائمة للدول النامية حيث تتأثر اقتصادات هذه الدول بشدة بالتغيرات التى تحدث فى الأسواق الدولية، علاوة على حاجة هذه الدول الملحة للنقد الأجنبي. وليس أدل على ما سبق، أنه، ومنذ منتصف السبعينات، تخلى دولا كثيرة عن ربط عملتها بعملة واحدة، لربطها بسلة عملات أو إختيار نظم مرنة حتى يتم تعديل سعر الصرف لديها بشكل متواتر.

ثانياً: عوامل إختيار نظم الصرف (ما بين الثبيت والتحرير):

بداية يمكن القول أن الاهتمام بالدراسات التجريبية والنظرية المعنية باختيار نظام سعر الصرف قد بدأ فى البلدان النامية عقب أزمات العملة فى المكسيك (١٩٩٤)

وفي جنوب شرق آسيا (١٩٩٧) وفي روسيا (١٩٩٨) والبرازيل (١٩٩٩)^{١٦}. وتشير أدبيات سعر الصرف إلى مجموعة من العوامل التي يجب أخذها في الاعتبار عند إختيار النظام المفضل لسعر الصرف وكل من السياسات المساندة له. ويبدو واضحا أن هذه العوامل المتعلقة بإختيار نظام الصرف والمفاضلة بين السعر المثبت والسعر المرن تركز على عدد من العوامل الهامة تتمثل في، الأهداف الإقتصادية التي يسعى إلى تحقيقها صانع القرار الإقتصادي، مصدر الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى السمات الهيكلية للاقتصاد. وعلى ذلك فإن تغير الأهداف أو مصدر الصدمات أو هيكل الاقتصاد كلها أمور تستدعي تغيراً في نظام الصرف الأنسب أو الأمثل للاقتصاد المعني.

١. الأهداف التي يسعى المجتمع إلى تحقيقها:

إن التحليل الحديث لمسألة إختيار الأهداف التي يرغب المجتمع في تحقيقها تتمحور حول الإستقرار الإقتصادي الكلي. ويعرف الإستقرار الإقتصادي الكلي على أنه تقليل التباين في الناتج الحقيقي أو مستوى السعر أو الإستهلاك الحقيقي في ظل الصدمات العشوائية العابرة. ومن ثم يصبح السؤال الواقعي أو العملي هو: ما هي أفضل طريقة لإدارة سعر الصرف بهدف تقليل تباين الناتج الحقيقي حول مستوى الطاقة الكاملة (الناتج الممكن) في ظل الصدمات العشوائية الناجمة عن مختلف المصادر الداخلية والخارجية؟ والإجابة على هذا التساؤل تتمثل فيما تشير إليه أدبيات سعر الصرف النظرية من أنه ليس نظام التثبيت الدائم لسعر الصرف ولا نظام الحرية التامة له هما النظامين الأمثلين لسعر الصرف لتحقيق الإستقرار الإقتصادي الكلي. ولكن بدلاً من ذلك، توجد أنظمة تتميز بدرجة وسط من المرونة هي الأكثر احتمالاً في تحقيق الإستقرار الإقتصادي المنشود في الدول النامية. والسؤال في هذا المجال هو: ما هي درجة المرونة المناسبة للنظام في ظروف معينة؟

٢. نوع الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد:

تمارس طبيعة الصدمة التي يتعرض لها الاقتصاد دوراً مهماً في تحديد ما إذا كان نظام سعر الصرف الذي يجب إتباعه ثابتاً أو مرناً أو حراً بدرجة أو بأخرى. ويميز الاقتصاديون بين الصدمات الحقيقية (الناشئة عن الجانب الحقيقي في الاقتصاد) والصدمات الاسمية (الناشئة عن النظام النقدي والمالي المحلي). وتتضمن الصدمات الحقيقية عادة التغيرات في معدلات التبادل التجاري (الفرق بين الزيادة في أسعار الصادرات وأسعار الواردات)، والتباينات في الطلب الخارجي على صادرات السلع والخدمات (لا سيما السياحة في كثير من البلدان)، والتغيرات في نمو الإنتاجية مقارنة بالشركاء التجاريين، وأثار الأحوال الجوية على الناتج الزراعي، وتأثير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الداخلة على جانب العرض في الاقتصاد، وتداعيات

تحويلات العمالة من الخارج على الطلب المحلي. وتنشأ الصدمات الاسمية في الأساس عن عدم استقرار الطلب على النقود، والذي يظهر على هيئة تغيرات في مدى إقبال الوكلاء الاقتصاديين على حيازة العملة المحلية في ضوء الابتكارات المستحدثة في الأدوات المالية أو التذبذبات في مستوى الثقة. وفي هذا الخصوص يبدو الجدل قائماً بين إتجاهين، الأول يؤيد نظام سعر الصرف المرن على أساس الخصائص التي يتمتع بها هذا النظام من أمثلة حماية الاقتصاد من الصدمات الاسمية الخارجية. حيث أن الأسعار المحلية يمكن تحقيق الإستقرار فيها - في ظل تحركات الأسعار الأجنبية - من خلال التعديل في سعر الصرف. والثاني يؤيد نظام سعر الصرف الثابت على أساس الخصائص التي يتمتع بها أيضاً هذا النظام - في حالة مرونة نظام الأجور والأسعار في الاقتصاد المعنى - من حيث حماية الاقتصاد من الصدمات المحلية والخارجية التي قد يتعرض لها الاقتصاد، حيث أن مرونة الأجور والأسعار المحلية تضمن تحقيق الإستقرار - في ظل تحركات العوامل الاقتصادية الخارجية - حتى في ظل الثبات في سعر الصرف.

٣. الخصائص الهيكلية للاقتصاد وإختيار نظام سعر الصرف:

إن الخصائص الهيكلية للاقتصاد تلعب دوراً مهماً في إختيار نظام سعر الصرف. والمقصود هنا بالخصائص الهيكلية للاقتصاد هي: درجة إنفتاح الاقتصاد وتأثرة بالعالم الخارجي (حرية حركة تدفق رؤوس الأموال من وإلى الاقتصاد)، من حيث تعرض الاقتصاد الوطني للصدمات كما سبق بيانه، درجة جمود أو مرونة نظام الأجور والأسعار في ظل قوة أو ضعف مرونة الجهاز الإنتاجي، ودرجة تكامل الاقتصاد الوطني مع الإقليم أو الأقاليم المجاورة.

(أ) جمود الأجور والأسعار:

تعتبر درجة مرونة الأجور والأسعار أحد العوامل الهامة التي يجب أخذها في الاعتبار عند إختيار نظام سعر الصرف. والسبب في ذلك يرجع إلى أن أثر تخفيض سعر الصرف على المتغيرات الاقتصادية الكلية يتوقف بشكل حاسم على كيفية استجابة الأجور الاسمية والأسعار لذلك التخفيض. فكلما ارتفعت الزيادة في الأجور الاسمية والأسعار كنتيجة لتخفيض سعر الصرف كلما قل التغير في الأجور الحقيقية. وهكذا، في ظل ارتفاع درجة ربط التأثير الأجرى بالمستوى العام للأسعار، وفي ظل اقتصاد بدرجة انفتاح عالية (بحيث تكون السلع القابلة للتجارة دولياً عنصراً هاماً في مؤشر السعر العام)، سيكون أثر تغيير سعر الصرف الإسمي على الأجور الحقيقية، وبالتالي على مستوى الناتج قليلاً. لذا نخلص إلى القول بأن ربط الأجور بمؤشر

السعر العام يتطلب مرونة في سعر الصرف والعكس صحيح أيضا في حالة جمود الأجور والأسعار.

(ب) سعر الصرف والتكامل الإقليمي:

كثيرا ما يتطلب التوجه نحو مزيد من التكامل الإقتصادي بين المجموعات الإقليمية زيادة الاهتمام بتثبيت أسعار صرف عملات الدول الأعضاء في تلك المجموعات وذلك لتسهيل عملية التكامل. والمثال البارز في هذا المجال هو تجربة أوروبا التي خطت خطوات كبيرة نحو تحقيق الوحدة الإقتصادية وكذلك السياسية، وتبنى اليورو (Euro) ليكون عملة الوحدة الأوروبية بداية من عام ١٩٩٩.

من العرض السابق يتضح أن هناك مجموعة من المعايير التي يجب الاهتمام بها عند إتخاذ قرار إختيار نظام سعر الصرف، وأن ذلك يتوقف على طبيعة الظروف الإقتصادية التي يتعرض لها كل إقتصاد على حدة، سواء كانت هذه الظروف إسمية أو عينية، بالإضافة إلى الخصائص الهيكلية لهذا الإقتصاد، وما يترتب عليها من تناقضات ممكنة عند إستخدام السياسات الملائمة.

المبحث الثالث: سياسة سعر الصرف الأجنبي والتوازن الكلى فى مصر

تؤكد المؤشرات الإقتصادية على أن سياسات سعر الصرف الأجنبي فى الإقتصاد المصرى قد شهدت أربع مراحل رئيسة بدءاً من مرحلة التأميم وسياسة تدخل الدولة فى الحياة الإقتصادية خلال فترة الستينيات، مروراً بسياسة الانفتاح الإقتصادى و إتباع سياسة الباب المفتوح خلال فترة السبعينيات، ثم فترة المحاولات الأولية للإصلاح الإقتصادى كرد فعل للصدمات الخارجية فى الثمانينات، إلى أن بدأت فترة الإصلاح الإقتصادى الشامل وبرنامج الإصلاح الإقتصادى والتثبيت الهيكلى فى بداية التسعينيات، وأخيراً، ما يسمى بفترة التحرر الإقتصادى، وما ترتب عليها من تحرير لسعر صرف الجنيه المصرى وتركه حراً ليتحدد من خلال قوى العرض والطلب، وهى الفترة التى إستمرت حتى الآن.

ومن الملاحظ أن المحتوى العام لهذه السياسات إختلف من مرحلة لأخرى على الرغم من إتفاقها معاً على الهدف الرئيسى لها، وهو تحقيق التوازن الإقتصادى الكلى فى المجتمع.

فعلى سبيل المثال، شهدت الفترة الأولى (فترة الستينات وبداية السبعينات) مرحلة التأميم وسياسة تدخل الدولة فى الحياة الإقتصادية حيث تبنت الدولة استراتيجية النمو الداخلى تحت قيادة القطاع العام ومن ثم تحديد مستوى الأجور والأسعار من قبل الدولة، وكذلك خضعت التجارة الخارجية وجزء كبير من التجارة الداخلية لسيطرة الدولة، ولذلك فقد شهدت هذه الفترة سياسة التدخل الحكومى المباشر فى تحديد سعر

صرف الجنيه المصرى بالنسبة إلى الدولار الأمريكى حيث كان سعر الصرف مثبتا ومحددا بقرارات وزارية يتغير كل عدة سنوات ويظل ثابتا خلالها، وذلك بقصد تعبئة الموارد لإعادة بناء الجيش الذى استحوذ على ٢٥% من حجم الناتج المحلى الإجمالى فى ذلك الوقت. ومن ناحية أخرى توفير الإستقرار المالى والاقتصادى للإنتاج والمجتمع فى تلك الفترة (أحمد، شيماء حسين وعادل حشمت، ياسمين (٢٠٠٦) ١٧.

بينما شهدت الفترة الثانية أو المرحلة الثانية سياسة الانفتاح الاقتصادى و إتباع سياسة الباب المفتوح خلال فترة ما بعد عام ١٩٧٣، حيث تبنت الدولة سياسة إنفتاح الاقتصاد الوطنى على العالم الخارجى وذلك بقصد تحقيق زيادة فى حجم الصادرات، وجذب رأس المال العربى والأجنبى للإستثمار، فمحت الإستثمارات الأجنبية إعفاءات ضريبية تراوحت ما بين خمس إلى عشر سنوات، وحصانة ضد المصادرة مع عدم وجود أى قيود على تحويل الأرباح، ومع الضغوط المحلية إمتدت هذه الإمتيازات لتشمل الشركات الوطنية من القطاع الخاص فى عام ١٩٨١. وتزامنا مع هذه التطورات الإيجابية والجديدة على مناخ الإستثمار والإنتاج فى مصر، فقد تم صدور القانون رقم ١١٨ لعام ١٩٧٥، والذى بموجبه تم السماح للقطاع الخاص بإستيراد السلع، باستثناء بعض السلع الإستراتيجية فى ذلك الوقت. وقد شجع هذا القانون ضمنا على إستخدام ما يسمى "بالسوق السوداء" فى تمويل عمليات التجارة الخارجية للقطاع الخاص، عن طريق ما عرف فى ذلك الوقت "بالإستيراد باستخدام نظام الصرف الخاص"، والذى بموجبه لا يتم الإعتماد على النظام الرسمى للنقد الأجنبى فى توفير النقد اللازم لتمويل السلع المستوردة من الخارج، ومن ثم فقد أتاح هذا القانون ولأول مرة (وإن كان بشكل غير رسمى) إمكانية بيع وشراء النقد الأجنبى طبقا لظروف العرض والطلب (العيسة، سفيان (٢٠٠٧) ١٨.

ومع هذه التطورات التى حدثت فى الاقتصاد المصرى، فقد إرتفع معدل النمو الحقيقى للناتج القومى الإجمالى خلال السنوات الأولى من الإنفتاح ليصل إلى نسبة ٨.٦% فى المتوسط. وإستمر هذا النمو الاقتصادى فى مصر حتى منتصف الثمانينات مدفوعا بهذه السياسات الإيجابية الجديدة والبيئة الخارجية المشجعة. وعلى الرغم من هذا النمو الجيد، إلا أنه بدا واضحا أن النمو الاقتصادى فى تلك الفترة قد تركز فى القطاع الخارجى أو فى أنشطة مرتبطة به مثل عوائد النفط، ورسوم المرور بقناة السويس، والسياحة وتحويلات المصريين العاملين بالخارج، ولم يمتد ليشمل القطاعات الأساسية للإنتاج (قطاع الصناعة التحويلية، والقطاع الزراعى)، وهو ما وضح جليا من وصول معدل النمو الحقيقى فى قطاع الزراعة إلى ١.٩% فى ذلك الوقت. ونتيجة

لعدم إتساع القاعدة الإنتاجية وعدم المرونة الكافية لنظام الأجور والأسعار فى ظل الإجراءات الصارمة لسيادة القطاع العام، ومع التباطؤ فى نمو الصادرات بسبب التحرير الجزئى للقطاع الخارجى المصرى، فقد ضعفت قدرة الاقتصاد المصرى على مواجهة و إستيعاب الصدمات الخارجية. فنتيجة للنقص المفاجئ فى العوائد الخارجية، بعد الإنخفاض الحاد فى أسعار النفط، إنخفض معدل النمو للنتائج المحلى الإجمالى إلى ٢.٧%، ووصل عجز الموازنة العامة لدولة إلى ٢٣% من الناتج المحلى الإجمالى، وبلغ العجز فى الميزان الجارى ما يزيد عن ١٠% من الناتج المحلى الإجمالى، وتزايد الدين الخارجى حتى وصل إلى ١٩% من الناتج المحلى الإجمالى، ووصلت نسبة خدمة الدين العام من إجمالى الصادرات إلى أكثر من ٤٠%، وزاد التضخم من متوسط ١٧% خلال الخمس سنوات السابقة لعام ١٩٨٧ ليصل إلى ٢٥% فى عام ١٩٨٧. وبوصول هذه المرحلة إلى نهايتها، فقد بدأت مرحلة أخرى جديدة من سياسات سعر الصرف والإستقرار الاقتصادى فى مصر (حسين أحمد، شيماء، وعادل حشمت، ياسمين، ٢٠٠٦)^{١٩}.

مرحلة المحاولات الأولية للإصلاح الاقتصادى، كرد فعل للصدمات الخارجية فى المرحلة السابقة خلال فترة الثمانيات، فقد شهدت هذه المرحلة تطورا فى السياسات الاقتصادية لمواجهة الأزمات والصدمات وما نتج عنها من ضعف فى بنية الاقتصاد والإختلال فى هياكله الأساسية. فقد بدأت الحكومة فى عام ١٩٨٧ برنامج الإصلاح الاقتصادى الكلى بالتعاون مع صندوق النقد الدولى والبنك الدولى بهدف التخفيف من عدم التوازن الداخلى والخارجى (خطاب، مختار ٢٠٠٣)^{٢٠}. نتيجة لذلك، على المستوى الداخلى، فقد تم إعطاء دور أكبر للقطاع الخاص، مع إعادة هيكلة وإصلاح القطاع العام، والتحرير التدريجى للإسعار والخدمات، وتخفيض العجز بالميزانية العامة للدولة عن طريق تخفيض دعم المستهلكين وزيادة أسعار الطاقة لتقترب من أسعار السوق الحرة. وعلى المستوى الخارجى، فقد تم تخفيض القيود الكمية على الواردات وإعطاء المزيد من التحرير للصادرات، وقد إنعكس ذلك على سياسات سعر الصرف فى الاقتصاد فتم إدخال قدرا أكبر من المرونة على التغير فى أسعار الصرف مع التخفيض التدريجى فى القيمة الإسمية للجنيه المصرى بنسبة ٢٥%.

بالإضافة إلى إنشاء السوق المصرفية الحرة لأول مرة فى مصر بعد ثورة ٢٣ يوليو عام ١٩٥٢. وعلى الرغم من جودة هذه المحاولات الإصلاحية إلا أنها لم تكن شاملة من ناحية، ولم تتم بالسرعة الكافية من الناحية الأخرى، وهو ما مهد للفترة الثانية من الإصلاح والتي سميت فى ذلك الوقت بالإصلاح الاقتصادى الشامل.

نتيجة للأثار السلبية التي واجهت الاقتصاد المصري بسبب عدم إكمال المحاولات الأولية للإصلاح فقد ظل الاقتصاد المصري يعاني من اختلالات خطيرة، حيث وصل عجز الموازنة إلى ٢٠% من الناتج المحلي الإجمالي، ووصل معدل التضخم إلى ١٥%، وقد كان العجز في ميزان المدفوعات يبلغ ١١.٤ مليار جنيه مصري، بالإضافة إلى عبء هائل للدين الخارجي الناتج عن اتباع سياسة مالية توسعية لعدة سنوات، وأسعار فائدة حقيقية سالبة، هذا وقد إنخفضت احتياطات الصرف الأجنبي لتغطي حوالي ٣ شهور فقط من مدفوعات الصرف. و يضاف إلى ذلك، انخفاض الثقة في العملة المحلية كما يتضح من نسبة الدولار والتي زادت لتصل إلى ٥٠% من جملة الصفقات (محي الدين، محمود ٢٠٠٢)^{١١}.

في ظل هذه الأثار بدأت الدولة في تبني برنامج ما سمي في ذلك الوقت بالإصلاح الاقتصادي والتثبيت الهيكلي في عام ١٩٩١، (خطاب، مختار ٢٠٠٣)^{١٢}، وذلك بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي وقد تم تصميم هذا البرنامج من أجل تحسين وإستقرار متغيرات الاقتصاد الكلية. ويحتوى هذا البرنامج الشامل على: إصلاح القطاع المالي، تحرير سعر الفائدة، تخفيض الإعانات وإزالة الرقابة السعرية، توحيد سعر الصرف، تحرير التجارة الخارجية وإصلاح القطاع العام بالإضافة إلى التعهد بالحد من عجز الموازنة. وذلك من خلال ثلاثة مراحل تم تنفيذها على مدى سبع سنوات.

تضمنت المرحلة الأولى إحكام السياسة النقدية والمالية من خلال، تحرير سعر الصرف، وإزالة الرقابة السعرية. أما المرحلة الثانية فهدفت في الأساس إلى زيادة تحرير الأسعار، الأسواق، الإستثمارات والقطاع المالي بالإضافة إلى تشجيع القطاع الخاص. وأخيراً فإن المرحلة الثالثة قامت لتعزيز أهداف المرحلتين السابقتين مع التركيز على تمهيد الطريق للقطاع الخاص، تشجيع تدفقات رأس المال الداخلة وضمان تحرير القطاع المالي للاقتصاد المصري.

ومن الواضح أن الهدف الأساسى لهذه الإصلاحات قد تركز بصفة أساسية على خلق اقتصاد مفتوح، مشجع للاستثمارات الأجنبية المباشرة ومعرز لمشاركة القطاع الخاص في عملية التنمية، ويعتمد على قوى العرض والطلب - بدرجة أكبر- في تحقيق التوازن المنشود.

ومن أهم النتائج الإيجابية لهذه السياسة انخفاض عجز الموازنة من ٢١% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٨٧ إلى نسبة ١% في عام ١٩٩٨ وذلك بسبب

زيادة الموارد، فقد كان لتوحيد وتثبيت سعر الصرف الفضل الأكبر في زيادة عوائد قناة السويس وأرباح شركات البترول، بالإضافة إلى زيادة الدخل بسبب فرض ضريبة المبيعات العامة. ومن ناحية أخرى فقد تم تخفيض النفقات، حيث نجحت الحكومة في تخفيض شامل لميزانية الإنفاق الاستثماري الرأسمالي، بالإضافة إلى تخفيض جوهري للدعم غير المستهدف. ولكن في عام ١٩٩٩ يلاحظ أن عجز الموازنة الكلى قد بدأ يتزايد مرة أخرى ليصل إلى ٢.٩% كنسبة من الناتج المحلى الإجمالي، وقد عاود هذا الارتفاع بشكل أكبر في عام ٢٠٠١ ليصل إلى نسبة ٥.٤% من الناتج المحلى الإجمالي. ويرجع السبب الرئيسي في ذلك إلى زيادة

الاستثمار الحكومي طويل الأجل في المشروعات الضخمة، (Mega projects). وفيما يتعلق بالدين الخارجي، يلاحظ أنه قد انخفض بشكل كبير خلال فترة التسعينات حيث بلغت نسبة الانخفاض ٣٠% مقارنةً بالأعوام السابقة، وقد بدأت نسبة الدين الخارجي من الناتج المحلى الإجمالي في الانخفاض منذ عام ١٩٨٨، حيث انخفضت النسبة من ٢.٩% عام ١٩٨٨ إلى ٢٧% عام ٢٠٠١. وبالرغم من الزيادة الطارئة في عجز الموازنة العامة إلا أن الانخفاض في الدين الخارجي قد استمر، مما يعد مؤشراً على عدم اللجوء إلى الاستدانة الخارجية لتمويل عجز الموازنة. ومن ناحية أخرى، فقد زادت احتياطات النقد الأجنبي في البنك المركزي من ما يقرب من ١٠.٥ مليار دولار أمريكي عام ١٩٩٢ إلى ما يزيد عن ٢٠ مليار دولار أمريكي عام ١٩٩٧ (خطاب، مختار ٢٠٠٣، ص ٩). ولكن، مع بداية عام ١٩٩٨ تعرض الاقتصاد المصري إلى ثلاث صدمات كانت لها أثراً سلبياً على الاقتصاد المصري؛ وهذه الصدمات هي: الانخفاض العالمي في أسعار البترول، الأزمة المالية للأسواق الناشئة في دول جنوب شرق آسيا، وحادثة الأقصر التي كانت لها أثراً سلبياً على قطاع السياحة وتراجع حصيلة النقد الأجنبي للاقتصاد الوطنى. وهذه الصدمات الثلاث كان لها أثراً سلبياً واضحة تمثلت فيما يلي :

- أدى التخفيض الكبير في قيمة عملات الدول الشرق أسيوية إلى التأثير عكسياً على الميزة التنافسية للصادرات المصرية، ومن ثم انخفاض عوائد الصادرات و تزايداً العجز في الميزان الجاري.
- الانخفاض المفاجئ في أسعار البترول قد أدى إلى حدوث صدمة أخرى للصادرات، ومن ثم تدهور في معدل التبادل التجاري المصري.

● شهد الميزان الرأسمالي أيضاً زيادة في التدفقات الرأسمالية الخارجة، وانخفاض التدفقات الرأسمالية الداخلة، مما نتج عنه عجز في الحساب الرأسمالي قدر بحوالي ١ % من الناتج المحلي الإجمالي عام ٢٠٠٠.

● انخفاض الدخل السياحي في أعقاب حادثة الأقصر. وقد أدى كل ما سبق إلى التأثير سلبياً على الحساب الجاري مما ترتب عليه حدوث مشكلة في ميزان المدفوعات و انخفاض احتياطات الصرف الأجنبي من ما يزيد عن ٢٠ مليار دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ١٣.٨ مليار دولار أمريكي عام ٢٠٠١ (محي الدين، محمود ٢٠٠٢، ص ١٧٨).

وبالإضافة إلى هذه الأزمات الحقيقية وما ترتب عليها من إستنزاف الإحتياطي النقدي لدى الاقتصاد المصري، فإن الحكومة المصرية، قد لجأت إلى إتباع سياسات إقتصادية غير مواتية (يغلب عليها الطابع الإنكماشى) لمواجهة هذه الأزمة والسيطرة عليها، ومن أهم هذه السياسات: (الجبالي، عبد الفتاح ٢٠٠٣)٢٤:

- سياسات التثبيت - وهى مزيج من سياسات خفض الإنفاق مثل تخفيض الإنفاق الحكومي والاستثمار العام.
- اتباع استراتيجيات تعزيز التصدير و سياسات تحويل الإنفاق التي تهدف إلى تخفيض الواردات وزيادة الصادرات فى ظل الجمود النسبى للجهاز الإنتاجى.
- تقييد الائتمان المصرفى للقطاع الخاص.
- إتباع بعض السياسات التجارية غير الملائمة فى ذلك الوقت، مثل وضع نسبة تغطية ١٠٠% لفتح الاعتمادات المستندية للاستيراد. والحفاظ على القيمة الاسمية للدولار فى مواجهة الجنيه عند مستوى ٣.٤ جنيهه/الدولار.
- ونتيجة للأوضاع السابقة وعدم مرونة سياسة سعر الصرف وسياسات الأجور والأسعار بدرجة كافية لإستعادة التوازن فى الاقتصاد الوطنى، فقد لجأت الحكومة - أخيراً - إلى سياسة تحرير سعر الصرف وتركه حراً ليتحدد من خلال توازن قوى العرض والطلب فى الأسواق، وفى إطار حزمة السياسات الاقتصادية الداعمة لعملية النمو والتوازن الكلى، فقد شهد الإقتصاد المصرى نشاطاً ملحوظاً فى ضوء تنفيذ هذه السياسة وفى ضوء حزمة الإصلاحات الاقتصادية والهيكلية المصاحبة لها، وهو ما تؤكده البيانات الصادرة فى تلك الفترة عن الأداء الإقتصادى الكلى والفترات اللاحقة لها أيضاً. فقد إرتفعت معدلات النمو الإقتصادى، بجانب حدوث تراجع ملحوظ فى معدلات التضخم وأسعار الفائدة، وعودة الثقة فى أسواق المال المحلية، والرغبة فى إمتلاك أصول مقومة بالجنيه المصرى، بما فى ذلك العملة المحلية نفسها. فقد سجل

معدل النمو للإقتصاد الحقيقي ٥.١% فى عام ٢٠٠٤/٢٠٠٥ مقارنة بمتوسط ٣.٥% خلال السنوات الثلاث السابقة، وظل هذا المعدل فى التصاعد خلال الفترات المتتالية حتى بلغ ٧.٢% فى عام ٢٠٠٨، إلا أنه قد تراجع إلى ٥% خلال عام ٢٠٠٩، وقد بلغ المتوسط العام لمعدل النمو حوالى ٥% خلال فترة العشر سنوات (من عام ٢٠٠٠ وحتى عام ٢٠٠٩). وذلك فى ضوء الرغبة الواضحة من جانب المستثمرين للإستثمار فى الأصول المحلية المالية وغير المالية، وكذا مرونة الطلب الكلى، خاصة من جانب الإستثمارات الأجنبية والتي تزايدت سنة بعد أخرى كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى حيث إرتفعت من ٥.٥% فى عام ٢٠٠٢ إلى ٨.١% فى عام ٢٠٠٨ وذلك قبل أن تتراجع إلى ٤.٣% فى عام ٢٠٠٩، بفعل الأزمة المالية العالمية، وبمتوسط عام بلغ ٤.٧% من الناتج المحلى الإجمالى خلال الفترة من عام ٢٠٠٢ إلى عام ٢٠٠٩. وفى نفس الوقت فإن مؤشرات الأسعار توضح حدوث تراجع ملحوظ فى معدلات التضخم والتي سجلت ٤.٢% خلال الفترة يوليو - سبتمبر ٢٠٠٥/٢٠٠٦، ثم مزيد من التراجع لتسجل ٣.١% فى أكتوبر ٢٠٠٥ وذلك مقابل ١٧% تقريباً خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٤. (Development Bank Group, 2000).

^{٢٥} (African

وفى هذه الأثناء وبداية من عام ٢٠٠٢ يلاحظ أن أسعار الفائدة لمدة ٩٠ يوماً تذبذبت بين الصعود والهبوط حول متوسط عام بلغ ٨.٨% خلال فترة الثمانى سنوات التي تلت قرار تحرير سعر الصرف وتبنى السياسات الإصلاحية التي بدأ تنفيذها فى تلك الفترة مقارنة بمعدل ٩.١% خلال الفترة السابقة لها. (البنك المركزي، المجلة الاقتصادية ٢٠٠٣/٢٠٠٤) ٢٦. كما لوحظ أن أداء سوق المال كان مرضي للغاية خلال الفترة القصيرة السابقة سواء من حيث حجم السيولة أو قيمة الأصول. فقد إرتفع كل من مؤشر هيئة سوق المال (CMA) ومؤشر (CASE ٣٠) منذ بداية عام ٢٠٠٥، بنسبة ٦٦.٤% و ١١٦% على التوالي. وقد كان للطروحات الجديدة المتتالية فى سوق المال وكذا عمليات الدمج والإستحواذ التي تمت (فى القطاع المصرفي وغير المصرفي)، وكذا الرغبة الشديدة للإستثمار فى الأصول المحلية (البنك المركزي المصري، التقرير السنوي ٢٠٠٧/٢٠٠٨) ٢٧، والتوقعات الإيجابية حول إستمرار الإصلاحات الإقتصادية الأثر الأكبر فى هذه التطورات الإيجابية التي شهدتها السوق. (وزارة المالية، التقرير المالي ديسمبر ٢٠٠٥) ٢٨. كما أوضحت بيانات المالية العامة خلال فترة الدراسة حدوث تحسن جيد فى مؤشرات أداء الموازنة حيث إنخفض العجز الكلى من ١٠.٢% من الناتج المحلى فى يونيو ٢٠٠٢ إلى ٦.٩% من الناتج فى يونية ٢٠٠٩، وبمتوسط عام بلغ ٨.٦% من الناتج المحلى خلال الفترة من عام

٢٠٠٢ وحتى عام ٢٠٠٩. (وزارة المالية، التقرير المالي سنوات متنوعة). وفى نفس الوقت فإن نسبة الديون الخارجية إلى الناتج المحلى الإجمالى قد إنخفضت من ٣٤% عام ٢٠٠٢ إلى ١٧% فى يونيو عام ٢٠٠٩، بينما بلغ المتوسط العام لها خلال الفترة ٢٩% وهى بذلك تقل عن مستواها فى يونيو من عام ٢٠٠٢. كما تراجع معدلات الديون الخارجية كنسبة من الصادرات من ١٧١.٢% عام ٢٠٠٢ إلى ٦٤.٤% فى عام ٢٠٠٩. بينما لم يحدث تحولا كبيرا فى مستوى المديونية المحلية، فصافى المديونية العامة المحلية قد إنخفض من ٤٥.٦% عام ٢٠٠٢ إلى ٤٥.٥% عام ٢٠٠٩. (لمزيد من المؤشرات الإيجابية انظر: وزارة المالية، التقرير المالي السنوى)^{٢٩}.

وعلى مستوى المعاملات الخارجية، فقد حقق ميزان المدفوعات فائضاً بلغ ٤.٥ مليار دولار فى عام ٢٠٠٥/٢٠٠٤ مقابل فائض قدره ٣.٤ مليار دولار فى عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤. وقد إستمر الفائض فى ميزان المدفوعات فى الأعوام التالية وإن كان بقيم متفاوتة. فبلغ هذا الفائض ٥.٣ مليار دولار فى عام ٢٠٠٦/٢٠٠٧. وواصل الفائض فى ميزان المدفوعات تقدمه فى عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨ حيث بلغ ٥.٤ مليار دولار. وكذلك الحال فى عام ٢٠٠٩/٢٠١٠ حيث حقق ميزان المدفوعات فائض بلغ ٣.٣ مليار دولار. وذلك بإستثناء عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩ حيث بلغت قيمة العجز فى كل من الميزان الكلى وميزان المعاملات الجارية ما يقرب من ٣.٣ مليار دولار للأول، ٤.٤ مليار دولار للثانى، وذلك بسبب التأثير السلبي للأزمة المالية العالمية التى بدأت مع بدايات عام ٢٠٠٨ وإمتدت لتلقى بآثارها السلبية على نواتج عام ٢٠٠٩. ومن الملاحظ أن قيم الصادرات من السلع غير البترولية مثلت أهم مصدر من مصادر النقد الأجنبى، وهو ما يشير إلى زيادة التنوع فى قاعدة الإنتاج والتصدير فى الاقتصاد المحلى. وفى هذا الخصوص، فقد إرتفعت جملة الصادرات من السلع غير البترولية من ما يقرب من ٥.٩ مليار دولار فى عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ إلى ٨.٥ مليار دولار وبنسبة زيادة ٣٠.٥% فى عام ٢٠٠٤/٢٠٠٥، وهى بذلك تمثل حوالى ربع الإيرادات الجارية بالعملات الأجنبية، وقد إستمرت قيمة الصادرات من السلع غير البترولية فى الزيادة سنة بعد أخرى حتى بلغت ١٤.٨٥ مليار دولار فى عام ٢٠١٠/٢٠١١، وبنسبة زيادة بلغت ٢٥.٢% من قيمة الصادرات فى عام ٢٠٠٦/٢٠٠٧. كما إرتفعت قيمة الصادرات البترولية بنسبة ٣٤.٩% حيث بلغت ٥.٣ مليار دولار فى عام ٢٠٠٤/٢٠٠٥ وذلك بسبب الإرتفاع الذى تشهده

الأسعار العالمية للمواد البترولية. وقد إستمرت هذه الزيادة فى قيمة الصادرات البترولية فى الأعوام التالية إلي أن بلغت ١٠.١ مليار فى عام ٢٠٠٦/٢٠٠٧، وقد واصلت الإرتفاع حتى بلغت ١٢.١ % عام ٢٠١٠/٢٠١١ وبنسبة زيادة قاربت ٢٠% من عام ٢٠٠٦/٢٠٠٧. وأخيراً، فقد شهد الميزان الرأسمالى صافى تدفقات للداخل بقيمة ٣.٤ مليار دولار. (البنك المركزي المصري، التقرير السنوى) ^{٣٠}. وبالإضافة إلى ما سبق، فقد تراجعت معدلات الدولار على الودائع إلى ٢٨.٣% فى سبتمبر ٢٠٠٥ مقابل ٣٢.٤% فى سبتمبر ٢٠٠٤، ثم واصلت معدلات التراجع فى الدولار فى إجمالى الودائع وعلى الودائع غير الحكومية فى السنوات التالية حيث بلغت معدلات الدولار على الودائع غير الحكومية ٢٨.٢%، ٢٥.٩%، ٢٥.٤%، ٢٢.١%، ٢٠%، خلال السنوات أكتوبر ٢٠٠٦، أكتوبر ٢٠٠٧، أكتوبر ٢٠٠٨، أكتوبر ٢٠٠٩، أكتوبر ٢٠١٠، وهو ما يعكس تحولاً ملحوظاً عن التوجهات السابقة لحيازة الأصول المالية الأجنبية. (وزارة المالية، التقرير المالي السنوى ٢٠٠٥) ^{٣١}.

من العرض السابق يتضح أن برنامج الإصلاح الإقتصادى وهيكلة المالية العامة وتحرير سعر صرف الجنيه المصرى قد دفعا عجلة النشاط الإقتصادى من جانبي العرض والطلب على حد سواء. فقد مثلت إصلاحات إعادة الهيكلة فى النظام الضريبي بما فى ذلك توسيع القاعدة الضريبية وإعادة توزيع فوائض الدخل على المجتمع (سواء فى صورة خفض العبء الضريبي من على قطاعات المجتمع الأكثر احتياجاً أو على قطاع الإستثمار بشكل عام)، وتبسيط ورفع مستوى الإدارة الضريبية والجمركية، وكذا تحرير التجارة الخارجية عن طريق تخفيض الحواجز الجمركية، وتشجيع الصادرات، أهم الأطر الأساسية للإصلاح مما قلل من المشكلات الهيكلية ودفع بالنمو الإقتصادى إلى الامام. ومن ناحية أخرى، فإن تزايد معدلات النمو الإقتصادى، وكذلك تطبيق النظم الحديثة فى إدارة الأصول الحكومية، والديون، والنقدية، مثلت فى جوهرها أهم الإجراءات التى خفضت تكلفة برنامج الإصلاح الإقتصادى وساهمت فى إنجاحه.

المبحث الرابع: تحديد سعر الصرف التوازنى للإقتصاد المصرى:

تشير الدراسات الحديثة إلى أهمية سعر الصرف التوازنى للإقتصاد الوطنى. فتؤكد هذه الدراسات أن الدول التى تبنت سياسات ملائمة لبقاء سعر الصرف عند قيمته التوازنية كانت أكثر جذبا للاستثمارات الأجنبية المباشرة، وأكثر قدرة على تحقيق معدلات أعلى للنمو الإقتصادى، وذلك على العكس من الدول التى لم تستطع تبنى

سياسات تحقق التوازن فى سعر الصرف الوطنى. فقد يترتب على تقييم سعر الصرف بأعلى من قيمته الحقيقية تشوهات فى الأسعار بين القطاعات المختلفة للإقتصاد المحلى وتشوهات فى الأسعار بين هذه القطاعات والقطاعات النظيرة على المستوى الدولى مما يضعف من القدرة التنافسية للصادرات الوطنية ويشكل ضغط إضافى على العملة الوطنية... ألخ^{٣٢}.

أولاً: وصف النموذج:

سيتم تقدير سعر الصرف التوازنى هنا بالإعتماد على العمل الإبداعي لإدوارد (Edwards) - وذلك خلال الفترة من ١٩٩٠ وحتى عام ٢٠٠٩ - حيث يمثل افضل الأعمال التى تمت فيما يسمى بمجموعة النماذج الثابته المهتمه ببناء نموذج لسعر الصرف التوازنى فى الدول النامية^{٣٣}.

ونموذج إدوارد (Edwards)، من نماذج التوازن العام للأجل القصير والمتوسط لإقتصاد صغير مفتوح يتكون من قطاعين أساسيين، قطاع السلع الداخلة فى التجارة (ويشمل كل السلع والخدمات التى تدخل فى إطار التصدير والإستيراد)، وقطاع السلع غير الداخلة فى التجارة (ويشمل كل السلع التى لا تدخل فى التجارة مثل البنية التحتية والاجتماعية).

والتوازن المقصود بالنموذج يشمل التوازن الداخلى والخارجى، والأول يقوم على التوازن بين الطلب والعرض فى سوق السلع والخدمات غير الخاضعة للتجارة (توازن ثابت)، بينما الثانى يتم الوصول إليه عندما تكون القيمة الحالية الصافية للحساب الجارى فى المستقبل غير سالبة على إفتراض أن التدفق الخارجى لمستوى رأس المال فى الأجل الطويل معطى (توازن ديناميكى).

يقدم تحليل إدوارد (Edward)، مساهمة جوهرية فى الواقع الإقتصادى تتعلق بتحديد معدل التبادل الفعلى التوازنى من خلال شرح وتوضيح التغيرات الجوهرية التى تحدث فى مستوى المعدل الفعلى للصرف الناتجة عن (التأثير المؤقت) للتغيرات فى معدل التبادل الإسمى نتيجة للتغيرات فى السياسة المالية والنقدية.

ويفترض النموذج أيضا عدة قيود تهدف إلى إنشاء نقطة ارتكاز يمكن من خلالها تحليل الطريق الدينامكى والعملية الضابطة لسعر الصرف الحقيقى بشكل دقيق. وبعد ذلك يمكن إرخاء هذه الافتراضات مما يؤدي إلى بيئة اقتصادية واقعية.

ويقوم نموذج إدوارد - بعد تطوير - على إعتبار أن القيمة الفعلية لسعر الصرف الحقيقى، دالة فى مجموعة متغيرات أساسية فى الأجلين المتوسط والطويل، وكذلك دالة فى مجموعة متغيرات غير أساسية، أقل إستمرارية فى المدى القصير. وبناءا على ذلك فإن القيمة التوازنية المقدره لسعر الصرف الحقيقى سيتم إشتقاقها بواسطة

القيم المثلى للمتغيرات الأساسية فى حالة الثبات، وبعد ذلك يتم حساب الرقم القياسى لعدم توافق سعر الصرف الحقيقى عن طريق أخذ الفروق بين القيم المقدرة والقيم الفعلية للرقم القياسى لسعر الصرف الحقيقى التوازنى^{٣٤}. ويمكن التعبير عن نموذج إدوارد باستخدام الصيغة المختصرة للمعادلتين اللتين توصفان:

١- العوامل المحددة لمعدل التبادل الفعلى التوازنى فى حالة الثبات.

٢- ديناميكية معدل التبادل الفعلى.

والمتغيرات التابعة فى المعادلة (١) هى العوامل الأساسية المؤثرة فى معدل التبادل التوازنى الحقيقى، وهى كما يلى:

$$(1) \quad \text{Log}(e^*t) = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i \text{Log}(FUND_{it}) + Ut \quad \Longrightarrow$$

حيث تمثل (e^*t) معدل التبادل التوازنى الفعلى و $(FUND_{it})$ تمثل متجه المتغيرات الأساسية.

والنموذج يفترض أيضا - فى الأجل القصير - أن معدل التبادل الفعلى (ديناميكى) يتكيف مع معدل التبادل التوازنى بالسرعة المقدرة بالثابت (θ) ، والمعادلة الموصفة أو المحددة لتلك التغيرات هى المعادلة رقم (٢) التالية:

$$(2) \quad [\text{Log}(e^*_t) - \text{Log}(e_{t-1})] + \lambda[Z_t - Z^*_{t-1}] + \varphi[\text{Log}(E_t) - \text{Log}(E_{t-1})] + \theta \Delta \text{Log}(e_t) = \Longrightarrow$$

حيث تمثل: e_t معدل التبادل الفعلى، Z_t متجه يقيس السياسة المالية والنقدية، Z^*t متجه لقياس السياسة المتوافقة مع المعدل التوازنى، E_t هى سرعة التكيف لفجوة السياسة،

E_t معدل التبادل الإسمى، E سرعة التكيف لتخفيض معدل التبادل.

ومن هاتين المعادلتين السابقتين يتضح لنا ما يلى:

- معدل التبادل الحقيقى التوازنى يتكيف ما بين اليوم وغدا نحو المعدل التوازنى (الجزء الأول فى الجانب الأيمن من المعادلة)، مع بعض الاختلافات المتمثلة فى سرعة التكيف (الوقت اللازم لتكيف الأسعار النسبية فى الاقتصاد)
- على الرغم من أن التغيرات فى قيمة متغيرات السياسة بعيدا عن المستوى الأمثل (الجزء الثانى) والتغيرات فى المعدل الإسمى (الجزء الثالث) ربما يعرقلان التكيف فى كلا الإتجاهين (نحو المعدل التوازنى)، فإن الحقيقة تؤكد أن المعدل الفعلى

للتبادل له خاصية الانعكاس فى الأجل الطويل، حيث يكون المتوسط هو معدل التبادل التوازنى.

وأخيراً للحصول على قيم المعالم والمتغيرات السابقة نقوم بالتعويض بالمعادلة (١) فى المعادلة (٢)، ومن ثم نستطيع اشتقاق الصيغة المختصرة لنموذج معدل التبادل الفعلى:

$\text{Log}(e_t) =$

$$\beta_0 + \beta_1 \log(FUND_{it}) + (1 - \theta) \log(e_t - 1) + \lambda(Z_t - Z_t^*) + \phi NOMDEP_t + V_t. \Rightarrow (3)$$

حيث:

$(FUND_{it})$ تمثل قيمة متجه المتغيرات الأساسية الحقيقية التى تؤثر على القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقى $(Z_t - Z_t^*)$ ، تمثل المتجه الذى يصف ويقاس انحراف

متغيرات السياسة عن قيمتها المثلى فى حالة الثبات $(NOMDEP_t)$ تمثل القيمة الإسمية للمعدل السنوى الرسمى لانخفاض قيمة العملة.

هذا بالإضافة إلى أن النموذج يفترض أن مرونة الأجل الطويل للتخفيض الإسمى ومتغيرات السياسة هى صفر. وبمعنى آخر، النموذج يفترض - على سبيل المثال - أن كل العوامل السياسية والعوامل الإسمية ليس لها تأثير على معدل التبادل التوازنى. ومن أجل تقدير المعادلة (٣)، يجب تحديد المتغيرات الأساسية المؤثرة فى معدل التبادل التوازنى. وبناء على ذلك، وفى حالة مصر، فإن المعادلة التى تصف القيمة التوازنية لسعر الصرف الحقيقى فى المدى الطويل باعتبارها دالة فى المتغيرات الأساسية يمكن توصيفها باستخدام الصيغة التالية^{٣٥}:

$\text{Log}e_t^* =$

$$\beta_0 + \beta_1 \log(DEPT)_t + \beta_2 \log(GOVEXP)_t + \beta_3 \log(TRADE)_t + \beta_4 \log(NETTRANS)_t + \beta_5 \log(GROWTHR)_t + \beta_6 \log(INTERESTR)_t + \beta_7 \log(INFLR)_t + U_t. \Rightarrow (4)$$

ومن أجل تقدير قيم المعاملات فى هذه المعادلات النظرية مع الأخذ بعين الاعتبار عدم توفر سلسلة من البيانات على المدى الطويل لبعض المتغيرات، بالإضافة إلى النقص فى البعض الآخر من المتغيرات فى الحالة المصرية - فقد تم تطبيق حلين لهاتين المشكلتين: أولاً، سيتم - عوضاً عن المتغيرات التى لم يتوفر عنها بيانات -

استخدام بعض المؤشرات الوكيلية، (Proxy Variables)، وثانياً، سيتم توسيع المعادلة (2) باستخدام متغيرات أخرى والتي لها أهمية نسبية في حالة الاقتصاد المصري. وبشكل أكثر دقة سيتم تقدير معاملات المعادلة السابقة باستخدام البيانات والظروف الآتية:

١- نسبة خدمة الدين للنتاج المحلي الإجمالي (DEPT)، ومن المفترض أن العلاقة عكسية بين نسبة خدمة الدين/النتاج والتحسين في معدل التبادل الفعلى التوازنى وذلك بسبب التحسن والإستقرار فى الحساب الجارى الناتج عن ذلك أو العكس أيضا صحيح.

٢- سيتم الإستعانة بنسبة الإنفاق الحكومى العام للنتاج المحلى الإجمالى كمتغير قد يكون ذو علاقة موجبة أو سالبة تبعاً لمرحلة النمو والتنمية التى يمر بها الاقتصاد المعنى.

٣- سيتم إستخدام نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلى الإجمالى لقياس درجة الانفتاح على العالم الخارجى ومن ثم قياس شدة القيود التجارية على العالم الخارجى.

٤- سيتم إستخدام متغير صافى التدفقات الخارجية مقومة بالنتاج المحلى الإجمالى (كمتغير وكيل) للتعبير عن درجة التحكم فى سوق رأس المال وكمتغير ذو علاقة موجبة بسعر الصرف.

٥- سيتم التعبير عن التطور فى الاقتصاد عن طريق إستخدام معدل النمو السنوى للنتاج المحلى الإجمالى.

٦- سيتم إستخدام التغير فى سعر الفائدة النسبى (سعر الفائدة على العملة المحلية/سعر الفائدة على العملة الأجنبية) كمتغير ذو علاقة موجبة (طردية) مع سعر الصرف التوازنى.

٧- سيتم إستخدام التغير فى معدل التضخم النسبى (معدل التضخم المحلى/متوسط معدل التضخم العالمى) كمتغير ذو علاقة سلبية (عكسية) مع سعر الصرف التوازنى.

ثانياً: بالنسبة للبيانات:

تم الحصول على البيانات الأساسية لتقديرات النموذج بصفة عامة من مؤشرات التنمية الدولية الصادرة عن البنك الدولى، (World Bank, 2011). أما المتغيرات الأخرى المستخدمة فى الدراسة فمصدر بياناتها البنك المركزى المصرى، (البنك المركزى، المجلة الاقتصادية، أعداد مختلفة). وكذلك بيانات ومؤشرات وزارة

المالية، (وزارة المالية، المؤشرات الاقتصادية (٢٠١١-٢٠١٢) والمؤشرات الاقتصادية لعدد آخر من السنوات)، وكذلك تم الاعتماد على البيانات الواردة بوثيقة وزارة التخطيط (وزارة التخطيط، أغسطس ٢٠٠٠). ولاشك أن النتائج التي تم التوصل إليها تعتمد على جودة البيانات. ومن الطبيعي أن البيانات المستخدمة بها نسبة من عدم الدقة شأنها شأن البيانات في كثير من الدول. وهذه ملحوظة يجب أخذها في الحسبان عند تفسير نتائج التقدير أو إستخلاص النتائج.

ثالثاً: اختبارات السكون والتكامل المشترك لبيانات السلاسل الزمنية:

حيث أن النموذج المستخدم في الدراسة قد إعتد على السلاسل الزمنية، فكان من الضروري الكشف عن مدى جودة هذه البيانات من حيث السكون Stationary، وكذلك من حيث درجة التكامل المشترك بينها.

١. اختبار سكون السلاسل الزمنية باستخدام اختبار جذر الوحدة للاستقرار Unit Root Test

في البداية يمكن القول أن هذا الاختبار يهدف إلى التعرف على مدى سكون (استقرار) السلاسل الزمنية للمتغيرات موضع الدراسة، أى لتحديد ما إذا كانت المتغيرات موضع الدراسة مستقرة Stationary سواء في مستواها أو عند الفروق الأولى لها أم لا، وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدة. وفي هذا الخصوص فقد تم استخدام ثلاثة إختبارات من إختبارات جذر الوحدة وهم:

اختبار ديكي - فولر المطور (Augmented Dickey-Fuller Test, ADF)، واختبار فيليبس-بيرون (Phillips-perron, PP)، وكذلك إختبار (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin, KPSS)، باعتبارها الأكثر استعمالاً في هذا المجال.

وقد تبين من هذا الإختبار- اختبار جذر الوحدة Unit Root Test - من الجدول رقم (١)، ما يلي:

أ- أن قيم السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية المفسرة الخاصة بنسب الإنفاق الحكومى للناتج المحلى الإجمالى تعتبر مستقرة على مستوى الاختبارات الثلاثة، وبإستثناء قيم السلاسل الزمنية المتعلقة بنسبة خدمة الدين وسعر الفائدة النسبى والسلاسل الزمنية المتعلقة بالمتغير التابع فى النموذج "سعر الصرف" فإن قيم بقية السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية تعتبر مستقرة طبقاً لاختبار KPSS كما هو واضح من ، إنظر الجدول رقم (١)، ومن ثم تعتبر سلاسل ساكنة ومن الممكن إستخدامها كما هى فى معادلات الانحدار .

ب- أن السلاسل الزمنية لبقية البيانات المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية المستقلة والتابعة التالية: سعر صرف الجنيه المصرى، ونسبة خدمة الدين للنتاج المحلى الإجمالى تعاني من عدم السكون على مستوى الاختبارات الثلاثة، وكذلك تشير بيانات الجدول رقم (1) إلى أن قيم السلاسل الزمنية لدرجة إنفتاح الاقتصاد على العالم الخارجى، ونسبة صافى التحويلات إلى الناتج المحلى الإجمالى كلاهما يعانيان من عدم الاستقرار على مستوى اختبار ديكى- فولر، على حين أنهما مستقران فى إختبار KPSS وكذلك فإن بيانات معدل النمو السنوى للنتاج المحلى الإجمالى تعاني من عدم السكون فى الاختبار الأول فى حين أنها مستقرة فى باقى الاختبارات.

ولتخليص هذه السلاسل من عدم السكون (أو الاتجاه العام) تم أخذ الفروق الأولى للمتغيرات المختلفة غير الساكنة، وبإعادة إجراء اختبار جذر الوحدة ثبت سكون سلاسل الفروق الأولى لكل المتغيرات المستقلة والتابعة.

٢- اختبار التكامل المشترك Co-integration Test باستخدام جوهانسن:

تؤكد البيانات أن ترتيب التكامل لكل المتغيرات الاقتصادية المستخدمة سواء المفسرة منها أو التابعة غير موحد، ومع ذلك يمكن إجراء اختبارات التكامل المشترك لأن المتغيرات موضع الدراسة قد تم استخدام اللوغاريتم الطبيعى لها. والفكرة الأساسية لاختبارات التكامل المشترك تقوم على أساس أن أي متغيرين غير ساكنين - إذا كانت بواقي ناتج انحدار أحدهما على الآخر ساكنة - يمكن أن يتكاملا تكاملا مشتركا (بمعنى أن يكون لهما علاقة توازنيه مستقرة فى المدى الطويل). بالإضافة إلى أنه فى حالة عدم سكون السلاسل الزمنية أيضا يمكن أن تكون التركيبات الخطية لها ساكنة بسبب أن قوى التوازن تميل إلى الاحتفاظ بهذه السلاسل الزمنية معا فى المدى الطويل وفى هذه الحالة فإن المتغيرات يمكن أن تعتبر متكاملة تكاملا مشتركا.

تم إجراء اختبارات التكامل المشترك بتطبيق اختبار جوهانسن لتقدير متجهات التكامل فى هذه الدراسة حيث أنها تتضمن أكثر من متغيرين، لذا فمن المتوقع أن متجه التكامل قد لا يكون وحيدا، وهذا

جدول (١) : نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات موضع الدراسة
(بالقيم اللوغاريتمية) خلال فترة الدراسة^{٣٦}

Unit Root Test

Variables	ADF	PP	KPSS
-----------	-----	----	------

	& Level Without Trend Intercept	& Level With Trend Intercept	& Level Without Trend Intercept	& Level With Trend Intercept	& Level Without Trend Intercept	& Level With Trend Intercept
RATE	0.66	0.23	0.81	0.66	0.49	0.10*
DEBT	0.31	0.43	0.37	0.63	0.47	0.14
GOVERNMENT	0.006***	0.02	0.05**	0.02**	0.12	0.08*
TRADE	0.31	0.58	0.50	0.69	0.17	0.14
TRANSFERS	0.35	0.95	0.01***	0.22	0.30	0.16
GROWTH	0.35	0.56	0.04**	0.16	0.29	0.07*
INTEREST	0.07*	0.64	0.00***	0.92	0.55	0.16
INFLATION	0.07*	0.79	0.43	0.61	0.26	0.17

الاختبار هو من نوعية الاختبارات الاستدلالية التي تعتمد على نسبة الإمكانية العظمى Maximum Likelihood Ratio، ويتميز عن اختبار انجل - جرانجر أو اختبار ديكي فولر بأنه يتناسب مع العينات صغيرة الحجم، وكذلك في حالة وجود أكثر من متغيرين، والأهم من ذلك أن هذا الاختبار يكشف عن ما إذا كان هناك تكاملاً مشتركاً فريداً، أى يتحقق التكامل المشترك فقط في حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة. وقد أشارت العديد من الدراسات إلى أن هذا الاختبار يعد من أقوى أساليب منهجية التكامل المشترك، (Gonzalo, 1994)³⁷. ويعتمد الاختبار على اختيار فترة الإبطاء، وإفترض عدم وجود اتجاه في البيانات أو وجود اتجاه خطى أو تربيعى، فضلاً عن وجود ثابت أو اتجاه في إنحدار التكامل المشترك بناءً على Akaike and the Schwartz Information Criteria (AIC & SIC) اقتراحات³⁸

تم إجراء اختبارات التكامل المشترك على نفس المجموعة من سلاسل قيم المتغيرات الاقتصادية وهي: سعر صرف الجنيه المصرى، ونسبة خدمة الدين للناتج المحلى الإجمالى، ودرجة إنفتاح الاقتصاد على العالم الخارجى، ونسبة صافى التحويلات إلى الناتج المحلى الإجمالى، ومعدل النمو السنوى للناتج المحلى الإجمالى. وتم استخدام اختبار جوهانسن والذي يعتمد على اختبار نسبة الإمكانية العظمى وهو ما يعرف فى الاختبار بقيمة Trace Statistic والذي تمت مقارنته بقيمة Max - Eigen Statistic لتأكيد النتائج المتحصل عليها.

- تشير النتائج الواردة فى جدول رقم (٢) إلى أنه تم رفض فرض العدم $H_0: r = 0$ الأصلى القائل بعدم وجود تكامل مشترك بين مجموعة المتغيرات موضع الدراسة سواء وفقا لقيمة Trace Statistic أو لقيمة Max - Eigen حيث أعطت كلا الطريقتين نفس النتائج المتحصل عليها تقريبا. وبناء على ذلك تم قبول الفرض البديل، $H_1: r = 0$.

- وهذه النتائج "قبول الفرض البديل" تعنى وجود تكامل مشترك بين هذه المتغيرات دائما عند المستوى الاحتمالى ٥%، وفى بعض الحالات عند المستويات الأخرى كما هو واضح من الجدول رقم (٢)، وبالتالي يمكن القول بوجود متجه واحد على الأقل للتكامل المشترك بين مجموعة المتغيرات موضع الدراسة، وهو ما يؤكد بطريقة أخرى أن جميع السلاسل الزمنية للمتغيرات موضع الدراسة تعتبر ساكنة أو مستقرة، وتؤيد فرضية وجود تكامل مشترك بين جميع المتغيرات موضع الدراسة. كما أن هذه النتيجة تشير إلى إمكانية وجود علاقة تكامل أو توازن طويلة الأجل بين هذه المتغيرات مما يعنى عدم إمكانية ابتعاد هذه المتغيرات عن بعضها البعض فى الأجل الطويل.

جدول (٢) : نتائج اختبارات التكامل المشترك باستخدام اختبار جوهانسن للمتغيرات موضع الدراسة

أ- وفقا لقيمة Trace Statistic

Indicator	Critical Value 0.05	R = 0	R ≤ 1	R ≤ 2	R ≤ 3	Results
		54.07	35.19	20.26	9.16	
Trace	# 1	78.75	33.63	16.94	4.19	Reject H0 at 5%

Statistic	# 2	85.16	44.68	17.54	6.69	Reject H0 at 5%
	# 3	103.12	59.92	28.02	8.41	Reject H0 at 5%

الجدول يوضح سلوك سعر الصرف خلال نظامين مختلفين لتحديد سعر الصرف فى الفترة من عام ١٩٩١ وحتى عام ٢٠٠٩ وذلك كما يلى:

- الفترة الأولى وقد امتدت من عام ١٩٩١ وحتى عام ٢٠٠٢ وقد شهدت إتباع سياسة الإصلاح الاقتصادى ونظام التثبيت النسبى لسعر الصرف. وقد ترتب على هذا النظام تذبذبات حادة فى قيمة الجنيه المصرى مقارنة بالدولار الأمريكى وذلك عند مستوى مغالى فيه لقيمة الجنيه. أن معامل التباين فى قيمة الجنيه خلال سنوات تلك الفترة قد بدت مرتفعة (حوالى ٠.١١)* وذلك مقارنة بالفترة الثانية (قيمة معامل التباين ٠.٠٥).
- الفترة الثانية، وقد امتدت من عام ٢٠٠٣ وحتى عام ٢٠٠٩ وقد شهدت إستمرار سياسة الإصلاح الاقتصادى ونظام التحرير الكامل لسعر الصرف. وقد ترتب على هذا النظام إنخفاض حاد فى قيمة الجنيه وصل إلى ما يزيد عن ٦٠% من متوسط قيمته فى الفترة السابقة. ومع ذلك فيمكن ملاحظة الإستقرار النسبى فى قيمة سعر الصرف خلال تلك الفترة وهو ما عبر عنه بإنخفاض قيمة معامل التباين خلال تلك الفترة حيث لم تزد هذه القيمة عن ٠.٠٥ مقارنة بقيمة نفس المعامل فى الفترة السابقة.

جدول رقم (٣) يبين تطور معدلات سعر الصرف والتطور المقارن فى حجم الاحتياطيات الدولية (بالشهر) من قيمة الواردات السنوية خلال الفترة من عام ١٩٩١ وحتى عام ٢٠٠٩

Years	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
معدل سعر الصرف الإسمى**	3.322035	3.327648	3.344825	3.378708	3.404951	3.400072	3.396625	3.412157	3.415907
الاحتياطيات الدولية / شهر***	4.14	8.20	8.68	8.92	10.14	11.05	11.11	9.99	7.83

تابع جدول (٣)

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	Years
5.554254	5.442978	5.644827	5.74107	5.791182	6.202859	5.882121	4.628848	4.052044	3.537245	معدل سعر الصرف الإسمي
7.46	6.03	7.15	7.43	7.60	6.61	7.38	7.20	7.34	7.36	الاحتياطيات الدولية / شهر

*تم حساب معامل التباين لقيم سعر الصرف خلال الفترة من خلال قسمة قيمة الانحراف المعياري للفترة على متوسط سعر الصرف للفترة.

**Source: <http://search.worldbank.org/data?qterm=exchange%20rate%20data&language=EN>
**المصدر وطريقة حساب قيمة الاحتياطيات الدولية بالشهور: تم حساب قيمة الاحتياطيات الدولية / شهر، من قيمة الواردات السنوية، باستخدام المعادلة التالية:

(Annual total value of international reserves US\$/Annual total value of imports of goods and services US\$)*(365/30).

تم تحميل بيانات القيم السنوية للاحتياطيات الدولية والواردات من الرابط

التالي "<http://data.worldbank.org/topic/financial-sector>" والذي من خلاله تم عمل "Download Data" للبيانات المطلوبة.

أ- **فقا لقيمة** Max – Eigen. Statistic

* $H_0: r=0$ ، يقصد به فرض العدم: ويعنى عدم وجود تكامل مشترك بين مجموعات سلاسل البيانات للمتغيرات الاقتصادية المستخدمة في النموذج عند مستوى معنوية 5%.

رابعاً: **عرض نتائج نموذج الإنحدار**: تم تقدير نموذج الإنحدار وعرض النتائج الخاصة به وبمدى صلاحيته بالجدول رقم (٤).

أ- **بالنسبة للنموذج العام ومدى صلاحيته: $(Goodness of Fit)$**

تشير النتائج المقدره للنموذج العام (الذى يضم كل المتغيرات الأساسية المقترحة)، والواضح من المعادلة رقم ٤ إلى مايلى:

$\text{Log } e^*_{t-}$

$$\beta_0 + \beta_1 \log(DEBT)_t + \beta_2 \log(GOVERNMENT)_t + \beta_3 \log(TARADE)_t + \beta_4 \log(NET - TRANSFER)_t + \beta_5 \log(GROWTH)_t + \beta_6 \log(INTEREST)_t + \beta_7 \log(INFLATION)_t + U_t \Rightarrow (4)$$

$$\text{Log } e^*_{t-} = -0.856 + 0.0173 \log(DEBT) + 0.4977 \log(GOVEXP) + 0.6472$$

$$\log(TRADE) - 0.276 \log(NETTRANS) - 0.049 \log(GROWTH) - 0.602 \log$$

$$(INTERESTR) + 0.0718 \log(RINFLATION)$$

١. أن ظاهرة تغير سعر الصرف والعوامل المؤثرة عليها محل الدراسة لم تكن مشوشة أو مضللة سواء من حيث إشارات أو من حيث معاملات الانحدار، أى أن المعلمات في الأجل الطويل محددة بشكل صحيح لمعظم المتغيرات (وذلك يرجع إلى معنوية إختبار t لهذه المعلمات) ويستثنى من ذلك معامل معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى والذى جاء حاملا لإشارة سالبة ومن ثم فإنها تشير إلى علاقة عكسية مع قيمة الدولار، بمعنى أنه كلما زادت معدلات النمو الاقتصادى فى مصر إنخفضت قيمة الدولار وزادت قيمة الجنيه المصرى، على الرغم من إعتقاد النمو الاقتصادى الفعلى فى جزء كبير منه على الإستيراد سواء لمستلزمات الإنتاج أو لإستيراد العدد والمعدات من الخارج وهو ما يرفع من قيمة الدولار فى مقابل الجنيه المصرى. وهناك تفسير آخر، يرى ان السبب فى هذه العلاقة العكسية ربما يرجع إلى طبيعة الفترة الزمنية التى إستخدمتها الدراسة والتى شملت فى الجزء الأكبر منها على فترة إزدهار فى معدلات النمو الاقتصادى فى مصر (حيث بلغت معدلات النمو خلال الخمس سنوات الأخيرة من فترة الدراسة ٤.٥%، ٦.٨%، ٧.١%، ٧.٢%، ٤.٧% خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ وحتى عام ٢٠٠٩، بينما كانت معدلات النمو فى الولايات المتحدة الأمريكية خلال نفس الفترة ٣.١%، ٢.٧%، ١.٩%، -٠.٤%، -٣.٥%)، وهي معدلات متدنية نتيجة حدوث الأزمة المالية والركود الاقتصادى لفترة زمنية ليست بالقصيرة إنعكست على سعر صرف الدولار فى الأسواق العالمية.

٢. القدرة التفسيرية للنموذج:

بالرجوع إلى الجدول السابق الذى يتضمن النتائج الخاصة بمعامل التحديد، نجد أن معامل التحديد يساوى ٩٦.٩%، ومعامل التحديد المعدل يساوى ٩٥%، وهذا يعنى أن المتغيرات المستقلة، (نسبة خدمة الدين الخارجى إلى الناتج المحلى الإجمالى، والإنفاق الحكومى العام والتراكم الرأسمالى، ودرجة إنفتاح الاقتصاد المحلى على العالم الخارجى، وصافى تحويلات النقد من العالم الخارجى، ومعدل الفائدة على الجنيه المصرى مقارنة بمثيلتها على الدولار الأمريكى، وأخيراً، معدل التضخم المحلى مقارنة مع العالم الخارجى)، تفسر ٩٥% من التغيرات التى تحدث فى المتغير التابع (سعر صرف الجنيه المصرى)، والباقى ٥% يرجع إلى عوامل أخرى منها الخطأ العشوائى، وبالطبع هذه نتيجة ممتازة وتؤكد على صحة النموذج وقوته.

جدول رقم (٤)

نتائج إنحدار المتغير التابع * LOG RER خلال الفترة ١٩٩١ وحتى عام ٢٠٠٩

Variables /constant	Coefficients	Stand. Error	T - value	*P-prob.
---------------------	--------------	--------------	-----------	----------

The Constant	-0.856	1.8602	-0.46	0.6545
DEBT	+0.0173	0.0931	0.1853	0.8563
GOVERNMENT	0.4977	0.4605	1.0809	0.3029
TRADE	0.6472	0.1634	3.962	0.0022***
TRANSFERS	-0.276	0.1463	-1.887	0.0859*
GROWTH	-0.049	0.011	-4.417	0.001***
INTEREST	-0.602	0.1758	-3.426	0.0057***
INFLATION	0.0718	0.0398	1.803	0.0988*

R-squared = 0.969 Adjusted R-squared = 0.950, S.E. of regression = 0.0568

F-statistic = 50.011, Prob. (F-statistic) = .0000, Durbin-Watson stat = 1.71

ب - الشروط الرياضية:

١ - المعنوية الكلية للنموذج:

يتضح من جدول تحليل التباين: أن قيمة الاحتمال P-Value تساوى صفر، وهى أقل من مستوى المعنوية ١%، وبالتالي فإننا نرفض الفرض العدمى القائل بأن نموذج الانحدار غير معنوى و يقضى بعدم معنوية المفسرات المشتركة (Joint Regressors) عند درجة معنوية ١%، ومن ثم فإن هناك واحد على الأقل من معاملات الانحدار تختلف عن الصفر.

وبالإضافة إلى ذلك، وبعيداً عن حقيقة أن العنصر المتبقي لا يتبع التوزيع الطبيعي، (Non-normality of Residuals) فإن الاختبارات التشخيصية (Diagnostic Tests)، قد أعطت نتائج مرضية و متسقة مع كون أن المعادلة تعكس نموذج ملائم (Congruent Model). وهذا ما يؤكد بلوغ قيمة اختبار دريبيون- واطسون ١.٧١ وهى قيمة تشير إلى عدم وجود ارتباط خطي بالسلاسل الزمنية للبيانات المستخدمة في النموذج.

٢ - المعنوية الجزئية للنموذج:

بالنسبة ل (B0)، قيمة الاحتمال P-Value تساوى صفر تقريبا (0.654)، وهى أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي فإننا نقبل فرض العدم، القائل بأن المقدار الثابت فى نموذج الانحدار غير معنوى.

بالنسبة لمعامل نسبة خدمة الدين الخارجى إلى الناتج المحلى الإجمالى، (B1)، والذى تبلغ قيمته، 0.017، فقد جاءت إشارته متفقة مع النظرية الاقتصادية والتي تؤكد على التأثير الطردى لقيمة الدولار فى علاقته بالجنيه المصرى. والعكس صحيح بالنسبة للجنيه فى علاقته مع سعر صرف الدولار المريكى. وبصرف النظر عن ذلك، فإن قيمة الاحتمال للمعامل (P-Value) تساوى (0.85)، وهى أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي فإننا نقبل الفرض العدمى القائل بأن معامل نسبة خدمة الدين الخارجى إلى الناتج المحلى الإجمالى فى نموذج الانحدار غير معنوى، ومن ثم فإن تأثير نسبة خدمة المديونية الخارجية على سعر صرف الجنيه المصرى تأثير هامشى ولا يمارس دورا معنويا فى التأثير على تغير سعر الصرف، وربما يرجع ذلك إلى انخفاض قيمة هذا العيب (عيب خدمة المديونية الخارجية) كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى بعد إعادة هيكلة المديونية الخارجية وحذف جزء كبير من هذه المديونية من خلال نادى باريس وصندوق النقد الدولى كما سبق ذكره فى المبحث الثالث.

بالنسبة لمعامل نسبة الإنفاق الحكومى العام إلى الناتج المحلى الإجمالى، (B2)، والذى تبلغ قيمته، 0.497، فقد جاءت إشارته الموجبة متفقة مع النظرية الاقتصادية والتي تشير إلى أن الاقتصادات النامية فى فترات التوسع الاقتصادى غالبا ما يكون ذلك مصحوبا بإنخفاض قيمة عملتها فى مقابل عملات الدول الرئيسية المشاركة فى التجارة الخارجية لها، وذلك بسبب ارتفاع قيمة الواردات من المنتجات الرأسمالية والوسيلة اللازمة لعملية الإنتاج، ناهيك عن المنتجات النهائية للسلع الأساسية اللازمة لعملية الإستهلاك اليومى. وعلى الرغم من ذلك ومع ارتفاع قيمة هذا المعامل إلا أن النموذج لا يؤكد على ارتفاع درجة معنويته كما تشير بيانات الجدول السابق.

وبالنسبة لمعامل نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلى الإجمالى، (B3)، والذى تبلغ قيمته، 0.6472، فقد جاءت إشارته موجبة ويتفق فى ذلك مع النظرية الاقتصادية والتي تشير إلى أن التوسع فى حجم التجارة الخارجية فى الدول النامية- يكون غالبا فى جانب قيمة الواردات وليس قيمة الصادرات، وهو ما يجعل العلاقة بين نسبة حجم التجارة الخارجية والناتج المحلى الإجمالى تبدو علاقة طردية بينها وبين

قيمة الدولار وعكسية مع قيمة الجنية المصرى بالنسبة إلى قيمة الدولار الأمريكى. وتؤكد بيانات الجدول السابق على معنوية هذا المعامل فى التأثير على قيمة سعر الصرف، حيث تنخفض قيمة الاحتمال P-Value إلى (0.002)، وهى أقل من مستوى المعنوية حتى 1%.

وبالنسبة لمعامل نسبة صافى التحويلات الخارجية إلى الناتج المحلى الإجمالى، (B4)، والذى تبلغ قيمته، -0.276، فقد جاءت إشارته سالبة ويتفق فى ذلك مع النظرية الاقتصادية والتي تشير إلى أن الزيادة فى قيمة صافى التحويلات الداخلة وإرتفاعها كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى تؤدي إلى الإرتفاع فى قيمة العملة المحلية نتيجة للزيادة فى الطلب عليها، وإنخفاض فى قيمة الدولار، والعكس صحيح، حيث تؤدي الزيادة فى نسبة صافى التحويلات الخارجية إلى تقوية قيمة الدولار بالنسبة للجنيه المصرى وهو ما تعبر عنه الإشارة السالبة لمعامل صافى التحويلات،

(B4). وهذا ما توصلت إليه دراسة (معى الدين، محمود، ص194) حيث تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن الزيادة فى معدل التدفقات الرأسمالية الخارجة الصافية، والنقص فى التدفقات الرأسمالية الداخلة (سيؤدي إلى تخفيض حقيقي فى قيمة العملة). كما تؤكد هذه الدراسة على توافق النتيجة هنا مع ما حدث فى مصر مؤخراً بعد تضمين الإصلاح الاقتصادي عام 1991، حيث تشير إلى ارتفاع الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي بثبات بسبب الزيادة الكبيرة فى معدل التدفقات الرأسمالية الداخلة فى ذلك الوقت. ومن ناحية أخرى، تشير بيانات الجدول السابق إلى أن قيمة الاحتمال P-Value تساوى (0.089)، وهى أقل من قيمة "4" الجدولية والتي تبلغ قيمتها المطلقة (1.88)، وهذا ما يؤكد على أهمية صافى التحويلات من الناحية النظرية ودورها فى التأثير على التغيرات التى تحدث فى سعر الصرف.

وبالنسبة لمعامل معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى والذى جاء حاملاً لإشارة سالبة ومن ثم فإنها تشير إلى علاقة عكسية مع قيمة الدولار، بمعنى أنه كلما زادت معدلات النمو الاقتصادى فى مصر إنخفضت قيمة الدولار وزادت قيمة الجنيه المصرى، على الرغم من اعتماد النمو الاقتصادى الفعلى فى جزء كبير منه على الإستيراد سواء لمستلزمات الإنتاج أو لإستيراد العدد والمعدات من الخارج وهو ما يرفع من قيمة الدولار فى مقابل الجنيه المصرى، ومن ثم فإن نتيجة النموذج فى هذا الخصوص لا تتفق مع النظرية الاقتصادية. ومع ذلك فهناك تفسير آخر لهذه الظاهرة، يرى ان السبب

فى هذه العلاقة العكسية ربما يرجع إلى الطبيعة الخاصة للفترة الزمنية التى إستخدمتها الدراسة، كما سبقت الإشارة إلى ذلك سابقا.

وبالنسبة لمعامل التغير فى معدل الفائدة السنوى على الجنية المصرى (B5) مقارنة بمعدل الفائدة على الدولار الأمريكى ، والذى بلغت قيمته، (-0.0602)، فقد كشف

عن علاقة عكسية لسعر صرف الدولار بالنسبة للعملة الوطنية. وعلى العكس من ذلك فقد أكدت على علاقة طردية قوية مع قيمة سعر صرف العملة المحلية لدرجة أن 60% من التغير فى قيمة العملة الوطنية يمكن إرجاعها إلى التغير فى قيمة معدل الفائدة على العملة المحلية مقارنة بذلك المعدل على العملات الأخرى وبالذات الدولار الأمريكى. ومن ناحية أخرى، تشير بيانات الجدول السابق إلى أن قيمة الاحتمال P-

Value لهذا المعامل تساوى (0.0057)، وهى أقل من قيمة "t" الجدولية والتى تبلغ قيمتها المطلقة (3.426)، وهذا ما يؤكد على أهمية التغير فى معدل الفائدة على العملة المحلية مقارنة بالمعدل المقارن على الدولار الأمريكى ودور ذلك فى التأثير على التغيرات التى تحدث فى سعر الصرف.

أما بالنسبة لمعدل التضخم فى الاقتصاد المحلى وتأثيره على قيمة العملة الوطنية فى مقابل العملات الأجنبية، فتؤكد النظرية الاقتصادية على أهمية هذا الدور والعلاقة العكسية التى يحملها بالنسبة للتغير فى قيمة العملة الوطنية. وبمعنى أوضح تشير النظرية الاقتصادية إلى إرتفاع قيمة العملة الوطنية مع إنخفاض نسبة التضخم المحلى مقارنة بنسب التضخم على المستوى العالمى، والعكس أيضا صحيح.

وبالنسبة لنتائج النموذج فقد جاءت متسقة مع هذه الحقيقة، حيث تشير بيانات الجدول السابق إلى بلوغ قيمة هذا المعدل (0.07)، وهذا المعدل وإن كان منخفضا إلا أن تأثيره التراكمى على التغير فى سعر الصرف للعملة الوطنية فى الأجل الطويل- يصبح ذو أهمية. كما أن الإشارة الموجبة تشير إلى العلاقة الطردية مع التغير فى سعر الصرف الأجنبى (الدولار الأمريكى)، والعلاقة العكسية مع التغير فى قيمة الجنيه المصرى. ومن ناحية أخرى، تشير بيانات الجدول السابق إلى أن قيمة الاحتمال P-Value لمعمل التضخم النسبى تساوى (0.0988)، وهى أقل من قيمة

"t" الجدولية والتى تبلغ قيمتها المطلقة (1.803)، وهذا ما يؤكد على أهمية التغير فى المعدل النسبى للتضخم على قيمة العملة المحلية ودور ذلك فى التأثير على التغيرات التى تحدث فى سعر الصرف. ومن هنا يمكن القول أن نتائج النموذج تؤكد على أهمية

كل من السياسات النقدية والمالية فى التأثير على التغيير فى سعر صرف العملة الوطنية.

النتائج والتوصيات:

أكد البحث على حقيقة أنه - على الرغم من تنوع وتعدد نظم الصرف المتاحة فى الواقع الاقتصادي وتباينها ما بين نظم ثابتة ونظم حرة، وأخرى مرنة - فإن سعر الصرف لعملة بلدا ما لا يفضل أن يكون رقما ثابتا تقوم بتحديدته وتثبيتته سلطة ما بالدولة بصرف النظر عن مراحل التنمية والظروف الاقتصادية والاجتماعية الداخلية والخارجية وحالة الاقتصاد التي تمر بها الدولة. وأن سعر الصرف هذا، هو فى الأصل دالة فى مجموعة متغيرات حقيقية "الأساسيات"، ومتغيرات أخرى نقدية، ومن ثم فإن المسار التوازني لسعر الصرف، سوف يتأثر بكل من القيم الحالية والمستقبلية للمتغيرات الأساسية والمتغيرات الأخرى القابلة للتغيير مع تبدل السياسات الاقتصادية أو مع حدوث الصدمات الداخلية و الخارجية. وأن البحث عن التوازن المصاحب لسعر الصرف التوازني يجب أن يتضمن التوازن الداخلي والتوازن الخارجي للاقتصاد الوطني. ويتحقق التوازن الداخلي بتوازن كل من السوقين، سوق السلع وسوق العمل، فى الأجلين القصير والطويل فى ظل وجود معدل بطالة لا يؤدي إلى تسارع التضخم. (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment)، بينما يتحقق التوازن الخارجي بتوازن الميزان الجاري من خلال التدفق المستمر لرؤوس الأموال.

ويتفق البحث مع الأدبيات الاقتصادية - عن موضوع سعر الصرف - على ضرورة توافر مجموعة من العوامل التي يجب أخذها فى الاعتبار عند اختيار النظام المفضل لسعر الصرف والسياسات المساندة له و تتمثل فى، الأهداف الاقتصادية التي يسعى إلى تحقيقها صانع القرار الاقتصادي من النظام المفضل لسعر الصرف المختار، مصدر الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى السمات الهيكلية للاقتصاد. وعلى ذلك فإن تغيير الأهداف أو مصدر الصدمات أو هيكل الاقتصاد كلها أمور تستدعي تغييرا فى نظام الصرف الأنسب أو الأمتثل للاقتصاد المعنى. يشير البحث إلى أن التجربة المصرية الطويلة فى مجال التعامل مع نظم الصرف قد أكدت على أن برنامج الإصلاح الاقتصادي وهيكله المالية العامة وتحرير سعر صرف الجنيه المصري قد دفع بالفعل عجلة النشاط الاقتصادي من جانبي العرض والطلب على حد سواء. فقد مثلت إصلاحات إعادة الهيكلة فى النظام الضريبي بما فى ذلك توسيع القاعدة الضريبية وإعادة توزيع فوائض الدخل على المجتمع (سواء فى صورة خفض العبء الضريبي من على قطاعات المجتمع الأكثر احتياجا أو على

قطاع الاستثمار بشكل عام)، وتبسيط ورفع مستوى الإدارة الضريبية والجمركية، وكذا تحرير التجارة الخارجية عن طريق تخفيض الحواجز الجمركية، وتشجيع الصادرات، أهم الأطر الأساسية للإصلاح مما قلل من المشكلات الهيكلية ودفع بالنمو الاقتصادي إلى الامام. ومن ناحية أخرى، فإن تزايد معدلات النمو الاقتصادي، وكذلك تطبيق النظم الحديثة في إدارة الأصول الحكومية، والديون، والنقدية، مثلت في جوهرها أهم الإجراءات التي خفضت تكلفة برنامج الإصلاح الاقتصادي وساهمت في إنجاحه.

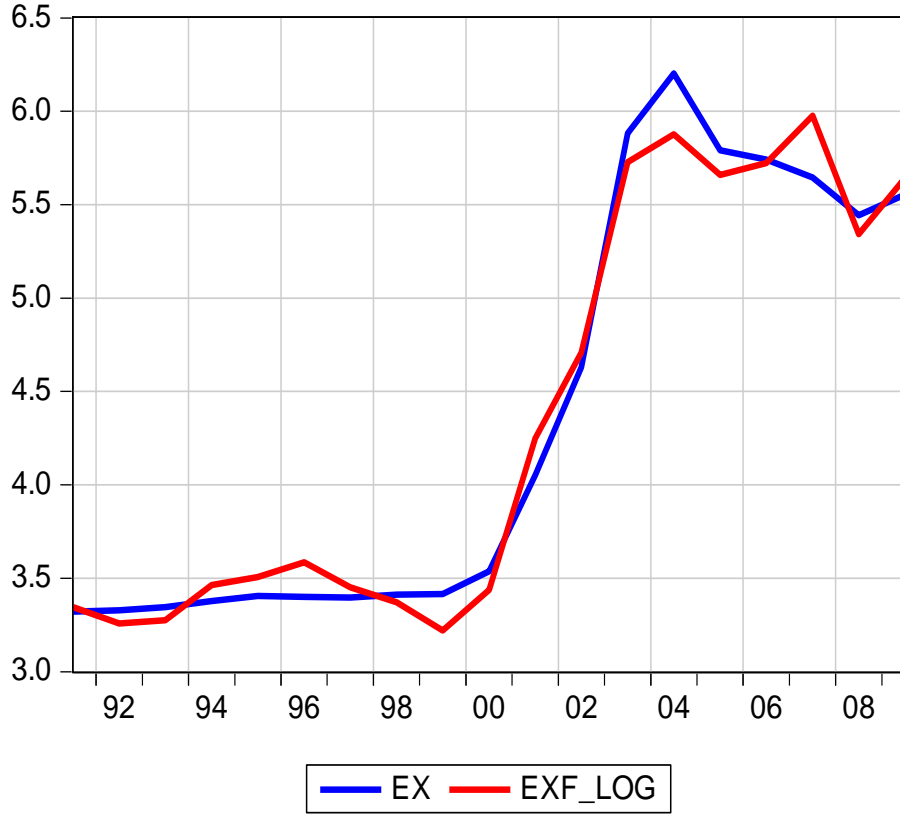
ومن ناحية أخرى أشار البحث - من خلال النتائج الكمية التي توصل إليها - إلى أن المتغيرات المستقلة، والمتمثلة في: نسبة خدمة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي، والإنفاق الحكومي العام والتراكم الرأسمالي، ودرجة انفتاح الاقتصاد المحلي على العالم الخارجي، وصافي تحويلات النقد من العالم الخارجي، ومعدل الفائدة على الجنيه المصري مقارنة بمثيلتها على الدولار الأمريكي، وأخيراً، معدل التضخم المحلي مقارنة مع العالم الخارجي- قد استطاعت أن تفسر ٩٥% من التغيرات التي تحدث في سعر صرف الجنيه المصري، والباقي ٥% يرجع إلى عوامل أخرى منها الخطأ العشوائي. ومن النتائج الهامة التي أشار إليها البحث، أن المديونية الخارجية للاقتصاد المصري لم يعد لها التأثير الحاسم في إحداث التغيير في القيمة التوازنية لسعر صرف الجنيه المصري وإنما أصبح لها تأثير هامشي. وتشير النتائج إلى الدور المحوري للتجارة الخارجية في إحداث التغييرات في سعر الصرف الجنيه حيث ترتفع نسبة مساهمتها في التغيير إلى ٦٤% وذلك في غير صالح الجنيه المصري وهو ما يجعل من سياسة تشجيع الصادرات وضبط حجم الواردات سياسة ضرورية لإحداث التوازن المطلوب في سعر صرف الجنيه المصري. العامل الآخر المهم والحاسم في إحداث التغيير المطلوب هو التغييرات في سعر الفائدة السنوي على الجنية المصري مقارنة بمعدل الفائدة على الدولار الأمريكي، حيث يساهم هذا العامل بنسبة لا تقل عن ٦٠% في إحداث التغيير الإيجابي في سعر صرف الجنيه المصري. أما بالنسبة لمعدل التضخم في الاقتصاد المحلي وتأثيره على قيمة العملة الوطنية في مقابل العملات الأجنبية، فقد جاءت نتائج النموذج متسقة مع ما تؤكدته النظرية الاقتصادية من أهمية هذا الدور والعلاقة العكسية التي يحملها بالنسبة للتغيير في قيمة العملة الوطنية. وهذا ما يؤكد على أهمية التغيير في المعدل النسبي للتضخم على قيمة العملة المحلية ودور ذلك في التأثير على التغييرات التي تحدث في سعر الصرف. ومن هنا يمكن القول أن نتائج النموذج تؤكد على أهمية كل من السياسات النقدية والمالية في التأثير على التغيير في سعر صرف العملة الوطنية.

وأخيراً: تشير النتائج الكمية للنموذج المستخدم إلي ضرورة الاهتمام والتركيز علي المتغيرات السابقة واعتبارها متغيرات رئيسية في عملية إدارة سعر صرف الجنيه المصري. وتشير نتائج النموذج إلي التطابق الكبير بين سعر الصرف الفعلي وسعر الصرف المبني علي البيانات التاريخية، وبناءا علي ذلك يمكن التأكيد علي إحتمال تواجد واحد من ثلاثة سيناريوهات في المستقبل:

الأول: إستمرار إرتفاع سعر الدولار الأمريكي في مقابل الجنيه المصري.
والثاني: إستقرار سعر الصرف الجنيه عند مستوي السنوات الأخيرة، أي عند مستوي يدور حول ٧ جنيه للدولار.
والثالث: الإنخفاض التدريجي لسعر صرف الدولار للوصول إلي معدل يتراوح حول ٥ جنيهات وهو المتوسط العام لسعر الصرف خلال فترة الدراسة.
وهذه السيناريوهات الثلاثة تتوقف علي أداء السلطات النقدية والمالية وقدرتها علي تعديل سلوك المتغيرات الأساسية ذات العلاقة الموجبة (سيناريو ١)، وذات العلاقة السالبة (سيناريو ٣)، وإجمالي سلوك المتغيرات بالنموذج (في السيناريو ٢).

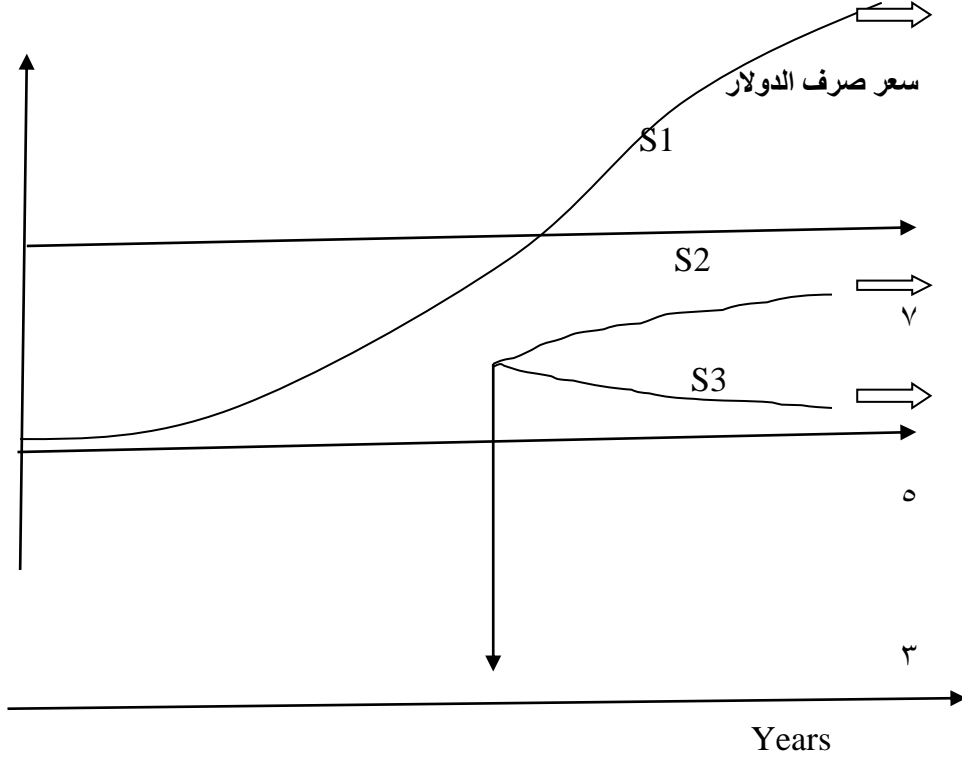
الملحق الاحصائي: Annex

أولاً: رسم بياني يقارن بين سعر الصرف الفعلي والمقدر من النموذج خلال فترة الدراسة من عام ١٩٩٠ وحتى عام ٢٠٠٩.



EX = OBSERVED NOMINAL EXCHANGE RATE
 EXF = ESTIMATED OF NOMINAL EXCHANGE RATE BY THE MODEL.

ثانياً: رسم بياني يبين السيناريوهات الثلاثة المحتملة لسعر صرف الجنيه المصري في المستقبل بناءً على نتائج النموذج.



٢٠١٣

سيناريوهات المستقبل بالنسبة لسعر صرف الجنيه المصري:

الأول: استمرار ارتفاع سعر الدولار الأمريكي في مقابل الجنيه المصري (S1).
 الثاني: استقرار سعر الصرف الجنيه عند مستوي السنوات الأخيرة، أي عند مستوي
 يدور حول ٧ جنيه للدولار (S2). الثالث: الانخفاض التدريجي لسعر صرف الدولار
 للوصول إلي معدل يتراوح حول 5 جنيهات وهو المتوسط العام لسعر الصرف خلال فترة
 الدراسة (S3).

After using the current price for the government expenditure and the current fixed capital formation and gather them in one element with log and the relative inflation

YEARS	Exchange RATE	Lin DEBT ServiceS/ GDP	Lin (100*(G/G DP1)+ I)	Lin (TRADE/G DP)	Lin (100*(NET T/GDP)	Lin (Econ o. Growth R)	Lin (Egypt Interest R.-US \$ Interest R.)	Lin Egypt Inflation/ world Inflation
السلاسل الزمنية للبيانات								
1991	1.200577	1.963325	3.476959	4.152791	2.415306	1.078838	2.880602	0.593327
1992	1.202266	1.86454	3.398077	4.082775	1.844932	4.431996	2.791676	0.58958
1993	1.207414	1.566095	3.406339	4.024062	2.086191	2.900791	2.641732	0.605542
1994	1.217493	1.458344	3.431218	3.924516	1.697986	3.973172	2.477938	0.19849
1995	1.225231	1.373298	3.423815	3.916913	1.689391	4.642459	2.386467	0.531166
1996	1.223797	1.22736	3.350225	3.849053	1.464969	4.988731	2.341405	0.098272
1997	1.222782	0.978867	3.363255	3.778223	1.574689	5.491131	2.240266	0.16446
1998	1.227345	0.790796	3.490776	3.735945	1.63929	4.036367	2.220109	0.26426
1999	1.228443	0.838878	3.503302	3.647055	1.636814	6.10546	2.197225	0.02114
2000	1.263348	0.597793	3.426074	3.664021	1.544786	5.368006	2.197225	-0.2578
2001	1.399221	0.697901	3.387066	3.684129	1.286548	3.535226	2.100061	0.55211
2002	1.532308	0.859493	3.42493	3.713257	1.39098	2.370489	2.047693	0.12738
2003	1.771917	1.175028	3.386317	3.832539	1.195604	3.193518	1.94591	0.304138
2004	1.82501	1.013542	3.39091	4.057333	1.241563	4.092072	1.94591	1.146365
2005	1.756336	0.931372	3.424749	4.142383	1.519692	4.471744	1.933934	0.167821
2006	1.747646	0.82651	3.434577	4.119339	1.475235	6.843838	1.791759	0.541351
2007	1.73074	0.802785	3.47148	4.175622	1.648108	7.087827	1.791759	0.611222
2008	1.694326	0.681128	3.50477	4.272109	1.858411	7.156284	1.998096	0.714384
2009	1.714564	0.444634	3.422547	4.041538	1.688725	4.64854	1.916923	1.3975
الإحصائيات الوصفية Descriptive Statistics								
Mean	1.4	1.1	3.4	3.9	1.6	4.5	2.2	0.3
Median	1.3	0.9	3.4	3.9	1.6	4.5	2.2	0.3
Maximum	1.8	2.0	3.5	4.3	2.4	7.2	2.9	1.4
Minimum	1.2	0.4	3.4	3.6	1.2	1.1	1.8	-0.6
Std. Dev.	0.3	0.4	0.0	0.2	0.3	1.6	0.3	0.5

أهم مصادر البحث:

- ١) الصادق، على ولطفة، نبيل، ٢٠٠٧. سياسات وإدارة الصرف في البلدان العربية، صندوق النقد العربي-معهد السياسات الاقتصادية ص١٧.
- ٢ E: هي سعر الصرف الأسمي النظري
- ٣ المعهد العربي للتخطيط، سياسات أسعار الصرف، جسر التنمية، العدد الثالث والعشرون نوفمبر/تشرين الثاني 2003 السنة الثانية صص.
- ٤ عبد الفتاح مرسى، طارق، ٢٠٠٣. دراسة ونظام للتنبؤ بسعر صرف الجنيه المصري، مجلس الوزراء، مركز معلومات مجلس الوزراء، عام ٢٠٠٣. صص
- ⁵ Edwards, Sebastian 1991. Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment, Exchange Rate Policy in Developing Countries, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, pp.5-50
- ٦ العباس، بالقاسم ٢٠٠٣. سياسات أسعار الصرف، جسر التنمية، العدد الثالث والعشرون، المعهد العربي للتخطيط، الكويت ٢٠٠٣، صفحة ٢-٤.
- ٧ مجلس الوزراء، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، نوفمبر ٢٠٠٥. حساب سعر الصرف الاسمي والحقيقي الفعالين في مصر (الإصدار الثانية)، صص ٧-٩.
- ⁸ Moosa, Imad, 2007. International Finance, An Analytical Approach, 2ND Edition, London, pp. 83-85
- ⁹ Domac, I. and Shabsigh, .G (1999). "Real Exchange rate Behavior and Economic growth: Evidence from Egypt, Jordan, Morocco and Tunisia". IMF Working Papers No: WP/99/40, P.P. 3-6.
- ¹⁰ Robinson, (1947). She stresses the point that "the notion of the equilibrium exchange rate is a camera. The rate of exchange, the rate of interest and , the level of effective wages ...etc. For more information, see, Robinson devaluation I, in, Falnders, M. (1989) Editors," International Monetary Economics 1870-1960. Between the classical and the new classical ", Cambridge , 1989. P.281
- ¹¹ Wiliamson, John 2008." Exchange Rate Economics". IMF Working Paper No. (2), The International Bank for Reconstruction and Development, P.P. 4-9.
- ¹² Edwards, Sebastian 1991. Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment, Exchange Rate Policy in Developing Countries, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, pp.5-50
- ¹³ عبد العلى، جيبلى، فيتالى ، كرامارنكو. اختيار نظم الصرف فى الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، صندوق النقد الدولي، واشنطن ٢٠٠٣ ص ص ٣-١٠
- ¹⁴ For more information, see: Garber, Peter M. The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System, In: Bordo, Michael D. and Eichengreen. B, editors A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform. University of Chicago Press, 1993. P. 462

- ١٥ اليوشع، أحمد هاشم. أزمة سياسات أسعار الصرف المربوطة ومستقبل النظام النقدي العالمي، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية - العدد ١٠١، السنة السابعة والعشرون، ٢٠٠١ صص ١١٨-١١٩.
- ١٦ جببلى، عبد العلى و كرامارتكو، فيتالي ٢٠٠٣. اختيار نظام الصرف في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. صندوق النقد الدولي، واشنطن، ص ٣
- ١٧ أحمد، شيماء حسين و عادل حشمت، ياسمين ٢٠٠٦. تحديد قيمة الجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، مجلس الوزراء. ص. ص. ٢٣-٢٤.
- ١٨ العيسية، سفيان ٢٠٠٧. الاقتصاد السياسي للإصلاح في مصر، فهم دور المؤسسات، اوراق كارنيغي، سلسلة الشرق الأوسط، العدد ٥، ٢٠٠٧، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، واشنطن، صفحات متعددة.
- ١٩ أحمد، شيماء حسين و عادل حشمت، ياسمين ٢٠٠٦. تحديد قيمة الجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، مجلس الوزراء. ص. ص. ٢٣-٢٤.
- ٢٠ خطاب، مختار ٢٠٠٣. الإصلاح الاقتصادى والخصخصة (التجربة المصرية)، ٢٠٠٣، مجلس الوزراء المصري. ص. ص ٧-٨.
- ٢١ محي الدين، محمود ٢٠٠٢، مرجع سبق ذكره
- ٢٢ خطاب، مختار ٢٠٠٣، مرجع سبق ذكره.
- 23 AL-Mashat, Rania A. and Grigorian, David A. 1998. Economic Reform in Egypt, Emerging Patterns and their Possible Implications. Policy Research Working Paper (WPS-1977), The World Bank. P2
- ٢٤ الجبالي، عبد الفتاح ٢٠٠٣. الجنيه المصري من التثبيت إلى التحرير ، كراسات إستراتيجية، العدد رقم ١٢٤ ، مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية، مؤسسة الأهرام، القاهرة، ص ص ٦-١٦
- 25 African Development Bank group, 2000. Egypt Economic Reform and Structural Adjustment Programme, Project Performance Evaluation Report (PPER), p 4. Table 1 and2.
- ٢٦ البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية (٢٠٠٣/٢٠٠٤) والأعداد التالية لها.
- ٢٧ البنك المركزي المصري. التقرير السنوب لعام ٢٠٠٧/٢٠٠٨، صص ٢٢-٢٣
- ٢٨ وزارة المالية، التقرير المالي ديسمبر ٢٠٠٥، صفحات متعددة.
- ٢٩ وزارة المالية، التقرير المالي السنوى خلال الفترة من ٢٠٠٢/٢٠٠٣ وحتى ٢٠١١/٢٠١٠.
- ٣٠ البنك المركزي المصري، التقرير السنوى، ٢٠٠٥/٢٠٠٦، والسنوات التالية حتى عام ٢٠١١/٢٠١٠.
- ٣١ وزارة المالية، التقرير المالي السنوى لعام ٢٠٠٥ وتقارير السنوات التالية لها حتى ٢٠١١/٢٠١٠.
- ٣٢ السويدى، سيف سعيد، ١٩٩٣. أثر تخفيض العملة على أداء الاقتصاد العماني، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية ، العدد ٦٩، السنة الثامنة، جامعة الكويت، إبريل ١٩٩٣. صفحة ١٢٢-١٢٩
- اليوشع، أحمد هاشم. أزمة سياسات أسعار الصرف المربوطة ومستقبل النظام النقدي العالمي، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية - العدد ١٠١، السنة السابعة والعشرون، ٢٠٠١ صص ١١٨-١٢٤.

³³ Mongardini, Joannes, 1998. "Estimating Egypt's Equilibrium Real Exchange Rate", International Monetary Fund, Working Papers WP/98/5. Washington D.C.

³⁴ Mongardini, Joannes, 1998. OB

٣٥ DEBT نسبة المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، (GOVEXP): نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، (TRADE): نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، (NETTRANS): نسبة صافى التحويلات الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، (GROWTH): معدل النمو الاقتصادي السنوي بالأسعار الجارية، (INTERESTR): نسبة معدل الفائدة على العملات المحلية إلى معدل الفائدة على الدولار، (RINFLATION): نسبة معدل التضخم المحلي إلى معدل التضخم العالمي.

٣٦ ملحوظة: الأرقام بين الأقواس تمثل قيمة احتمالات المعنوية:

* معنوية عند مستوى ١٠%،

** معنوية عند مستوى ٥%،

*** معنوية عند مستوى ١%.

³⁷ Gonzalo, Jesus, 1994, Five alternative methods of estimating long-run equilibrium relationships, Journal of Economics 60, pp. 203-233.

³⁸ The **Akaike information criterion (AIC)** is a measure of the relative quality of a [statistical model](#), for a given set of data. AIC deals with the trade-off between the complexity of the model and the [goodness of fit](#) of the model. As such, AIC provides a means for [model selection](#). For more information, see, Wikipedia, the free encyclopedia, http://en.wikipedia.org/wiki/Akaike_information_criterion.

٣٩ يجب توخي الحذر عند تفسير المعلمات المقدرة بسبب الاستعانة بالعديد من المؤشرات الوكيبة.

(Total Factor Productivity) تم عمل عدد من المحاولات لقياس أثر التغير التكنولوجي واستخدام متغير مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج، ولكن عند استخدام هذا المتغير في الحالة المصرية وجد أن تأثيره غير معنوي مما أدى إلى استخدام متغير النمو الاقتصادي الحقيقي عوضاً عنه.

*** معنوية عند مستوى ١%.

ملحوظة: الأرقام بين الأقواس تمثل قيمة احتمالات المعنوية:

* معنوية عند مستوى ١٠%،

** معنوية عند مستوى ٥%،