

## فك ارتباط العملة المحلية بالعملة الأجنبية وأثره على تعزيز الاستدامة المالية للاقتصاد الكلى: تطبيق على الجنيه المصرى

# Delinking the local currency from the foreign currency and its impact on enhancing the financial sustainability of the macroeconomy: application to the Egyptian pound

هشام سعيد محمد مصطفى

مدرس الاقتصاد – المعهد العالى للعلوم الإدارية

### المستخلص:

ناقش البحث موضوع هام هو فك الارتباط بين الجنيه المصرى والدولار الأمريكى وارتباط ذلك بقدرة الاقتصاد المصرى على توفير الموارد اللازمة من النقد الأجنبي لمقابلة العجز بين موارد النقد الأجنبي واستخداماته وهو ما يمثل حالة الاستدامة المالية للاقتصاد المصرى. وهدف البحث إلى تحليل الفجوة الدولارية وتحديد الارتباط بين هذه الفجوة وبين الموارد المطلوبة لسدها، كما هدف البحث إلى تحديد الموارد المطلوبة من العملة الأجنبية البديلة للدولار لضمان حالة الاستدامة المالية. وباستخدام المنهج القياسى تم تقدير معامل ارتباط بيرسون بين موارد النقد الأجنبي وحجم العجز الدولارى، تبين أن هذه النسبة ١٢٪ مما يشير إلى ضعف حالة الاستدامة المالية للاقتصاد المصرى. كما بينت الدراسة ضرورة تكوين سلة من العملات البديلة للدولار تعتمد على معيار الشراكة التجارية الخارجية مع مصر ومعيار القوة النسبية للعملة ويأتي على رأس هذه العملات اليورو واليوان الصينى، مما يضمن الاستقرار في الاقتصاد المصرى.

الكلمات المفتاحية: الاستدامة المالية، سياسات سعر الصرف، القوة النسبية للعملة.

### Abstract:

The research discussed an important topic, which is the decoupling between the Egyptian pound and the US dollar. This is linked to the ability of the Egyptian economy to provide the necessary foreign exchange resources to meet the deficit between foreign exchange resources and its uses, which represents the state of financial sustainability of the Egyptian economy. The research aimed to analyze the dollar gap and determine the correlation between this gap and the resources required to fill it. The research also aimed to determine the resources required from the foreign currency alternative to the dollar to ensure a state of financial sustainability. Using the experimental approach, the

Pearson correlation coefficient was estimated between foreign exchange resources and the size of the dollar deficit. It was found that this percentage is 12%, which indicates a weak state of financial sustainability of the Egyptian economy. The study also showed the necessity of forming a basket of alternative currencies to the dollar based on the criterion of foreign trade partnership with Egypt and the criterion of the relative strength of the currency. At the top of these alternative currencies are the euro and the Chinese yuan, which ensures stability in the Egyptian economy.

**Keywords:** financial sustainability, exchange rate policies, relative strength of the currency.

#### مقدمة:

يلعب الدولار الأمريكي دور هام في النشاط الاقتصادي المصري يظهر في تكوين الاحتياطي النقدي الأجنبي، وفى استخدامه لإتمام المعاملات وفى تقييم الأصول والخصوم على مستوى الاقتصاد الكلى. يدعم ذلك الدور تدنى المؤشرات الاقتصادية الكلية خاصة ارتفاع مستويات التضخم وارتفاع سعر الصرف، مما يعنى ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالعملة المحلية وهو ما يزيد من فرص التخلي عن الجنيه المصري لصالح الدولار وتعميق ظاهرة الدولار في الاقتصاد المصري.

على الجانب الآخر تظهر مشكلة الاستدامة المالية على مستوى الاقتصاد الكلى، والتي تتحقق عندما يكون هناك عجز في رصيد النقد الأجنبي نتيجة زيادة الاستخدامات عن الموارد في ذات الوقت الذى تتوفر فيه الموارد المالية الأجنبية الكفيلة بمقابلة هذا العجز، وهو ما يولد نوع من الثقة في الاقتصاد ويؤدى إلى الاستقرار والتوازن. وتقوم الاستدامة المالية للاقتصاد المحلى على عمل نوع من التنسيق المتبادل بين وحدات الجهاز المصرفي لتخصيص الموارد ومقابلة الاستخدامات، ورسم السياسات الاستثمارية والتمويلية المناسبة لتحقيق هذا التوازن المطلوب.

إن استخدام الدولار على نطاق واسع في الاقتصاد المصري وتداخله في العديد من مجالات النشاط الاقتصادي، في ذات الوقت الذى تسعى فيه الدولة مدعومة بتوصية من المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد والبنك الدوليين بتحقيق الاستدامة المالية، تستدعى بحث العلاقة بين رصيد النقد الأجنبي على مستوى الاقتصاد المصري من جهة ومدى توافر الموارد المالية المطلوبة من جهة أخرى للوصول إلى حالة من الاستقرار المالى على المستوى الكلى.

#### مشكلة البحث ونطاقها:

تتمثل مشكلة البحث فى محاولة الإجابة على التساؤلات التالية: ما هو رصيد النقد الأجنبي فى الاقتصاد المصري خلال الفترة من ٢٠١٦ حتى ٢٠٢٣؟ ما هى مؤشرات العجز فى النقد الأجنبي فى الاقتصاد المصري؟

هل يستطيع الاقتصاد المصري توفير الموارد النقدية الأجنبية المطلوبة لسد العجز في رصيد النقد الأجنبي على مر الزمن؟ في حالة الاستغناء عن الدولار الأمريكي كلاعب رئيسي في الاقتصاد المصري ما هي العملة البديلة له؟ وهل يجب أن تكون عملة واحدة أم يمكن أن تكون سلة من العملات؟ وما هي معايير تقديم هذا البديل من العملة الأجنبية؟ وما هو حجم النقد الأجنبي البديل المطلوب لسد هذا النقص؟

ويتم التعامل مع مشكلة البحث من خلال تحديد درجة الارتباط بين سلسلة زمنية تعبر عن رصيد النقد الأجنبي في الاقتصاد المصري، وسلسلة زمنية أخرى تعبر عن حجم موارد النقد الأجنبي خلال المتاحة نفس الفترة. فإذا كانت درجة الارتباط صغيرة دل ذلك على عدم وجود استدامة مالية، وإذا كانت درجة الارتباط كبيرة دل ذلك على وجود استدامة مالية.

يتم تطبيق مشكلة البحث على حالة الاقتصاد المصري وفي نطاق الاقتصاد الكلي خلال فترة زمنية قدرها ثمان سنوات وهي الفترة الممتدة من عام ٢٠١٦ حتى عام ٢٠٢٣ يتم خلالها رصد متغيرات الدراسة المستخدمة وتحديد قراءات شهرية لعمل سلسلة زمنية مكونة من ٤٠ مشاهدة حتى تعبر تعبيراً جيداً عن القيم الحقيقية للمتغيرات ولتجنب أية مشكلات قياسية مرتبطة بعدد مشاهدات السلاسل الزمنية.

#### أهداف البحث:

- (١) تحليل الفجوة بين موارد النقد الأجنبي واستخداماته في الاقتصاد المصري خلال الفترة من ٢٠١٦ حتى ٢٠٢٣.
- (٢) تحديد قيمة معامل ارتباط بيرسون بين رصيد النقد الأجنبي وحجم الموارد المتاحة منه خلال فترة الدراسة.
- (٣) تحديد البدائل المطلوبة من النقد الأجنبي لتحقيق الاستدامة المالية في الاقتصاد المصري.

#### أهمية البحث:

مناقشة هذا الموضوع له أهمية علمية وأهمية تطبيقية.

الأهمية العلمية تتمثل في انعكاس سياسة سعر الصرف المتبعة على حجم المعروض النقدي وما يتبعه من تغير في حجم القاعدة النقدية وتأثير ذلك على مستويات التضخم.

وتتمثل الأهمية التطبيقية للبحث في صياغة السياسة المناسبة لإدارة الاحتياطي النقدي الأجنبي، وعمل نوع من التنسيق بين وحدات الجهاز المصرفي لتخصيص الموارد ومقابلة الاستخدامات لتحقيق الاستدامة المالية على مستوى الاقتصاد الكلي.

### فروض البحث:

- (١) هناك فائض في استخدامات النقد الأجنبي في الاقتصاد المصري خلال الفترة من ٢٠١٦ حتى ٢٠٢٣.
- (٢) حجم الارتباط بين رصيد النقد الأجنبي وحجم الموارد المتاحة منه صغير مما يشير إلى عدم وجود استدامة مالية في الاقتصاد المصري.
- (٣) تعويض الاستخدامات المخفضة من النقد الأجنبي بعملة أجنبية بديلة هو الكفيل بتحقيق التوازن والوصول للاستدامة المالية.

### منهج البحث:

اعتمد البحث على المنهج الاستنباطي لدراسة وتحليل المشكلة من خلال عرض الإطار الفكري للموضوع ونتائج الدراسات السابقة وتطبيق ذلك على الاقتصاد المصري.

كما تم استخدام الأسلوب القياسي لجمع البيانات الخاصة بمتغيرات عرض النقود بمفهومه الضيق  $M_1$  وبمفهومه الواسع  $M_2$ ، وموارد واستخدامات النقد الأجنبي خلال فترة الدراسة ومعالجتها والتأكد من صحة السلاسل الزمنية المستخدمة ومدى سكونها، وعمل تقدير لقيمة ارتباط بيرسون بين المتغيرات لاستظهار العلاقة بين السلاسل الزمنية، وبالتالي التمكن من تحديد درجة الاستدامة المالية.

### خطة البحث:

تم تقسيم البحث إلى نقطتين رئيسيتين يتفرع منهما عدة نقاط فرعية كما يلي:

#### (١) الأساس النظري والدراسات السابقة.

(١/١) طبيعة ارتباط العملة المحلية بالعملات الأجنبية في الاقتصاد الكلي.

(٢/١) تأصيل الاستدامة المالية للاقتصاد الكلي.

#### (٢) التحليل الإحصائي واستظهار النتائج.

(١/٢) تحديد عمق ظاهرة إحلال العملة الأجنبية في الاقتصاد المصري.

(٢/٢) تحديد الارتباط بين رصيد النقد الأجنبي والموارد المتاحة منه في الاقتصاد المصري.

(٣/٢) تحديد العملة الأجنبية البديلة لتحقيق الاستدامة المالية في الاقتصاد المصري.

(١) الأساس النظري والدراسات السابقة:

(١/١) طبيعة ارتباط العملة المحلية بالعملات الأجنبية في الاقتصاد الكلي:

تختار كل دولة الطريقة التي تراها مناسبة لتحديد سعر صرف عملتها وربطها بالعملات الخارجية. ويتحدد ذلك في ضوء احتياجاتها من النقد الأجنبي وما يستتبعه من ثبات سعر الصرف أو مرونته، ففي حالة ثبات سعر الصرف تستطيع الدولة تجنب الصدمات الناتجة عن تقلبات سعر الصرف وما يليها من تأثيرات على العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية. وفي البديل الثاني وهو مرونة سعر الصرف يتجنب الاقتصاد الكلي آثار تلك الصدمات ويتمتع بالمرونة الكافية التي تجعله قادراً على التعامل معها (Senturk & Bayat, 2014). ويتوقف اختيار إحدى البديلين على العديد من العوامل منها استقرار النشاط الاقتصادي العالمي الذي ينعكس بشكل مباشر على العملة المحلية، فكلما زادت عوامل عدم استقرار المؤشرات الاقتصادية الكلية مثل انخفاض معدلات التبادل التجاري وتذبذب معدلات النمو زاد تفضيل أسلوب المرونة في ربط العملة المحلية بالعملة الأجنبية والعكس صحيح. كما يتوقف الاختيار أيضاً على الأهداف الاقتصادية التي تسعى الدولة إلى تحقيقها وعلى مرحلة النمو الاقتصادي التي تمر بها، وعلى طبيعة المميزات الاقتصادية التي يملكها والتي تظهر في الميزة التنافسية التي يتمتع بها الاقتصاد المحلي على الصعيد الدولي (Aizenman & Sun, 2012).

يؤثر نظام سعر الصرف السائد في الدولة على تدبير احتياجاتها النقدية الأجنبية من خلال قنوات الطلب على النقد الأجنبي، وينعكس ذلك على حجم الاحتياطات الأجنبية نظراً لأن الاقتصاد الذي يتبع نظام سعر صرف ثابت لا يعتمد على آليات عرض النقد الأجنبي وحجم الطلب عليه، وإنما يتوقف على القرارات الإدارية التي تتخذها السلطات النقدية بغرض السيطرة على الاستقرار في سوق الصرف الأجنبي. بينما يستخدم الاحتياطي الأجنبي في الاقتصاد الذي يتبع نظام سعر الصرف المرن كأحد أدوات السياسة النقدية غير المباشرة التي تستخدمها السلطات النقدية من أجل الوصول إلى الأهداف الكلية التي ترغب في تحقيقها، والتدخل لدعم العملة المحلية من الانخفاض المبالغ فيه بسبب تأثير العوامل الأخرى التي قد تزيد حدة المضاربة على ارتفاع سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية (Beak & Choi, 2018).

إن مجرد الاحتفاظ بجزء من الاحتياطي النقدي الأجنبي في صورة سائلة كفيلاً بدعم الثقة في الاقتصاد المحلي، ويزيد من النظرة الإيجابية لأدائه ويرفع من تصنيفه ويعزز قدرته على الوفاء بالتزاماته الخارجية، الذي ينعكس على استقرار العملة المحلية من جهة وعلى الحد من التقلبات الاقتصادية الداخلية والصدمات الخارجية من جهة أخرى (عفان، ٢٠١٧). كما أن السلطات النقدية المتمثلة في البنك المركزي تستطيع استخدام النسبة المتاحة لها من الاحتياطي النقدي الأجنبي خاصة في عند ربط العملة المحلية بالدولار عن طريق التأثير في عرض النقد

الأجنبي وتقديم القروض للبنوك. أو عن طريق تدبير الموارد اللازمة للاستخدامات الدورية التي تحتاج إلى نقد أجنبي مثل تأمين مخزون السلع الاستراتيجية أو حتى لمقابلة خدمة الديون الأجنبية (الشربيني، ٢٠١٨).

تستخدم السلطة النقدية الاحتياطي النقدي الأجنبي في نظام سعر الصرف الثابت ونظام سعر الصرف المرن غير أن آلية الاستخدام تختلف في كلا النظامين، فالدولة التي تتبع نظام سعر صرف ثابت لا غنى لها عن اللجوء إلى الاحتياط الدولي لكي يمكنها الحفاظ على استقرار سعر عملتها مقابل العملات الأجنبية الأخرى. أما الاقتصادات التي تربط عملتها بالعملات الأجنبية بنظام سعر صرف مرّن فإنها تعتمد على آليات السوق في تحديد قيمته عملتها المحلية، مما يعنى عدم ضرورة اللجوء إلى الاحتياطي النقدي الأجنبي إلا في حالات الضرورة القصوى، لأن آلية التصحيح في هذه الحالة تكون مختلفة حيث يتم إزالة أي خلل في المدفوعات الدولية من خلال آلية سعر الصرف، الذي يعكس فائض العرض أو فائض الطلب على العملة المحلية عن طريق مرونة الجهاز الإنتاجي، فيزيد حجم الناتج عند حدوث ارتفاع في سعر الصرف وينكمش حجم الناتج عندما يحدث انخفاض في سعر الصرف. في هذه الحالة يقتصر دور الاحتياطي النقدي الأجنبي على الاستخدام في الحالات التي لا يكون العرض الكلي قادراً على الاستجابة السريعة في التغيرات التي تحدث في سعر الصرف (Edwards, 2018).

تتبنى مصر نظاماً مرناً لربط عملتها بالعملات الأجنبية وأهمها الدولار في شكل تعويم لسعر الصرف (العربية، ٢٠٢٠). وهذا ما يعرضها لتراجع الجنيه أمام الدولار وتقلبه بشكل مستمر. حيث تم تعويم الجنيه في الربع الرابع من عام ٢٠١٦ فارتفع سعر صرف الجنيه مقابل الدولار من ٧.٨ جنيه / دولار إلى ١٨.١٣ جنيه / دولار، قامت السلطات النقدية بعدها بالعديد من الإجراءات للسيطرة على هذا الارتفاع على صعيد سعر الفائدة وعمل بعض الإصلاحات الهيكلية مما أدى إلى انخفاض سعر الصرف إلى ١٥.٦٦ جنيه / دولار، لكن الاقتصاد المصري لم يحقق الإصلاحات الهيكلية التي تمكنه من الحد من زيادة الطلب على العملة الأجنبية، ولم يستطيع مقاومة التداعيات الاقتصادية الناجمة عن الصدمات الخارجية (الموحد، ٢٠٢١).

وهناك انعكاس لسياسة سعر الصرف المتبعة على التضخم. فمع تزامن ارتفاع الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في مصر منذ تطبيق تعويم الجنيه وتحرير سعر صرفه في مقابل العملات الأجنبية في الربع الرابع من عام ٢٠١٦ وبلغ مستوى التضخم ٤٢٪ في نهاية عام ٢٠١٧ (الجهاز المركزي للإحصاء، ٢٠٢١) مما يشير إلى وجود ارتباط بين تطبيق سياسة من شأنها وجود علاقة مرنة بين العملة المحلية وبين مستوى التضخم. يرجع هذا الارتباط إلى تأثير المعروض النقدي بمفهومه الضيق ( $M_1$ ) وما يشمله من عملات ورقية ومساندة وودائع تحت الطلب لدى البنوك بانخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، مما يستلزم زيادة حجم القاعدة النقدية لكي يظل التوازن بين المعروض النقدي ومستوى الأسعار، وما يتبع ذلك من التوسع في الإقراض الذي ينعكس على المعروض النقدي، وتتوقف تلك الإجراءات بالطبع على طبيعة وحجم النشاط الاقتصادي المحلي، فكلما زادت

معدلات نمو الاقتصاد المحلي كلما زادت قدرته على امتصاص أثر الزيادة في حجم المعروض النقدي، في حين أن الاقتصادات ذات الأداء المتباطئ لا تقدر على استيعاب ذلك الأثر مما يعنى أن زيادة معدلات السيولة بسبب انخفاض سعر الصرف تنعكس بشكل كبير على معدلات الأسعار (Wagdi, Sherif, & Azmy, 2016).

إن وجود ارتباط قوى ومباشر بين وجود نظام مرن لسعر الصرف وبين معدلات التضخم يتوقف على عدة عوامل ومتغيرات منها حجم الاحتياطيات الدولية وحجم الأصول الجارية المتاحة لدى الدولة والتي تكون تحت إدارة السلطات النقدية، الأمر الذى يعينها على التدخل في الأسواق للتأثير على سعر الصرف مما يزيد من حجم الثقة في العملة المحلية. كما يتوقف تأثير سعر الصرف على مستويات التضخم على نسبة الاحتياطي الدولى إلى إجمالي الديون قصيرة الأجل والتي يجب أن تساوى الواحد صحيح، وهى تستخدم كميّار لتحديد كفاية الاحتياطي النقدي الأجنبي بحيث يجب أن يساوى حجم الدين الخارجي قصير الأجل خلال سنة.

هناك أثر مباشر لنسبة الاحتياطي النقدي الأجنبي إلى حجم الديون قصيرة الأجل على مستويات التضخم عند تعويم سعر الصرف. فعندما يرتفع سعر الصرف تلجأ السلطات إلى الاحتياطات النقدية الأجنبية لمعادلة أثر التعويم، وبالتالي فإن هناك علاقة عكسية بين نسبة كفاية الاحتياطيات الأجنبية وبين مستويات التضخم، لأن انخفاض حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي أو ارتفاع حجم الديون قصيرة الأجل أو كليهما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم. ولكن يلاحظ أن معامل الارتباط بين هذه النسبة وبين معدلات التضخم بسبب تعويم العملة ضعيفة (IMF, IMF, Access to Macroeconomic & Financial Data, 2021) لأن ذلك يتأثر بارتفاع المساعدات الدولية الكبيرة التي تؤدي إلى زيادة حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي الأمر الذى ينعكس على ارتفاع النسبة بين الاحتياطي الأجنبي والديون الأجنبية قصيرة الأجل.

إن هذا التحليل لا ينطبق على معظم الدول النامية ومن ضمنها مصر نظراً لعدد من الأسباب لعل أهمها عدم مرونة الجهاز الإنتاجى لمقابلة التغيرات في سعر الصرف. فنجد حدوث ارتفاع في سعر صرف الجنيه مقابل الدولار وزيادة حجم الواردات في نفس الوقت وعدم تأثر الصادرات بنسبة كبيرة (Oyinpreye, & Moses, 2015). كما أن دخول الاقتصاد المصرى دائرة العولمة الاقتصادية واندماجها في التكتلات الاقتصادية الكبيرة له تأثير على قدرتها في التحكم في إدارة الاقتصاد المحلى باستخدام الأدوات الاقتصادية المختلفة. حيث أن قيام البنك الفيدرالى الأمريكى برفع سعر الفائدة كفيل بقيام البنك المركزى المصرى برفع سعر الفائدة أيضاً، نظراً لأن ارتفاع سعر الفائدة على الدولار يزيد من الطلب عليه الأمر الذى يؤدي إلى ارتفاع قيمته مقابل العملات الأخرى ومن ضمنها الجنيه المصرى، لذلك يجب على السلطات النقدية المصرية أن تقوم وفى أسرع وقت برفع مماثل في سعر الفائدة على الجنيه المصرى وإلا سيؤدى ذلك إلى مزيد من انخفاض في قيمة الجنيه وزيادة ظاهرة الدولار مما يمثل ضغط على العملة المحلية ويؤدى إلى ارتفاع موازى في سعر الصرف.

يتوقف استخدام الاحتياطي النقدي الأجنبي لمواجهة تقلبات سعر الصرف على فترة الإبطاء التي يعمل فيها الاحتياطي (Madlener,, Bernstein,, & and Gonzalez,, 2014). ففي أوقات ارتفاع سعر الصرف يبدأ الاحتياطي النقدي الأجنبي في الاستنزاف بشكل كبير ومتسارع لكي يواجه انخفاض قيمة العملة لا سيما في الاقتصادات منخفضة القيمة المضافة التي تعتمد على تصدير المواد الخام بسبب عدم الاستفادة من انخفاض قيمة العملة ورفع الصادرات. وإذا أضفنا الأثر المترتب على زيادة حجم المديونيات الخارجية والتي تستلزم مبالغ كبيرة لخدمة الدين، فإن الاحتياطي النقدي الأجنبي يصبح غير قادر بشكل كبير على الحد من الأثار المترتبة على ارتفاع سعر الصرف، ويرجع ذلك إلى أن الاحتياطي يكون موجهة لسداد الديون قصيرة الأجل (Madlener,, Bernstein,, & and Gonzalez,, 2014).

هناك عدة معايير تحدد مدى كفاية الاحتياطي النقدي الأجنبي للتدخل في حالات اضطراب أسعار الصرف، ويجب على السلطات النقدية مراعاة تلك الأبعاد والمعايير لكي يصبح الاحتياطي الأجنبي من الأدوات المؤثرة لإعادة التوازن. وأول تلك المعايير هي النسبة بين حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي وحجم الديون الخارجية للاقتصاد. ويؤكد ذلك المعيار أن الدولة غير القادرة على سداد التزاماتها الخارجية لا بد وأن تقع في مشكلة ارتفاع سعر صرف عملتها (Berrospide, J, 2018). لذلك يجب أن تراعى تلك الدول أن يظل حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي لديها كبير لكي يغطي خدمات الديون الخارجية لديها لمدة عام كامل، لأن عدم القدرة على سداد تلك المديونيات قصيرة الأجل يعنى تعرض العملة المحلية لارتفاع في سعر صرفها مقابل العملات الأخرى.

كما يجب على الإدارة الاقتصادية أن تراعى عدد الأشهر التي تكون الاحتياطيات قادرة على تغطية الواردات، لأن ذلك المؤشر يرتبط بشكل كبير بسعر صرف العملة المحلية ويحد من قدرة الاحتياطي الأجنبي على التدخل لاستقرار سعر الصرف. وقدرت هذه النسبة عند مستوى ٣ أشهر أو بنسبة ٢٥٪ من إجمالي الواردات على المستوى الكلي، غير أن هذه النسبة التقليدية تعرضت للبحث والتحليل وأوضحت النتائج أنها لا تتسم بالكفاءة في تحديد قدرة الاحتياطي النقدي الأجنبي، لأن الدول التي تعاني من أزمات على مستوى الديون الخارجية وعلى مستوى انخفاض حجم الواردات غالباً ما تتعرض للأزمات المالية ولذلك عليها النظر بشكل مباشر في حجم المعروض النقدي ( $M_2$ ) بالنسبة للاحتياطيات الدولية، لأن تلك النسبة لها تأثير مباشر على كل من معدل التضخم السائدة وسعر الصرف (Kohlscheen & and S Andrade, 2018).

حينما تستخدم الدولة الاحتياطي النقدي الأجنبي لمواجهة أزمات سعر الصرف لا يجب عليها توخي النسبة بين حجم الاحتياطي وحجم الدين الخارجي فقط، إنما عليها الأخذ في الاعتبار حجم المعروض النقدي بمفهومه الواسع على أن يكون مرجحاً بدرجة مخاطر الاقتصاد الكلي والذي يأخذ نسبة تقع بين 0.05 - 0.2 في الاقتصادات التي تربط عملتها بالعملات الأخرى بنظام مرن، وبين 0.05 - 0.1 في الاقتصادات ذات سعر الصرف الثابت



(Kohlscheen & and S Andrade, 2018). ويتوقف هذا على حجم الاحتياطي وعلى حجم المعروض النقدي وعلى درجة المخاطرة وقد تعرض الاقتصاد المصري إلى انخفاض كفاية هذه النسبة خلال السنوات ٢٠١٢ - ٢٠١٥ حيث وصلت إلى 0.08 بسبب الاضطرابات التي مرت بها الدولة والاختلال في حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي فضلاً عن الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد الكلي بصفة عامة.

وعلى مستوى المؤسسات الدولية نجد أنها تولى اهتمام كبير بحجم الاحتياطي النقدي الأجنبي وطرق استخدامه باعتباره خط الدفاع الأول لسداد التزامات الدولة خاصة في الأجل القصير. لذلك فقد صدر عن صندوق النقد الدولي مؤشراً خاصاً بمدى كفاية حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي لمواجهة أزمات سعر الصرف، وقد توقف هذا المؤشر على نظام الصرف المتبع. فالدول التي تتبع نظام سعر صرف ثابت يجب أن تراعى عدد من المؤشرات التجميعية على المستوى الكلي وهي 0.1 من الصادرات، 0.1 من المعروض النقدي بمفهومه الواسع  $M_2$ ، 0.3 من الديون الخارجية قصيرة الأجل، 0.2 من الأصول الأخرى. أما على مستوى الاقتصادات التي تتبع نظام سعر صرف مرن يجب أن تكون النسب التجميعية هي 0.5 من الصادرات، 0.5 من المعروض النقدي بمفهومه الواسع  $M_2$  0.3 من الديون الخارجية قصيرة الأجل، 0.15 من الأصول الأخرى. ويتم قسمة حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي على القيم التجميعية السابقة كل حسب نظام سعر الصرف المتبع ويجب ألا يتعدى ناتج هذه النسب قيم تتراوح بين 1 - 1.5 (IMF, Assessing Reverse Adequacy., 2022). وبتطبيق هذا المؤشر على الاقتصاد المصري خلال الفترة ٢٠١٠ - ٢٠٢١ تبين أن هذه النسبة بلغت 1.18 مما يشير إلى أن كفاية الاحتياطي النقدي الأجنبي منخفضة في علاج اختلالات سعر الصرف.

ترتبط ظاهرة إحلال العملة الأجنبية بعدد من الظواهر الاقتصادية الأخرى. عندما تسود ظروف اقتصادية غير مستقرة وترتفع معدلات التضخم مصحوبة بقدر كبير من التحرر المالي الخارجي فإن ذلك يسمح للمقيمين من أفراد ومؤسسات بتبني العملة الأجنبية للقيام بأداء الأدوار التي تقوم بها العملة المحلية من وظائف سواء لأداء المعاملات أو لحفظ القيمة فيما يطلق عليه دولرة المعاملات، وتأخذ صور متعددة منها حيازة الأصول النقدية مباشرة في شكل عملة أجنبية غالباً ما يكون الدولار الأمريكي. أو حيازة الأصول المالية مقومة بالعملة الأجنبية. كما قد تقيم العقود والمبادلات بالدولار الأمريكي وهو ما ينعكس على تقييم الأصول والخصوم في الميزانيات بالدولار الأمريكي فيما يعد شكل من أشكال الدولار المالية (Williams & Sola, 2018).

بالرغم من تعدد أشكال الدولار إلا أن هناك عدة اعتبارات مشتركة لهذه الظاهرة، فدولرة المعاملات وإحلال العملة الأجنبية محل العملة المحلية في التعاملات الاقتصادية أو حتى الدولار المالية التي تظهر عند تقييم الأصول والخصوم، لها أبعاد اقتصادية وتكون مرتبطة بتدني المؤشرات الاقتصادية الكلية (Kodres & Pritsker, 2012). فعلى سبيل المثال تحدث دولرة المعاملات ويزيد احتفاظ الأفراد والمؤسسات بالدولار الأمريكي لسداد

المعاملات عندما يسود مستوى مرتفع من التضخم ويظل لمدة طويلة يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للعملة المحلية، وهو ما يضعف قدرتها على تنفيذ المعاملات الأمر الذي يعنى ضرورة وجود بديل قوى قادر على سداد تلك الالتزامات.

مع ارتفاع معدلات التضخم تزيد فرص التخلي عن العملة المحلية لصالح العملة الأجنبية، ويزيد ذلك الوضع إذا كان مصحوباً بارتفاع كبير في سعر الصرف، مما يدفع المتعاملين لإحلال العملة الأجنبية محل العملة المحلية تحت تأثير ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالعملة المحلية، وإعادة تقييم المحافظ الاستثمارية لصالح المستثمرين عندما يتم التقييم بالعملة الأجنبية، وبالتالي تقليل عنصر المخاطرة وارتفاع نسبة العائد، ويكون من نتائجها زيادة إحلال العملة الأجنبية (Rutasitara, 2014).

كما يتم أيضاً ربط التغير في معدلات الدولار بارتفاع سعر الصرف. ويفسر ذلك بأن التغيرات التي تحدث في أسعار الصرف تعمل على انتقال أثرها إلى الأسعار، فتزيد مستويات الأسعار بشكل واسع في كافة مجالات التعامل نتيجة ارتفاع سعر الصرف وانخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية، ويسعى المتعاملون إلى عزل تلك الآثار المترتبة نتيجة ارتفاع سعر الصرف على مستوى الدخل الحقيقي لديهم، ويتم ربط عقود التبادلات وأسعار السلع والخدمات والمستلزمات وعناصر الإنتاج والأجور بالعملة الأجنبية فيما يعرف بالدولة الحقيقية (Boyared & Gugliemo, 2001).

وهناك شكل آخر من أشكال إحلال العملة الأجنبية محل العملة المحلية في أنشطة الاقتصاد المحلى يتمثل في تقييم الأصول والخصوم. وتعد هذه العملية أمراً معقداً وضرورياً لأغراض مختلفة، كما أنها تتأثر بعوامل اقتصادية مختلفة مثل ظروف السوق واتجاهات الدورة الاقتصادية وديناميكية التفاعل بين العرض والطلب ودرجة التقدم التكنولوجى السائد في الاقتصاد المحلى، ففي أوقات الانكماش تنخفض قيمة الأصول نتيجة انخفاض الطلب وانخفاض القوة الشرائية للعملة المحلية. ويرتبط تقييم الأصول والخصوم للمؤسسات بحساب القيمة السوقية العادلة للأصول مما يعنى ارتباطها بمعدل التضخم السائد والمتوقع. كما قد يبنى على إعادة التقييم قرارات استثمارية مستقبلية يلزم لها تقدير عدة متغيرات اقتصادية من ضمنها قيمة العملة المحلية (Abid, Mehboob, & Hassan, 2012).

إن استخدام العملة الأجنبية في تقييم الأصول والخصوم يعطى انطباعاً سلبياً عن أداء الاقتصاد الكلى وعن قيمة العملة المحلية. كما أنه يؤدي إلى إعادة مراجعة قيمة الأصول والخصوم المقيمة بعد كل تغير في سعر الصرف لانعكاس ذلك على قيمتها بسبب تأثير فروق العملة. كما أن تقييم الأصول والخصوم بالعملة المحلية عند ارتفاع سعر الصرف ينعكس على تخفيض قيمتها بسبب انخفاض عملة التقييم، وذلك على الرغم من الأداء الجيد

الذي قد تحققه الأصول والخصوم والربحية المرتفعة المتحققة منها، مما يعنى وجود ازدواجية في قيم الأصول والخصوم على مستوى الاقتصاد الكلى (Williams & Sola, 2018).

هناك عدة دراسات تناولت موضوع سعر الصرف وانعكاساته المتعددة منها دراسة هدفت إلى مقارنة تأثير الأزمات الاقتصادية حسب الأنواع المختلفة لأنظمة أسعار الصرف وتحديد العلاقة بين هذه الأنظمة وبين التضخم وتحديد الاحتياجات من النقد الأجنبي. وتوصلت الدراسة إلى أن الأزمات الاقتصادية أثرت على معدلات النمو في الدول التي اتبعت أنظمة مرنة لأسعار صرف عملاتها (Bassiony & Bassyouni, 2023)

كما ناقشت دراسة أخرى حدود سعر الصرف المثلى الجاذبة للإستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر هدفت إلى التعرف على حدود سعر الصرف التي تمثل عاملاً جاذباً للإستثمار الأجنبي واختبرت الدراسة أثر سعر الصرف ومعدل التضخم والاستقرار السياسي والأمنى وعجز الموازنة العامة للدولة كمتغيرات مستقلة على قدرة الاقتصاد المحلى على جذب الإستثمار الأجنبي وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لسعر الصرف ويختلف هذا الأثر حسب قيمته، وأوصت الدراسة بضرورة الاستمرار في سياسة تعويم سعر الصرف (الغايش، ٢٠٢٢).

وفى دراسة أخرى هدفت إلى التعرف على الأنظمة المختلفة لسياسات سعر الصرف والتركيز على أثر سياسة سعر الصرف المرن المطبقة في مصر في الفترة من عام ٢٠٠٣ حتى عام ٢٠١٦ خاصة بعد تعرض الاقتصاد المصرى للعديد من الصدمات الخارجية، وانتهت الدراسة إلى نظام سعر الصرف اعتمد بشكل كبير على حجم الاحتياطي النقدى والطريقة التي يدار بها (الديناصورى، ٢٠٢٢).

وفى دراسة أخرى فحصت محددات سعر الصرف التي تعاملت مع المعروض النقدى ودرجة الانفتاح الاقتصادي وحجم الاحتياطي النقدى الأجنبي. وكشفت نتائج الدراسة عن أن احتياطات النقد الأجنبي وحجم العرض النقدى ذات تأثير معنوى إيجابي على تحديد سعر الصرف الحقيقي على المدى الطويل، وأن الانفتاح الاقتصادي في حساب رأس المال له تأثير معنوى إيجابي أيضاً على تحديد سعر الصرف، وأن سعر الصرف الحقيقي يعود إلى وضع التوازن بعد حوالي ٢١ شهراً عندما يتعرض لتشوهات خارجية (Abdelgany, 2020).

## (٢/١) تأصيل الاستدامة المالية للاقتصاد الكلى.

تأصيل الاستدامة المالية على مستوى الاقتصاد الكلى يتطلب مزيد من التوضيح لعدد من النقاط من أهمها المتطلبات الأساسية اللازمة لتطبيق الاستدامة المالية. والسياسات المناسبة لإدارة الموارد.

### متطلبات أساسية لتعزيز الاستدامة المالية:

هناك عدد من المبادئ الأساسية التي تؤدي إلى حالة الاستدامة المالية في الاقتصاد الكلى. جوهر هذه المبادئ هو عمل نوع من التنسيق المتبادل بين وحدات الجهاز المصرفي التي تعمل في الاقتصاد المحلى، بغرض تحديد

الأطر المطلوبة لتخصيص الموارد ومقابلة الاستخدامات وعمل الارتباط اللازم فيما يخص الآجال الزمنية المختلفة لكل من الموارد والاستخدامات. كما يهدف التنسيق أيضاً إلى وضع السياسات الاستثمارية المناسبة لتنفيذ هذا التوازن المطلوب (Bayai & Ikhide, 2021).

وبالنسبة للدول النامية ومن ضمنها مصر فإن أهم العوائق أمام تحقيق الاستدامة المالية هي مخاطر المديونية المرتفعة، والتي تظهر في ارتفاع نسبة الديون الخطرة بالنسبة لإجمالي القروض على مستوى الجهاز المصرفي، لذلك من المهم تحجيم القروض غير الميسرة والتي تتطلب قدر كبير من الضمانات الخارجية والداخلية والحد منها قدر الإمكان نظراً لأن تلك القروض تعتبر عقبة رئيسية في تدفق الموارد وفي تحقيق الاستدامة المالية. وأيضاً يراعى دراسة المخاطر المطلوبة لتخصيص الموارد، وتحسب حجم المخاطر بدقة وتقسّم بين مخاطر سوق ومخاطر تشغيل ومخاطر تمويلية ومخاطر أخرى، وتراعى الشروط الواجب توافرها في الاستخدامات المختلفة وتوجيه الموارد المطلوبة تجاه تلك الاستخدامات. مع الأخذ في الاعتبار شروط التمويل ذات الصلة من خلال إعطاء الأولوية لتخصيص الموارد في المجالات منخفضة المخاطر. وجدير بالذكر أن المؤسسات الدولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وضعت إطار مشترك يعمل على توجيه السياسات الخاصة بالاستدامة المالية لتحقيق القدرة على الاستمرار في تحمل أعباء الديون (Gupta & Mirchandani, 2019).

على السياسات التمويلية التي يجب أن تصاغ على مستوى الاقتصاد الكلي من أجل تحقيق حالة الاستدامة المالية أن تحرص بشكل كبير على إتاحة الفرصة أمام الاقتصاد المحلي بصفة عامة لكي يكون قادراً على معالجة المخاطر المرتبطة بالديون، كأن تحدد تلك السياسات الإجراءات المتبعة عند منح القروض وتخصيص الموارد، وتقييم أداء الوحدات المدينة بشكل كامل على أن يتم هذا التقييم في مختلف الآجال الزمنية القصير والمتوسط والطويل (Nakijoba, 2018). فعلى سبيل المثال تحدد سياسات البنك الدولي السياسات التمويلية التي يجب أن تراعى عند منح أي وحدة حكومية في أي بلد نامى تمويل معين في مجال التنمية المستدامة الأهداف المطلوب تمويلها بشكل واضح، على أن تكون تلك الأهداف محددة في شكل توقيتات زمنية مختلفة وقابلة للقياس بشكل دقيق. كما يتم مراجعة أداء تلك الوحدة المقترضة بشكل ربع ونصف سنوي للتأكد من تحقيق الأهداف ومقابلة الموارد للاستخدامات المطلوبة مما يؤدي إلى تحقق حالة الاستدامة المالية.

من الشروط اللازم توافرها لتعزيز الاستدامة المالية أن تصاغ السياسات الاقتصادية الكلية لتأكيد وتفعيل مبدأ الشفافية فيما يتعلق بالديون وكيفية إدارتها، لأن ذلك من شأنه وضع رؤية مستقبلية دقيقة فيما يخص حجم الديون والاستخدامات المطلوبة وحجم الموارد المطلوبة لمواجهة تلك الاستخدامات. كما أن التنسيق بين أصحاب المصلحة في عملية تخصيص الموارد على الاستخدامات المختلفة أمر ضروري لأن ذلك سيؤدي إلى صياغة السياسة المالية المناسبة لتقليل حجم المخاطر مما يدعم عملية الاستدامة المالية. ولا يمكن إغفال البنوك في عملية

الاستدامة المالية نظراً لأنها طرف أصيل يمثل الدائنين وهو الطرف القائم على استخدام الموارد الاستخدام الأمثل، وبالتالي يجب على هذه البنوك إنشاء حوار مشترك بينها وبين المؤسسات المالية الدولية بشأن التمويل والسياسات الاقتصادية المتعلقة بها لعمل التنسيق المناسب لصياغة سياسات كلية متناغمة الإطار الدولي الذي يميز انتقال الأموال على مستوى العالم.

إن تبادل المعلومات والشفافية في إصدار البيانات من العوامل الداعمة للاستدامة المالية لأن التنفيذ السليم لمتطلبات الاستدامة المالية سواء على مستوى تحديد الاستخدامات المختلفة وتحديد آجالها أو على مستوى تحديد الموارد المناسبة لها يتطلب الحصول على المعلومات المالية وغير المالية وغيرها من المعلومات المختلفة مما يعنى إرساء لسياسات الإفصاح وما يصاحبها من إجراءات ومعايير فيما يتعلق بالحدود القصوى للديون، والشروط المطلوبة لتقديم التمويل المناسب، والترتيبات الخاصة بمنح التمويل فيما يتعلق بتقديم الضمانات المختلفة وعقوبات التأخر في السداد وغيرها من الأمور المتعلقة بتخصيص الموارد (Noureldin, 2018). كما يتطلب الأمر في النهاية وجود بنية أساسية في مجال إنتاج وتبادل المعلومات تعزز شفافية السياسات ودعم المواقع الإلكترونية التي تيسر الحصول على المعلومات أو أية متطلبات أخرى سواء على مستوى المؤسسات العاملة في الاقتصاد المحلي أو على مستوى الاقتصاد الكلي بصفة عامة وربطها بالمواقع العالمية لتبادل وتنظيم المعلومات.

يجب على الدول التي تسعى لتطبيق الاستدامة المالية الاهتمام بالابتكار المالي والعمل على وضع حلول غير تقليدية لإضافة مزيد من الموارد على مستوى الاقتصاد الكلي، وخلق فرص تمويلية بديلة وحلول متنوعة تعمل على تعزيز قدرة الاقتصادات التي تطلب التمويل في توجيه الموارد للاستخدامات المختلفة، والعمل بشكل أكثر اتساقاً مع المؤسسات الدولية التي تمنح حلول تمويلية إضافية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وتقديم مزيد من الأدوات الجديدة، الأمر الذي يضيف مزيد من المرونة لأداء الاقتصادات التي تطلب التمويل، مما يجعل تلك الدول قادرة بشكل أكثر فعالية على تحقيق الاستدامة المالية (Pesaran & Shin, 2010).

#### اقتصاديات استخدام الموارد.

من العوامل الرئيسية والهامة في تحديد قدرة الاقتصاد المحلي على تطبيق الاستدامة المالية هو صياغة وتطبيق سياسات من شأنها حسن استخدام الموارد، وهو الأمر الذي يدعم الاقتصاد المحلي بشكل كبير أمام المؤسسات الدولية ويجعلها تتعامل معه بشكل أكثر اطمئناناً، ويزيد من فرص تحديد مخصصات موارد هذه المؤسسات الدولية وفق تطبيق هذه السياسات.

يعتبر الحصول على الموارد التمويلية ذات الشروط الميسرة هدف رئيسي لأغلب الاقتصادات المتلقية للمساعدات، غير أن هذا الهدف لا يتحقق بسهولة ويسر نظراً لأن الموارد التمويلية المتاحة تكون في أغلب الأحوال أقل بكثير من الاستخدامات المطلوبة مما يعيق مبدأ الاستدامة المالية التي تسعى الدول إلى تحقيقها،

ومن ثم يجب وضع أولويات لتخصيص الموارد وهي في المقام الأول تطبيق السياسات الكلية التي تضمن الحد من الفقر وتحقيق التنمية المستدامة والسعى لإدارة الموارد بالشكل الأمثل. مما يعين على تخصيص الموارد في المجالات الأكثر احتياجاً وهو ما يدعم كفاءة استخدام الموارد التمويلية (Hartarska & & Nadolnyak, 2017).

تتوقف قدرة الاقتصاد المحلي على تطبيق الاستدامة المالية وزيادة قدرته على تدبير الاحتياجات المالية المستقبلية على معيار تخصيص الموارد، ويحدث ذلك في البلد الذي يعمل على تطبيق السياسات التي تشجع النمو الاقتصادي المستدام وتحد من الفقر. وتختلف السياسات التي تصاغ من أجل تخصيص الموارد من بلد لآخر باختلاف تعداد السكان وتقسيمهم حسب الشرائح العمرية، ونصيب الفرد من الدخل الكلي، وتعتبر هذه العوامل وغيرها من المحددات المطلوبة لوضع سياسة مناسبة لاستخدام الموارد. فضلاً عن معايير الإفصاح والشفافية المطلوبة على مستوى المؤسسات وعلى المستوى الكلي.

عند رسم السياسات المناسبة لاستخدام الموارد يجب الأخذ في الاعتبار أداء الاقتصاد الكلي على مستوى المؤشرات الرئيسية مثل الاستهلاك الكلي والاستثمار الكلي، بالإضافة إلى العوامل الهيكلية والخارجية الأخرى مثل هيكل الاقتصاد الكلي ودرجة هشاشة الجهاز الإنتاجي ومرونة عوامل الإنتاج وحجم الصراع والعنف الذي يؤثر في أداء الاقتصاد الكلي. هذا الأمر ينعكس في شكل موارد إضافية يمكن تخصيصها من خلال رسم السياسات المناسبة على صعيد استخدام الموارد (Nwachukwu, 2014).

تشجع المؤسسات الدولية هذا التوجه في رسم سياسات تخصيص الموارد، وتتيح مزيد من المساعدات التمويلية من خلال نوافذ خاصة مثل نافذة التحديات الإقليمية التي تحدد حجم الصراعات والعقبات التي تحول دون استخدام الموارد بالشكل الأمثل. ونافذة التصدي للأزمات التي تخصص مزيد من الموارد لمواجهة الأزمات والكوارث الطبيعية أو الاقتصادية غير المتوقعة التي قد يتعرض لها الاقتصاد القومي وتحد على استخدام الموارد. وبطبيعة الحال فإن هناك نافذة للمجتمعات المضيفة وهي مخصصة للاقتصادات التي ترعى اللاجئين، وتعتبر بصفقتها مجتمعات مضيفة في احتياج لمزيد من الموارد التي تساعد على القيام بهذا الدور (Nwachukwu, 2014).

إن السعي لتحقيق التمويل المستدام من أهم مقومات تطبيق الاستدامة المالية. وعلى صعيد الاقتصاد المصري فقد قام البنك المركزي المصري بطرح العديد من المنتجات المصرفية والخدمات التمويلية للمساعدة في تحقيق التمويل المستدام، وقد راعى البنك المركزي المصري في هذه الطروحات العناصر البيئية والأولويات التي يحتاج إليها المجتمع بالإضافة إلى متطلبات الحوكمة، لكي يتم الوصول إلى تحقيق المنافع لكل من العملاء والممولين والمجتمع ككل، وتحويل التهديدات التي تواجه الاقتصاد المحلي إلى فرص حقيقية يمكن الاستفادة منها الأمر الذي يعنى استخدام التمويل المستدام كأداة قوية لتحقيق الاستدامة المالية.

إن إدارة المخاطر البيئية ومراعاة الأبعاد الاجتماعية في اتخاذ قرارات منح التمويل وتخصيص الموارد، بالإضافة إلى التركيز على المشاريع ذات البعد الاجتماعي مثل مشاريع الطاقة الجديدة والمتجددة والمشاريع الصحية والتعليمية ومشاريع الصناعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر والمشاريع كثيفة العمالة فضلاً عن الالتزام بالإطار العام للحوكمة وترسيخ مبدأ الشفافية والعمل على تفعيل نظم الرقابة الداخلية ونظم الرصد والمتابعة ورفع كفاءة التقييم، كلها أمور تهدف إلى تحقيق منفعة مستدامة يدعم استخدام التمويل المستدام كأداة قوية لتفعيل الاستدامة المالية.

على مستوى البنك المركزي المصري فإن القرارات التي يتخذها لتحقيق التمويل المستدام ودعمه لتحقيق الاستدامة المالية يجب أن تراعى التحديات البيئية التي تتمثل في ندرة الموارد البيئية سواء فيما يتعلق بالموارد المائية أو بموارد الطاقة. نظراً لأن هذه التحديات لها العديد من التبعات الاقتصادية والاجتماعية التي تؤثر وبشكل مباشر على التمويل المستدام وتخصيص الموارد، فيجب على القطاع المصرفي العامل في الاقتصاد المحلي أن يحدد الفرص المتاحة أمامه في الوقت الحالي أو في المستقبل لصياغة السياسات المناسبة واتخاذ القرارات التي تعمل على دعم التمويل المستدام، الأمر الذي يجعل منه مساهم بشكل كبير في الحفاظ على الاستقرار المالي على المدى الزمني الطويل. فلا يتم تخصيص الموارد إلا بعد إدارة مخاطر المناخ التي تقلل تعرض البنوك للمخاطر المالية المتعلقة بها، مما يجعلها قادرة على تحقيق الاستقرار المالي في المستقبل الذي قد ينشأ نتيجة تغير رغبات المستثمرين وقراراتهم الاستثمارية. ودعم الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية المختلفة.

من الأهداف الهامة التي يسعى البنك المركزي المصري إلى تحقيقها لتعزيز الاستدامة المالية خلق الفرص الاستثمارية المتجددة وضح المزيد من العملة الأجنبية عبر شرائح جديدة من المستثمرين الراغبين في تمويل مجالات أعمال منخفضة المخاطر ومتنوعة الأنشطة الاجتماعية، وأنشطة الشمول المالي والعمل في مجال زيادة الأعمال والشركات المتوسطة والصغيرة، الأمر الذي يزيد من قدرة البنوك على جذب المزيد من المدخرات، في ذات الوقت الذي يتأثر فيه أداء الشركات بشكل إيجابي مما يعنى انخفاض نسب المخاطر، وهو ما يدعم الاستقرار المالي ويعزز من الاستدامة المالية على مستوى الاقتصاد الكلي.

إن قيام القطاع المصرفي في الاقتصاد المصري بدعم التمويل المستدام يحقق بشكل كبير تحقيق الاستدامة المالية من خلال توجيه التمويل إلى أنشطة أكثر استدامة، ويعمل على تقديم حلول مالية ومصرفية جديدة ومبتكرة تؤدي إلى تقليل المخاطر التشغيلية ومخاطر السوق ومخاطر سعر الصرف بدرجات كبيرة. كما يقلل من فرص التعثر والعمل على استقرار المحافظ الاستثمارية للبنوك وهو ما يدعم بشكل كبير الاستدامة المالية. ويعزز فرص الاستثمار الأجنبي وضح المزيد من العملات الأجنبية في شرايين الاقتصاد المحلي خاصة من تلك الشريحة التي

تستهدف التمويل المستدام. والمساهمة بشكل كبير وإيجابي في تنمية المجتمع وخدمة شؤون البيئة والمحافظة عليها مما يعمل على تحسين الصورة الذهنية للقطاع المصرفي على المستويين المحلي والدولي.

يمكن رصد جهود البنك المركزي المصري في مجال دعم الاستدامة المالية من خلال إصدار المبادئ الاستراتيجية للتمويل المستدام لوضع الإطار العام للاستدامة المالية للقطاع المصرفي المصري. ودمج كافة العناصر البيئية والاجتماعية وكافة أطر الحوكمة في القرارات المتعلقة بمنح التمويل المستدام. كما بدأ البنك المركزي المصري في تهيئة المناخ العام لتعزيز الاستدامة المالية للاستفادة من الفرص المتاحة للتمويل المستدام وتخصيص الموارد في هذا الاتجاه، وأطلق العديد من المبادرات والبرامج التدريبية التي تحقق هذا الهدف، وأتاح مبالغ محددة للقطاع المصرفي لتستخدمها في منح تسهيلات ائتمانية لعملائها تحت مظلة التمويل المستدام بأسعار عائد منخفضة، مع التركيز على قطاعات مستديمة وذات علاقات تشابكية متعددة مثل قطاعات الطاقة الجديدة والمتجددة والقطاعات ذات الكثافة العمالية العالية، فأطلق مبادرات الشركات والمنشآت متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة لاستفادة المخازن البلدية والشركات الصغيرة بتسهيلات ائتمانية بسعر عائد ٥٪ متناقص لتمويل عملية التحويل للغاز الطبيعي. ومبادرة الشركات المتوسطة العاملة في مجال الصناعة والطاقة المتجددة بأسعار عائد ٧٪ وسعر عائد ١٢٪ متناقص لتمويل الأنشطة التشغيلية فيها. ومبادرات التمويل العقاري لمحدودي ومتوسطى الدخل. ومبادرة إحلال المركبات للعمل بالوقود المزدوج، ومبادرة القطاع الخاص الصناعي والزراعي ومبادرة قطاع السياحة، ومبادرة العملاء المتعثرين من الأشخاص الاعتباريين والطبيعيين، ومبادرة تمويل تحويل الأراضي الزراعية لاستخدام وسائل الري الحديثة والذكية (الجهاز المركزي للإحصاء، ٢٠٢١).

كما قام البنك المركزي المصري بتعزيز دور الجهاز المصرفي لتحقيق مبادئ التمويل المستدام وتحقيق الاستدامة المالية عن طريق إصدار تعليمات حماية حقوق عملاء البنوك، وتركيز الجهود لتحقيق المزيد من الشمول المالي، وإصدار قواعد العمل ونظم العمل بالخدمات الرقمية وتدعيم استخدام الهواتف المحمولة وانتشار العمل بأدوات الدفع الرقمية، كما قام البنك المركزي المصري بتوجيه البنوك بضرورة قياس البصمة الكربونية للأنشطة الصناعية التي تسعى للحصول على التمويل المستدام.

## (٢) التحليل الإحصائي واستظهار النتائج.

### (١/٢) تحديد عمق ظاهرة إحلال العملة الأجنبية في الاقتصاد المصري:

لكي نتمكن من الوقوف على حجم ظاهرة الدولار في الاقتصاد المصري ومدى سيطرة الدولار الأمريكي على حجم التعاملات وعلى استخدامه في عمليات تقييم الأصول والخصوم أو تحديد حجم التعاملات الائتمانية بالدولار الأمريكي، يجب تحديد حجم المعروض النقدي بالعملة المحلية بمفهومه الضيق  $M_1$  وبمفهومه الواسع  $M_2$  وتحديد نسبة المتداول منه بالدولار الأمريكي. وتحديد حجم نقود الاحتياطي بالعملة المحلية والعملة الأجنبية ومقدار



الأصول المقابلة للاحتياطي. وتحديد حجم السيولة المحلية والسيولة الأجنبية. ومقدار الودائع والائتمان بالعملية المحلية والعملية الأجنبية. وحجم التسهيلات الائتمانية والقروض بالعملية المحلية والعملية الأجنبية. والكمبيالات المخصصة للعملاء لدى البنوك بالعملتين المحلية والأجنبية. ومحفظة الأوراق المالية لدى البنوك بالعملية المحلية والعملية الأجنبية. وحجم العمليات التي تتم من خلال نظام التسوية اللحظية بالعملية المحلية والعملية الأجنبية.

### جدول (١)

#### مؤشرات القطاع المالي في الاقتصاد المصري بالعملية المحلية وبالدولار الأمريكي في العام المالي

٢٠٢٣/٢٠٢٢

(القيمة بالمليون جنيه)

بيان	بالعملة المحلية	نسبة %	الدولار الأمريكي	نسبة %
النقد المتداول	998592	100	-	0
صافي الأصول الأجنبية في الجهاز المصرفي	874526	100	-	0
ودائع البنوك لدى البنك المركزي	556326	100	-	0
الودائع الجارية	991825	61	634118	39
الودائع غير الجارية	4812410	75	1604137	25
ودائع حكومية	1841148	81	431874	19
الائتمان	7190138	76	2270570	24
التسهيلات الائتمانية	3003588	60	2002392	40
القروض	3448430	70	1477898	30
الكمبيالات المخصصة للعملاء لدى البنوك	73279	92	6372	8
محفظة الأوراق المالية لدى البنوك	3763388	79	1000394	21
عمليات تتم من خلال نظام التسويات اللحظية	15027 مليار		1175	

المصدر: النشرات الاقتصادية البنك المركزي المصري، أعداد مختلفة.

تشير إحصائيات البنك المركزي إلى أن حجم النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي في الاقتصاد المحلي بلغ 998 مليار جنيه، كما تشير الإحصائيات إلى تراجع صافي الأصول الأجنبية في الجهاز المصرفي إلى (875) مليار جنيه حيث بلغت (773) مليار جنيه في العام السابق، وهو ما يعني تراجع حقوق النظام المصرفي المستحقة لغير المقيمين مخصوماً منها الالتزامات بنسبة 13.2% ويشمل ذلك الأصول الأجنبية التي يحتفظ بها البنك المركزي المصري. وهو ما يعني أن الالتزامات بالعملات الأجنبية تجاوزت الحقوق التي يمتلكها الجهاز المصرفي من غير العملة المحلية بهذه النسبة.

وجاءت زيادة عجز صافي الأصول بسبب زيادة الالتزامات على البنك المركزي المصري بالعملة الأجنبية بنحو (975) مليون دولار خلال شهر سبتمبر ٢٠٢٣ فقط ليرتفع إجمالي العجز إلى نحو (45.42) مليار دولار، مقارنة بنحو (44.64) مليار دولار في سبتمبر الماضي. واتخذت الحكومة مؤخراً عدة قرارات بشأن بيع بعض أصولها إلى عدد من المستثمرين بهدف توفير سيولة دولارية، ونجحت في جمع ما يصل إلى 2.5 مليار دولار. من خلال بيانات الجدول السابق أيضاً يمكن استنتاج أن متوسط الودائع بالدولار الأمريكي في الاقتصاد المصري يبلغ %28 من إجمالي قيمة الودائع بقيمة إجمالية قدرها 2670 مليار دولار وهو يمثل إجمالي الاستخدامات الدولارية في الاقتصاد المصري. حيث بلغت %39 من إجمالي الودائع الجارية بقيمة قدرها 634 مليار دولار، وبلغت %25 من إجمالي الودائع غير الجارية بقيمة قدرها 1604 مليار دولار، وبلغت %19 من إجمالي الودائع الحكومية بقيمة قدرها 432 مليار دولار.

كما يمكن استنتاج أن إجمالي الأصول الدولارية بلغت نسبة %25 من إجمالي الأصول، حيث وصلت إلى %24 من قيمة الائتمان بقيمة قدرها 2270 مليار دولار، ونسبة %40 من قيمة التسهيلات الائتمانية بقيمة قدرها 2002 مليار دولار، ونسبة %30 من إجمالي قيمة القروض بقيمة قدرها 1477 مليار دولار، ونسبة %21 من قيمة محفظة الأوراق المالية بقيمة قدرها 1003 مليار دولار، ونسبة %8 من قيمة الكمبيالات المخصصة للعملاء لدى البنوك بقيمة قدرها 6 مليار دولار.

ومن خلال التحليل السابق لمؤشرات القطاع المالي في الاقتصاد المصري بالعملة المحلية وبالدولار الأمريكي في العام المالي ٢٠٢٢/٢٠٢٣ يمكن الوقوف على عدد من المؤشرات هي أن حجم المعروض النقدي  $M_1$  الإجمالي بالعملة المحلية بلغ نحو 1990 مليار جنيه، وأن حجم المعروض النقدي  $M_1$  الإجمالي بالدولار الأمريكي بلغ نحو 634 مليار دولار وهو ما يمثل نسبة %24 من إجمالي المعروض النقدي  $M_1$ .

كما أن حجم المعروض النقدي  $M_2$  الإجمالي بالعملة المحلية بلغ نحو 10679 مليار جنيه، وأن حجم المعروض النقدي  $M_2$  الإجمالي بالدولار الأمريكي بلغ نحو 2036 مليار دولار أمريكي وهو ما يمثل نسبة %19 أيضاً من إجمالي المعروض النقدي  $M_2$ .

كما بلغ حجم المعروض النقدي  $M_3$  الإجمالي بالعملة المحلية بلغ نحو 25146 مليار جنيه، وأن حجم المعروض النقدي  $M_3$  الإجمالي بالدولار الأمريكي بلغ نحو 6308 مليار دولار أمريكي وهو ما يمثل نسبة %25 من إجمالي المعروض النقدي  $M_3$  على مستوى الاقتصاد الكلي المصري.

من خلال العرض السابق يمكن تحليل الفجوة بين موارد النقد الأجنبي واستخداماته في الاقتصاد المصري. واستنتاج أن رصيد النقد الأجنبي حقق عجزاً قدره %3 على مستوى الاقتصاد المصري. حيث أن متوسط الودائع

بالدولار الأمريكي في الاقتصاد المصري يبلغ %28 من إجمالي قيمة الودائع وهو ما يمثل الاستخدامات. وأن إجمالي الأصول الدولارية بلغت نسبة %25 من إجمالي الأصول وهو ما يمثل الموارد.

### (٢/٢) تحديد الارتباط بين رصيد النقد الأجنبي والموارد المتاحة منه في الاقتصاد المصري.

لكي يتم تحديد قيمة معامل ارتباط بيرسون بين رصيد النقد الأجنبي وحجم الموارد المتاحة منه خلال فترة الدراسة، تم جمع بيانات سلسلة زمنية لمتغيرين رئيسيين هما رصيد النقد الأجنبي (fe) على مستوى الاقتصاد المصري خلال الفترة من ٢٠١٦ حتى ٢٠٢٣ وهو الفرق بين الموارد والاستخدامات من الدولار الأمريكي. والمتغير الثاني هو حجم الموارد المتاحة من الدولار الأمريكي (ar) على مستوى الاقتصاد المصري خلال نفس الفترة.

#### مصادر البيانات ومعالجتها:

تم استخدام البيانات الواردة في النشرات الاقتصادية والاحصائية الدورية الصادرة عن البنك المركزي المصري للحصول على البيانات الخاصة بحجم المعروض النقدي بالعملة المحلية  $M_1$  ،  $M_2$  وتحديد نسبة المتداول منه بالدولار الأمريكي. وتحديد حجم نقود الاحتياطي بالعملة المحلية والعملة الأجنبية ومقدار الأصول المقابلة للاحتياطي. وتحديد حجم السيولة المحلية والسيولة الأجنبية. ومقدار الودائع والائتمان بالعملة المحلية وبالعملة الأجنبية. وحجم التسهيلات الائتمانية والقروض بالعملة المحلية والعملة الأجنبية، وتتبع هذه القيم والحصول على رصيد النقد الأجنبي (fe)، وحجم الموارد المتاحة من الدولار الأمريكي (ar) عبر فترة الدراسة.

تم تصنيف البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة عبر سلسلة زمنية على مدار الفترة من نوفمبر ٢٠١٦ حتى سبتمبر ٢٠٢٣ من خلال مشاهدات شهرية قدرها ٨٣ مشاهدة لكل متغير مما يعد تعبيراً جيداً عن السلسلة الزمنية. كما تمت مراجعة السلاسل الزمنية لكل متغير للتأكد من عدم وجود قيم مفقودة أو قيم متطرفة مما يؤدي إلى خلل في القياس وظهور ميل في تحديد قيمة الارتباط بين رصيد النقد الأجنبي (fe)، وحجم الموارد المتاحة من الدولار الأمريكي (ar).

تم التأكد من أن قيم البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة توزع حسب التوزيع الطبيعي للبيانات عند مستوى دلالة إحصائية أقل من 0.01 عن طريق إجراء اختبار Kolmogorov – Simonov للسلاسل الزمنية. كما تم التأكد من عدم وجود تباين بين بيانات الدراسة من خلال نتائج اختبار Shapiro التي أكدت أن قيمة الدلالة الإحصائية للبيانات أكبر من 0.05 مما يعني أنه يمكن استخدام البيانات في العمليات القياسية وتحديد قيم الارتباط بينها بدون تشكك في صحة النتائج المتحصل عليها.

كما خضعت بيانات السلاسل الزمنية المستخدمة لاختبار التوزيع الطبيعي متعدد المتغيرات Univariate Normality Testing وأظهرت النتائج أن معامل الالتواء ومعامل التفرطح للبيانات المستخدمة تراوح بين

(-0.05: 0.05) وأن هذه النتائج تعنى أن بيانات السلاسل الزمنية لكل من رصيد النقد الأجنبي (fe)، وحجم الموارد المتاحة من الدولار الأمريكي (ar) تدخل في إطار التوزيع الطبيعي للبيانات وهو ما يدعم صحة نتائج التقدير.

وخضعت البيانات أيضاً للاختبار وأسفرت نتائج الاختبار عن أن قيم معامل تضخم التباين VIF أقل من 10 لكلا السلسلتين مما يفيد بعدم وجود ارتباط خطى Multicollinearity بين القيم وهو ما يعنى أن متغيرات الدراسة المستخدمة في التقدير تكون صالحة لإجراء تحديد قيمة معامل الارتباط بينها بشكل كبير.

وعند عمل الرسوم البيانية لمتغيرات السلاسل الزمنية المستخدمة في التقدير اتضح منها أن أغلب تلك البيانات غير ساكنة عبر الزمن، مما يعنى عدم إمكانية الاعتماد على قيم المتوسط Mean الخاص بها في تحديد قيمة الارتباط، أيضاً أن قيمة المتغيرات لا يمكن الاعتماد عليها في التعبير عنها باستخدام المتوسط. كما أكدت قيم Jarque- Bera أن قيم المتغيرات موجبة في أغلب الأوقات وأن توزيعها الاحتمالي تعدى 0.05 مما يعنى عدم ثبات السلاسل الزمنية المستخدمة عبر الزمن.

جدول رقم (٢): قيم اختبار Jarque- Bera ومواصفات السلاسل الزمنية للمتغيرات عبر الزمن

	Fe	Ar
Mean	1732.5	2251.7
Median	366.92	13.338
Maximum	5422.8	5548.4
Minimum	489.32	1852.4
Std. Dev.	1447.4	3002.2
Skewness	0.3997	1.8235
Kurtosis	4.9685	2.1148
Jarque-Bera	4.2694	5.6674
Probability	0.8869	0.4789

المصدر: النتائج المستخرجة من التحليل.

ولاختبار وجود جذر وحدة في السلاسل الزمنية المستخدمة في التقدير تم اختبار فرض عدم الذى يفترض أن  $H_0: \lambda = 0$  وهو يؤكد على أن السلاسل الزمنية بها جذر وحدة وهو يعنى عدم استقرارها عبر الزمن. وتم اختبار الفرض البديل الذى يفترض أن  $H_1: \lambda < 0$  وهو يؤكد أن السلاسل الزمنية لا يوجد بها جذر وحدة وهو يعنى استقرارها عبر الزمن. لذلك خضعت السلاسل الزمنية لاختبار Levin test وتم أخذ الفروق الأولى لها وتم التأكد من ثبات السلاسل الزمنية وأخذ الاتجاه الخاص بها مما يعنى أنها أصبحت تتمتع بتوزيع احتمالي أقل من 0.05. وأيضاً تم حساب قيم PP - Fisher Chi-square الأكبر من قيمتها الجدولية المتمثلة في ADF - Fisher

Chi-square وهو ما يدعم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل، مما يعنى التأكد من ثبات السلاسل الزمنية واستقرارها عبر الزمن. ويوضح ذلك جدول رقم (٢) التالي.

جدول رقم (٣) اختبار Levin test لتحديد ثبات السلاسل الزمنية واستقرارها عبر الزمن

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-3.99868	0.0000	9	186
Breitung t-stat	-1.63398	0.0386	9	169
		0.0424		
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-6.66389	0.0000	9	174
ADF – Fisher Chi-square	64.5586	0.0000	9	148
PP – Fisher Chi-square	185.448	0.0000	9	116

المصدر: مخرجات برنامج (spss)

تم اجراء اختبار ديكي- فوللر الموسع Augmented Dickey-Fuller test لضمان سكون السلاسل الزمنية واستقرارها عبر الزمن، وجاءت نتائج الاختبار تؤكد هذا الاستقرار حيث جاء التوزيع الاحتمالي للاختبار أكبر من 0.05 ووصل إلى 2.3305.

وللتأكيد على سكون السلاسل الزمنية واستقرار متغيراتها عبر الزمن تم اجراء اختبار ديكي- فوللر الموسع Augmented Dickey-Fuller test والذي جاء توزيعه الاحتمالي أكبر من 0.05 وقدر عند 2.3305 وهو ما تظهره بيانات جدول رقم (٣).

جدول رقم (٤): نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	2.005356	2.3305
Test critical values:		
	1% level	-4.889652
	5% level	-5.225896
	10% level	-1.635581

المصدر: مخرجات برنامج (spss)

وبتحديد قيمة معامل ارتباط بيرسون Pearson Correlation لكل من رصيد النقد الأجنبي (fe)، وحجم الموارد المتاحة من الدولار الأمريكي (ar) لتحليل العلاقة بين موارد النقد الأجنبي واستخداماته للوقوف على حالة الاستدامة المالية في الاقتصاد المصري، تم استخدام السلاسل الزمنية المعالجة للبيانات. ويوضح الجدول رقم (٤) معامل الارتباط.

جدول رقم (٥) معامل ارتباط بيرسون بين رصيد النقد الأجنبي (fe)، وحجم الموارد المتاحة من الدولار الأمريكي (ar)

		fe	ar
fe	Pearson Correlation	1	.122**
	Sig. (2-tailed)		.961
	N	83	83
ar	Pearson Correlation	.122**	1
	Sig. (2-tailed)	.961	
	N	83	83

المصدر: مخرجات برنامج (spss)

بتقدير قيمة معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرات ظهرت علاقة طردية ضعيفة قدرت بنسبة ١٢٪ بين رصيد النقد الأجنبي المتمثل في الدولار الأمريكي في الاقتصاد المصري وبين حجم الموارد منه خلال فترة الدراسة عند مستويات معنوية مرتفعة وصلت إلى ٩٦٪ مما يؤكد صحة النتائج. ويمكن تفسير تلك النتيجة بأن استخدامات المتعاملين في الاقتصاد المصري بالدولار الأمريكي والمتمثلة في دورة المعاملات وتبنى الأفراد والمؤسسات الدولار الأمريكي للقيام بأداء الأدوار التي تقوم بها العملة المحلية من وظائف سواء لأداء المعاملات كتحقيق الأصول أو لحفظ القيمة. أو الدورة المالية والتي تأخذ صور متعددة منها حيازة الأصول النقدية مباشرة في شكل الدولار الأمريكي، أو اللجوء لعمل ودائع جارية أو آجلة أو حتى حكومية. زادت تلك الاستخدامات بشكل كبير عن موارد النقد الأجنبي المختلفة التي يحصل عليها الاقتصاد المصري سواء من حجم الصادرات المصرية متضمناً النشاط السياحي وإيرادات قناة السويس وتحويلات المصريين بالخارج، أو حتى محفظة الأوراق المالية الدلارية والائتمان والتسهيلات الائتمانية والقروض الدلارية التي تظهر في النشاط الاقتصادي المصري كأهم الموارد من الدولار الأمريكي. في ذات الوقت الذي لا يوجد في الاقتصاد المصري الموارد الدلارية الكافية لتغطية تلك الفجوة بين الموارد والاستخدامات، وهو الأمر الذي ظهر في ضعف الارتباط بينهما والذي قدر بنسبة ١٢٪ فقط.

إن تقدير معامل الارتباط بين رصيد الدولار الأمريكي في الاقتصاد المصري - أي بين موارد الدولار الأمريكي واستخداماته والذي ظهر في شكل عجز على مدار فترة الدراسة الممتدة بين عامي (٢٠٢٣-٢٠١٦) - وبين حجم الموارد الدولارية خلال نفس الفترة أسفر عنه ارتباط ضعيف قدره ١٢٪ مما يعنى أنه الارتباط بين العجز في رصيد الدولار الأمريكي في الاقتصاد المصري وبين الموارد الدولارية ارتباط ضعيف وهو ما يعنى عدم قدرة الاقتصاد المصري على تحقيق الاستدامة المالية.

### (٣/٢) تحديد العملة الأجنبية البديلة لتحقيق الاستدامة المالية في الاقتصاد المصري.

من الأهداف الرئيسية للبحث هو تحديد العملة الأجنبية البديلة التي يمكن إحلالها محل الدولار الأمريكي لتحقيق الاستدامة المالية على صعيد الاقتصاد المصري، خاصة بعدما أظهرت نتائج تحديد معامل ارتباط بيرسون ضعف الارتباط بين العجز المتواجد بين موارد واستخدامات الدولار الأمريكي من جهة وبين موارد النقد الأجنبي المتاحة في الاقتصاد المصري من جهة أخرى، مما انعكس على ضعف حالة الاستدامة المالية على مستوى الاقتصاد الكلى. لذلك يجب الوقوف على معيار معين لاختيار هذه العملة البديلة وتحديد حجمها وفقاً لحجم العجز المتوقع في رصيد النقد الأجنبي في مصر.

لا يمكن الاعتماد على معيار الشراكة التجارية الخارجية للاقتصاد المصري وحده لتوفير البديل للدولار الأمريكي. ويرجع السبب في ذلك إلى أن أغلب الشركاء التجاريين لمصر هم دول لا تمثل عملاتها ثقل على المستوى الدولي. حيث جاءت الصين في المرتبة الأولى للشراكة التجارية مع مصر بحجم التبادل التجاري ١٣.١٢٥ مليار دولار في نهاية عام ٢٠٢٣ (world bank). وجاءت المملكة العربية السعودية في المرتبة الثانية بحجم تبادل قدره ١١.٥٢٦ مليار دولار، ثم الولايات المتحدة الأمريكية إجمالي تبادل تجاري ٩.٨٥٦ مليار دولار. ثم الإمارات العربية المتحدة بحجم تبادل تجاري بلغ ٨.٩٨٣ مليار دولار أمريكي، مما يؤكد على عدم قدرة أى من عملات هذه الدول لتكون البديل الأمثل للدولار الأمريكي، نظراً لضعف مساهمة اقتصاديات هذه الدول في حجم التجارة العالمية وعدم قدرة هذه العملات على الاستقرار والحفاظ على قيمتها عبر فترة زمنية طويلة (الإحصاء، ٢٠٢٢).

يمكن اعتماد معيار آخر لتحديد العملة البديلة لإحلالها محل الدولار الأمريكي في الاقتصاد المصري وهو معيار القوة النسبية للعملة. ووفق هذا المعيار يأتي اليورو كأحد أهم البدائل الواقعية للدولار الأمريكي على صعيد الاقتصاد المصري. حيث أنه يمثل 22% من احتياطيات البنك المركزي العالمي (United Nations Global 2022) ، مما يمثل دعماً قوياً للاقتصاد المصري على صعيد تكوين الاحتياطيات الدولية. غير أن تلك الميزة التنافسية لليورو تواجهه ببعض المشكلات التي تعترى الدول الأعضاء في منطقة اليورو على الرغم من الدور الكبير الذي يلعبه البنك المركزي الأوروبي للحفاظ على استقرار العملة، إلا أن البنك المركزي الأوروبي يواجه العديد من التحديات الصعبة منها تنوع الهياكل الاقتصادية داخل منطقة اليورو، حيث تتمتع دول مثل ألمانيا

وإيطاليا وفرنسا بهياكل اقتصادية مختلفة تماماً عن دول مثل سويسرا وهولندا ولوكسمبرج مما يجعل من الصعوبة صياغة سياسة نقدية واحدة تناسب الجميع، وهو ما ينعكس على قدرة اليورو على الاستقرار (Bagus, David, and Amadeus, 2014).

كما أن إحلال اليورو محل الدولار الأمريكي على مستوى الاقتصاد المصري يجب أن يأخذ في الاعتبار المستويات المرتفعة من الديون التي تحتفظ بها العديد من الدول الأعضاء في منطقة اليورو مثل اليونان وإيطاليا والبرتغال ومدى قدرتهم على سداد ديونهم والحفاظ على الاستقرار المالي والتي يمكن أن تحد من قوة اليورو على المستوى الدولي. كذلك يجب مراعاة المستويات البطيئة للنمو الاقتصادي لدى بعض الدول الأعضاء، مما يمثل تحدياً كبيراً يواجهه اليورو في منافسته للدولار على المستوى الدولي. ناهيك عن بعض التحديات الاقتصادية والسياسية في عدة دول أوروبية منها التصويت على خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي وصعود بعض الحركات الشعبية في أوروبا مما تمثل عوامل عدم يقين تجعل من الصعوبة الحفاظ على قيمة اليورو واستقراره على المستوى الدولي في الأجل الطويل.

وفى إطار اختيار العملة البديلة التي يمكن إحلالها محل الدولار الأمريكي في الاقتصاد المصري وفق معيار القوة النسبية للعملة يأتي اليوان الصيني الذي يمثل ما يوازي 3.2% من الاحتياطيات الدولية، وهو ما يمثل خطر يهدد هيمنة الدولار على المستوى العالمي (IFS, 2023). فضلاً عن ذلك تعد الصين الشريك التجاري الأكبر لأغلب التكتلات الاقتصادية ولأغلب دول العالم من ضمنها مصر، وهو الذي يرجح كفة العملة الصينية لتكون البديل المناسب للدولار الأمريكي في مصر. وقد قامت الحكومة الصينية بمجهودات كبيرة لدعم عملتها كبديل للدولار الأمريكي على المستوى العالمي، منها السماح للشركاء التجاريين بإجراء معاملاتهم الاقتصادية باليوان الصيني بدلاً من الدولار الأمريكي. كذلك توقيع العديد من الاتفاقيات لتبادل العملات والتي تتيح للشركات الصينية الاقتراض باليوان الصيني في هذه الدول مما يزيد من حجم الطلب على العملة الصينية (IFS, 2023). كذلك نشطت الحكومة الصينية سوق السندات بعملتها المحلية وسمحت للشركات الأجنبية العاملة في الصين بإصدار سندات باليوان وهو ما يدعم استخدامها كعملة احتياطي.

يدعم ترجيح اليوان الصيني كبديل مناسب للدولار الأمريكي في الاقتصاد المصري ما قرره المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في نوفمبر ٢٠١٥ بإضافة اليوان الصيني كعملة خامسة في سلة حقوق السحب الخاصة إلى جانب سلة العملات العالمية المعتمدة وهي الدولار الأمريكي والجنية الاسترليني واليورو والين الياباني (IMF, 2023). ويرجع هذا الاختيار لقوة الاقتصاد الصيني مما يدعم استقرار عملته حيث تعد الصين في المركز الثالث على مستوى الصادرات بعد الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي، وهو ما يعنى اعتبارها عملة واسعة



الاستخدام على مستوى المعاملات الدولية وفي أسواق التداول وأسواق النقد الرئيسية مما يدعم اختيارها كعملة احتياطي على المستوى العالمي.

وعلى الرغم من الجهود الدولية والصينية لاعتبار اليوان عملة احتياطي وعلى الرغم من الجهود المصرية بعمل اتفاقيات لإجراء عمليات مقاصة ومقايضة باليوان الصيني وهو ما يسمح للبنك المركزي المصري بالاحتفاظ بالعملة الصينية كجزء من الاحتياطي النقدي لديه. إلا أن السير في هذا الاتجاه يواجه بعدد من الصعوبات من أهمها عدم الاستقلالية الكاملة لبنك الشعب الصيني وتدخل الحكومة في صياغة بعض السياسات النقدية مما يفقد الثقة في استقرار العملة. أيضاً تعتبر الصين واحدة من أكبر المستثمرين في سندات الخزنة الأمريكية بنحو 2 تريليون دولار وأنها تحتفظ بنحو 3.1 تريليون دولار كاحتياطي وهو ما يضعف من قوة اليوان مقابل الدولار (صندوق النقد الدولي، ٢٠٢٣). كما أن الولايات المتحدة الأمريكية تعد الشريك الأول للصين على مستوى الصادرات وهو ما يزيد من الطلب على الصادرات حيث لن تقبل الشركات الأمريكية بتسوية معاملاتها باليوان الصيني.

ووفق معيار القوة النسبية للعملة أيضاً نجد أن وجود التكتلات الاقتصادية الدولية مثل تكتل بريكس يرحح كفة العملة الموحدة المقترحة للدول الأعضاء في التحالف كبديل هام للدولار على صعيد الاقتصاد المصري. نظراً لعدد من الأسباب لعل منها الاعتقاد الراسخ لدى قيادات دول التكتل بأنه لا ينبغي اعتبار استمرار هيمنة الدولار أمراً مسلماً به وأنه لابد من ظهور عملة بديلة تتوافق مع النظام التجاري العالمي. وطرح حلول وبدائل متنوعة عن طريق منح فرص تمويلية بديلة عن الدولار الأمريكي من خلال بنك التنمية الجديد. وما يدعم ذلك الطرح هو مدى مساهمة دول البريكس في الاقتصاد الدولي، حيث أظهرت بيانات صندوق النقد الدولي أن مساهمة دول التكتل بلغت ٢٦.٣٪ في الاقتصاد العالمي بنهاية ٢٠٢٢ مقابل ٤٤.٥٪ للدول الصناعية السبع. فيما بلغ حجم اقتصادات دول البريكس حتى نهاية عام ٢٠٢٢ ما قيمته ٢٦.٢ تريليون دولار. وسيطرت هذه الدول على ٢٠٪ من حجم التجارة العالمية (WTO, 2023).

على الرغم من تلك المزايا التنافسية لاقتصادات دول البريكس إلا أن منافسة الدولار على الهيمنة الدولية يعترضه بعض التحديات التي يجب أن تؤخذ في الاعتبار عند دراسة اعتماد العملة الموحدة لهم كبديل للدولار الأمريكي على مستوى الاقتصاد المصري. من تلك التحديات هو تجذر الدولار في التعاملات الدولية واعتباره المثلث الوحيد لأغلب السلع الاستراتيجية وهو ما يقحمه بشكل مباشر في أغلب التعاملات التجارية على مستوى العالم، مما يعني أنه متداخل نسبة كبيرة من اقتصاديات الدول الأعضاء في البريكس. كما أن هيكل مديونيات الاقتصاد المصري يشير إلى سيطرة الدولار الأمريكي على النسبة الغالبة منه، وحيث أن هدف دول البريكس طرح البديل المنافس للدولار وليس ضخ المزيد منه في الاقتصاد العالمي، فإن ذلك يعني أن إحلال العملة الموحدة

المقترحة لدول البريكس محل الدولار الأمريكي على مستوى الاقتصاد المصري لن يكون البديل الأنسب لا سيما في ضوء ارتباط الاقتصاد المصري بالولايات المتحدة وبالمؤسسات المالية الدولية.

### النتائج والتوصيات:

من واقع خطة البحث تمت مناقشة عدة نقاط أسفرت عن عدد من النتائج كما يلي:

- ١- تختلف الآلية التي تستخدم بها السلطة النقدية الاحتياطي النقدي الأجنبي حسب نظام سعر الصرف المتبع.
- ٢- يتأثر المعروض النقدي بتغير قيمة العملة الناتج عن سياسة سعر الصرف فتلجأ السلطات النقدية لتحريك حجم القاعدة النقدية لضمان الاستقرار بين المعروض النقدي ومستوى الأسعار.
- ٣- هناك أثر مباشر لنسبة الاحتياطي النقدي الأجنبي إلى حجم الديون قصيرة الأجل على مستويات التضخم عند تعويم سعر الصرف. إلا أن هذه النتيجة لا تنطبق على العديد من الدول النامية ومن ضمنها مصر.
- ٤- يتطلب تعزيز الاستدامة المالية للاقتصاد الكلي عمل نوع من التنسيق بين وحدات الجهاز المصرفي التي تعمل في الاقتصاد المحلي لتخصيص الموارد ومقابلة الاستخدامات وعمل الارتباط اللازم بينهما.
- ٥- مخاطر المديونية المرتفعة من أهم عوائق تحقيق الاستدامة المالية في مصر.
- ٦- يجب أن تصاغ السياسات الاقتصادية الكلية والسياسات التمويلية لمعالجة المخاطر المرتبطة بالديون وتفعيل مبدأ الشفافية لتحديد الاستخدامات وآجالها وتحديد الموارد المناسبة لها.
- ٧- تراجع صافي الأصول الأجنبية في الجهاز المصرفي بنسبة 13.2%. وهو ما يعني زيادة الالتزامات بالدولار عن الحقوق التي يمتلكها الجهاز المصرفي بالدولار بهذه النسبة.
- ٨- بلغ حجم المعروض النقدي بالدولار الأمريكي نسبة 24%، 19%، 25% من إجمالي المعروض النقدي  $M_1$ ،  $M_2$ ،  $M_3$  على التوالي.
- ٩- بلغ إجمالي الأصول الدولارية نسبة 25% من إجمالي الأصول. وبلغت إجمالي الاستخدامات الدولارية نسبة 28% من إجمالي الاستخدامات. مما يعني أن الفجوة بين موارد النقد الأجنبي واستخداماته في الاقتصاد المصري خلال الفترة من ٢٠١٦ حتى ٢٠٢٣ بلغت 3%.
- ١٠- ظهرت علاقة طردية ضعيفة قدرت بنسبة ١٢٪ بين رصيد النقد الأجنبي المتمثل في الدولار الأمريكي في الاقتصاد المصري وبين حجم الموارد منه خلال فترة الدراسة.
- ١١- ضعف حالة الاستدامة المالية في الاقتصاد المصري على صعيد استخدامات وموارد النقد الأجنبي. أي لا توجد الموارد الكافية من الدولار الأمريكي لمواجهة العجز الذي ظهر في رصيد الدولار الأمريكي في الاقتصاد المصري.

- ١٢- هناك عدة معايير لاختيار العملة البديلة للدولار الأمريكي على صعيد الاقتصاد المصري، وتتمثل أهم المعايير في معيار الشراكة التجارية الخارجية، ومعيار القوة النسبية للعملة.
- ١٣- لا يمكن الاعتماد على معيار الشراكة التجارية الخارجية فقط لاعتماد عملة بديلة للدولار، نظراً لأن عملات أغلب الشركاء التجاريين لمصر لا تتمتع بالقدرة على الاستقرار عبر الزمن لضعف مساهمتها في التجارة العالمية.
- ١٤- يمكن الاعتماد على معيار القوة النسبية للعملة في اختيار بديل للدولار على صعيد الاقتصاد المصري. ويأتي اليورو واليوان الصيني والعملة الموحدة المقترحة لدول البريكس كأهم البدائل، مع مراعاة السلبيات التي تخص كل بديل من البدائل المقترحة.

### التوصيات:

- ١- التدخل المؤقت والسريع في سوق سعر الصرف لتقييد الارتفاع المتتالي في سعر صرف الجنيه ولدعم الاستقرار المالي. دون أن يؤدي هذا التدخل إلى تغيير في السياسات الكلية بل يكون داعماً لها.
- ٢- عدم تأثر السياسة النقدية المصرية بالسياسة النقدية الأمريكية خاصة فيما يتعلق برفع سعر الفائدة نظراً لاختلاف السياسة التجارية الخارجية في كل من الولايات المتحدة ومصر.
- ٣- الحد من خروج رؤوس الأموال الأجنبية باستخدام إدارة تدفقات رأس المال وصياغة سياسات نقدية احترازية واستخدام الضوابط المرنة مثل توجيه إيرادات الصناديق السيادية للاستثمار في السندات المصرية.
- ٤- التعامل بالعملة المحلية مع الدول ذات العلاقات التجارية القوية مع مصر للحد من سيطرة الدولار الأمريكي على التعاملات في الاقتصاد المحلي.
- ٥- العمل على الحد من المديونيات الخارجية وعدم الاعتماد الكبير على المساعدات الخارجية.
- ٦- ضرورة زيادة الموارد الدولارية عن طريق تشجيع وحفز الصادرات، والحد من الالتزامات الدولارية مثل الودائع لتقليل حجم الفجوة بين الموارد والاستخدامات الدولارية.
- ٧- تكوين سلة من اليورو واليوان الصيني بنسبة معينة لتكون ضمن حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي المصري، مع دراسة نصف سنوية لتعديل هذه النسبة وفق معيار الشراكة التجارية المصرية الخارجية ومعيار القوة النسبية للعملة الأجنبية.

### بحوث مستقبلية:

يفتح البحث المجال لمزيد من التحليل المتعلق بموضوع انعكاس سياسات سعر الصرف على تحقيق الاستدامة المالية في مصر، ومن البحوث المستقبلية المقترحة:

١- دراسة أثر نسبة الاحتياطي النقدي الأجنبي إلى حجم الديون قصيرة الأجل على مستويات التضخم عند تعويم سعر الصرف في مصر.

٢- ارتباط السياسة النقدية المصرية بالسياسة النقدية الأمريكية وانعكاساتها على سعر صرف الجنية المصري.

## المراجع

- اتحاد المصارف العربية. (٢٠٢٠). أهمية الاحتياطيات الأجنبية في الدول العربية. العدد ٢٧. ٤.
- أحمد رشاد الشربيني. (٢٠١٨). نحو إدارة فعالة للاحتياطيات الدولية لمصر. سلسلة كراسات السياسات، معهد التخطيط القومي، مصر، الصفحات ٢٦-١.
- الإحصاء. (٢٠٢٢). الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، مصر.
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد. (٢٠٢١). نحو أداء اقتصادي أفضل للدول العربية. صندوق النقد العربي.
- الجهاز المركزي للإحصاء. (٢٠٢١). التقرير السنوي، النشرة الاقتصادية. الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، مصر.
- صندوق النقد الدولي. (٢٠٢٣). مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي: إصابات متزايدة وتعاف معطل ومعدلات تضخم أعلى. <https://www.imf.org/ar/Publications/WEO/Issues/2022/01/25/world-economic-outlook-update-january-2022>
- منال عفان. (٢٠١٧). الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي والاستقرار المالي في الدول النامية: دراسة حالة مصر. مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مجلد ١٨ (عدد ١)، الصفحات ٤١-٧٥.
- مسعد اسماعيل الغايش. (ابريل، ٢٠٢٢). حدود سعر الصرف المثلى الجاذبة للاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر. مجلة كلية السياسة والاقتصاد - كلية السياسة والاقتصاد - جامعة بني سويف (المجلد الخامس عشر - العدد الرابع عشر).
- هند الدناصوري. (ابريل، ٢٠٢٢). الاحتياطي النقدي الأجنبي كمحدد أساسي في اختيار نظم سعر الصرف في مصر في الفترة من ٢٠٢٠-١٩٩٠. مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية (المجلد الثالث عشر - العدد الثاني).
- A. Oyinpreye و K. Moses. (2015). The Effect of Exchange Rate Volatility on Share Price Fluctuations in Nigeria. *International Journal of Management and Applied Science*.
- Abid, S., Mehboob, I., & Hassan, R. (2012, October). The Impact of the Exchange Rate Fluctuations on Pakistan's Export Sectors: an Empirical Analysis Based on the Sectorial Data. *Asian Economic and Financial Review*, Volume 2(Issue 6).
- Aizenman, J., & Sun, Y. (2012). The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion: From „Fear of Floating“ to the „Fear of Losing International Reserves“? *International Review of Economics & Finance*, 24, pp. 250-269.
- Bagus, P., David, H., & Amadeus, G. (2014). Causes and Consequences of Inflation. *Business and Society Review*, pp. 119(4): 497-517.

- Bayai, I., & Ikhide, S. (2021). Financing Structure and Financial Sustainability of Selected SADC Microfinance Institutions (MFIs). *Annals of Public and Cooperative Economics*, pp. 665–696. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/apce.12207>
- Beak, S., & Choi, C. (2018). International Review of Economics & Finance. *International Review of Economics & Finance*, 24, pp. 105–129.
- Berrospeide, J. (2018). Exchange Rates, Optimal Debt Composition, and Hedging in Small Open Economies, Board of Governors of the Federal Reserve System. *Finance and Economics Discussion Series (FEDS)*, pp. no 2008–18.
- Boyared, D., & Gugliemo, M. (2001). Real Exchange Rate Effects on the Balance of Trade Conintegration and the Marshal – Lerner Condition. *University of East London*, pp. 50–65.
- E. Kohlscheen, and S Andrade. (2018). Official FX Interventions Through Derivatives. *Journal of International Money and Finance*, vol 47, no C, pp 202–16.
- Edwards, S. (2018). The Demand for International Reserves and Exchange Rate Adjustments: The Case of LDCs. *National Bureau of Economic Research*, No. w1174.
- Gupta, N., & Mirchandani, A. (2019). Corporate Governance and Performance of Microfinance Institutions: Recent Global Evidences. *Journal of Management and Governance*, pp. 24(4), 1–20.
- H. Bassiony, & G. Bassyouni. (2023). Contemporary Economic Crises in The Arab Region – Causes and Repercussions. *Journal of the Advances in Agricultural Researches JAAR*, Volume: 28 (2)
- Hartarska, v., & Nadolnyak, D. (2017). Do Regulated Microfinance Institutions Achieve Better Sustainability and Outreach? Cross-country Evidence. *Applied Economics*, pp. 39(10), 1207–1222.
- IFS. (2023). **International Monetary Fund (IMF)**, International Financial Statistics (IFS), available at: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=63140098>.
- IMF. (2021). IMF, Access to Macroeconomic & Financial Data. *Annual Report*.
- IMF. (2022). Assessing Reverse Adequacy. Available at: <https://www.imf.org/external/np/spr/ara/>
- IMF. (2023). **International Monetary Fund (IMF)**, Access to Macroeconomic & Financial Data. Available at: <https://data.imf.org/?sk=388dfa60-1d26-4ade-b505-a05a558d9a42>.
- Kodres, I., & Pritsker, M. (2012, April). A Rational Expectations model of financial contagion. *Journal of Finance*, p. 678.

- Madlener,, R., Bernstein,, R., & and Gonzalez,, M. (2014). Estimation of Energy Demand Elasticities, .  
*E.ON Energy Research Center, Rwthachen University*, , pp. 3(8), 1–59.
- Mohamad Abdelgany.(2020) Vol. 8 october, Determinants of Real Exchange Rate Evidence: from Egypt .  
*Journal of faculty of political and economic*.
- Nakijoba, S. (2018). Determinants of Nominal Effective Exchange Rate in Uganda (2000–2017): A Vecm Approach. . *Applied Economics and Finance*, , pp. 5(5), 45–58.
- Noureldin, D. (2018). Much ado About the Egyptian Pound: Exchange Rate Misalignment and the Path towards Equilibrium. *Review of Middle East Economics and Finance*, pp. , 14(2).
- Nwachukwu, J. (2014). Interest Rates, Target Markets and Sustainability in Microfinance. *Oxford Development Studies*,, pp. 42(1), 86–110.
- Pesaran, M., & Shin, R. (2010). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships.  
*Journal of Applied Econometrics*, 16.
- Rutasitara, I. (2014). Exchange Rate Regimes and Inflation in Tanzania. *African Economic Research*, pp. 14–26.
- Senturk, M., & Bayat, T. (2014). Exchange Rates and Foreign Exchange Reserves in Turkey: nonlinear and frequency domain causality approach. *Theoretical & Applied Economics*.
- United Nations Global , S. (2022). Annual Growth Rate of Real GDP Per Capita – Sustainable Development Goals. *United Nations Economic Commission for Europe*.
- Wagdi,, O., Sherif, A., & Azmy, M. (2016). The Correlation between Common Stock Return and Price Earnings (PE) Ratio: Egypt Case. . *Research Gate*.
- Williams, H., & Sola, A. (2018). An Empirical Investigation of the Determinants of Foreign Exchange in Nigeria. *Archives of Business Research* (6), pp. 54–65.
- World bank. (n.d.). World bank data Available at:. Retrieved from <https://data.worldbank.org/indicator>
- WTO. (2023). World Trade Statistical Review, World Trade Overview. *Annual Report Highlights of World Trade in 2002*, p. 10.