

محددات أزمة العملة في مصر: يوليو ٢٠٠١

Determinants of the Currency Crisis in Egypt; July 2001

(كلمات البحث: أزمة العملة، أزمات الصرف الأجنبي، محددات سعر الصرف

الجنيه المصري)

المجلة العلمية لكلية التجارة، جامعة حلوان، العدد الثالث، ٢٠٠٧.

د. أيمن محمد إبراهيم هندي

كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، القاهرة

كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك سعود، الرياض

بريد الكتروني:

ahendy@ksu.edu.sa

hendyayman@hotmail.com

ملخص

علي الرغم من الاستقرار النسبي في سعر صرف الجنيه المصري خلال عقد التسعينات، إلا انه بدأ من ١٩٩٨ ظهرت بوادر أزمة العملة في مصر، وقد تضاعفت نذر الأزمة حتى وصلت ذروتها في منتصف عام ٢٠٠١ لتعصف بقيمة الجنيه الذي فقد حوالي ٧١% من قيمته في ذلك الحين.

تهدف الورقة إلي تحليل أسباب تدهور قيمة الجنيه المصري وذلك بالبحث في نماذج "الأجيال الثلاث لأزمات العملة" عن العوامل الأكثر تأثيراً في قيمة الجنيه المصري.

وتعتمد منهجية البحث علي اختبار عدد كبير من المتغيرات وصولاً لأقل النماذج عدد في المتغيرات parsimonious المؤثرة علي معدل الصرف الحقيقي الفعال للجنيه المصري، وقد استخدم أسلوب التحليل البصري للمتغيرات بالإضافة لعدد من الأساليب الإحصائية والقياسية مثل مرشح هودريك وبرسكوت -Hodrick-Prescott، وتحليل جذر الوحدة، وتحليل التكامل المشترك لمتغيرات النموذج المقترح.

خلصت الورقة إلي ترجيح ثلاث متغيرات ذات تأثير معنوي ملحوظ علي تطور سعر صرف الجنيه وصولاً إلي الأزمة، وتلك المتغيرات هي عجز الموازنة العامة والعجز الخارجي وحجم الائتمان المحلي.

مقدمة:

في أوائل التسعينات من القرن الماضي انطلق برنامج التحرير المالي في مصر بسلسلة من الإجراءات التي هدفت في مجملها إلي القضاء علي الكبح المالي الذي استقرت عليه السياسات النقدية والمالية المصرية منذ منتصف السبعينات وحتى نهاية الثمانينات. ولم يكن هذا البرنامج منفصلا عن حزمة الإجراءات التي تشكل منها آنذاك برنامج تحقيق الاستقرار والتعديل الهيكلي الذي بدأ في ١٩٩١، فقد حررت معدلات الفائدة وسعر الصرف، كما بدأت حينئذ إجراءات إصلاح النظام المصرفي.

وخلال السنتين الأولى والثانية من برنامج التحرير المالي، استبدلت أشباه الضرائب المرتبطة بسياسة الكبح المالي بموارد حقيقية للتمويل، كالسندات الحكومية وأذون الخزانة. ولذا قفزت أسعار الفائدة إلى مستوى قياسي في حدود ٢٠ بالمائة، وهو ما حفز تدفقات رأس المال الخاص لتكون كإيداعات بالنظام المصرفي أولا، ثم كاستثمارات ببورصة الأوراق المالية في نهاية عام ١٩٩٤ ثانيا. فمع تطبيق برنامج الخصخصة تم تطوير البورصة المصرية لتكون أداة فعالة في تعبئة الموارد المحلية والأجنبية، وكذا ما يمكن ان تسهم فيه من تقييم لشركات القطاع العام المزمع خصصتها.

وقد كان الحصاد الاقتصادي طيبا في مصر خلال السنوات العشر الأولى من برنامج التحرير المالي، حتى بعد مأساة الأقصر أواخر ١٩٩٧ والتي تدهورت علي أثرها حصيلة البلاد من لصرف الأجنبي، ومنذ أوائل عام ٢٠٠١ وحتى عام ٢٠٠٣ عصفت الأحداث الداخلية والخارجية بقيمة الجنيه المصري، وهو ما أدى لأثار اقتصادية عديدة لافتة.

تهدف هذه الورقة إلى تحليل أسباب أزمة العملة في مصر أوائل عام ٢٠٠١، وذلك علي النحو التالي: خصص الجزء الأول لاستعراض تطور سياسة سعر الصرف في مصر منذ بداية التحرير المالي في ١٩٩١ وحتى الأزمة، وخصص الجزء الثاني للمراجعة النظرية لأزمات العملة، أما الجزء الثالث فقد افرد لقياس النموذج المقترح للعلاقات محل الدراسة، وأخيرا الجزء الرابع من الورقة للنتائج والتوصيات.

١. تطورات سياسة سعر الصرف في مصر من التحرير إلى الأزمة:

لقد اعتمدت السياسة النقدية في مصر نظام أسعار الصرف المتعددة حتى أكتوبر ١٩٩١، وهذا التاريخ يمثل البداية الحقيقية لإصلاح سوق الصرف الأجنبي وذلك بتوحيد سعر الصرف في سعر واحد مربوط بالدولار الأمريكي، بالإضافة لذلك سمح للقطاع الخاص بخدمات الصيرفة للتجارة في العملات، وقد استمر سعر الصرف عند ٣.٢٤ جنيه للدولار حتى أواخر ١٩٩٤. عندها عدل إلى ٣.٣٩ جنيه للدولار، واستمر كذلك حتى يونيو ٢٠٠٠ حين وصل إلى ٣.٤١ جنيه للدولار. وذلك علي الرغم من التدفقات الكبيرة التي حصلت عليها مصر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي والتي يمكن تقديرها من خلال الزيادة الكبيرة في الودائع، والزيادة في الاحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية. لقد قدرت حجم الودائع البنكية بحوالي 120,175 مليون جنيه في 1995، والتي كانت 15,978 مليون جنيه في ١٩٨٥.^١

^١ IMF, IFS أعداد متفرقة.

تعود البدايات الحقيقية لأزمة العملة في مصر إلي أوائل عام ٢٠٠١، عندما أخذت العملة في الاختفاء لتظهر السوق السوداء مرة أخرى. وعلى الرغم من محاولات الحكومة - منذ مأساة الأقصر ١٩٩٧ والانهييار الكبير في الإيرادات السياحية من جانب وانهيار أسعار النفط من جانب آخر - التخفيف من وطأة الحالة بسوق الصرف الأجنبي من خلال الاستنزاف المستمر لاحتياطيات الصرف الأجنبي، تلك التي هبطت بدورها من حوالي ٢٢ مليار دولار في ١٩٩٨ إلي ١٤ مليار دولار في فبراير ٢٠٠١، إلا أنها لم تتجح أو لم تكن تكفي لتمويل تحويلات أرباح الشركات الأجنبية العاملة في مصر، وكذا تمويل واردات الشركات المصرية.

في يوليو ٢٠٠١ خفض الجنيه إلي ٣.٨٦ جنيه للدولار الأمريكي، ثم خفض مرة أخرى في الشهر التالي (أغسطس) إلي ٤.١٥ جنيه للدولار، مع توسيع نطاق التغير إلي ٣%. ولم ينجح ذلك كله في تهدئة المخاوف بل زاد من مخاطر التقلبات، وضاعف من توقعات التخفيض والمضاربات علي هبوط الجنيه. ويكفي للتدليل علي ذلك ان فروق معدلات الفائدة علي الودائع بين مصر والولايات المتحدة - ١٠% مقابل ٣.٧%- قد كانت في صالح الجنيه، ولكنها أيضا لم تفلح في جذب رؤوس الأموال الأجنبية^٢.

وفي منتصف يناير من العام التالي ٢٠٠٢ تم تخفيض الجنيه الي ٤.٥١ جنيه للدولار مع توافر احتمالات قوية - في ذلك الوقت - لتخفيض جديد، نظرا لان سعر السوق السوداء في ذلك الوقت قد وصل إلي الخمس جنيهات للدولار تقريبا^٣.

^٢ Euromoney, Sep.(2001), Iss. 389
^٣ Corporate Finance, Feb.(2002), Iss. 207

مما لاشك فيه ان أحداث ١١ سبتمبر ٢٠٠١ بالولايات المتحدة الأمريكية قد أفقدت الاقتصاد المصري المزيد من الإيرادات السياحية، وقد قدر الانخفاض في الإيرادات السياحية في ذلك الوقت بحوالي ٢ بليون دولار، مع ملاحظة ان الإيرادات السياحية كانت منخفضة أصلا بعد أحداث الأقرصر في أغسطس ١٩٩٧. أضف إلي ذلك انخفاض إيرادات قناة السويس مع تصاعد نذر الحرب في منطقة الشرق الأوسط.

وقد وصل الأمر إلي عدم قدرة الصادرات السلعية علي تغطية نصف الواردات، حيث يبلغ الأول حوالي ٦ بليون دولار مقابل ١٤ بليون دولار للواردات. وقد زادت تلك التطورات من توقعات السوق فتحوّلت تعاملات سوق الصرف الأجنبي وبنسبة تتراوح بين ٦٠% إلي ٧٠% إلي السوق السوداء، بعد ان كانت في حدود ٥% فقط قبل هذه التداعيات.^٤

وفي ٢ فبراير ٢٠٠٢ طلبت الحكومة المصرية من الدول المانحة لها ان تمدّها ما بين ٢ إلي ٢.٥ بليون دولار، كمساعدات عاجلة نظرا للتدهور الشديد في أوضاعها الاقتصادية عقب أحداث ١١ سبتمبر. لقد فضلت الحكومة المصرية عدم الاقتراب من مستوي ١٤ بليون دولار، وان تحصل علي دعم إضافي من المانحين الدوليين أو من صندوق النقد الدولي.^٥

لقد أثرت التداعيات السابقة كثيرا علي معظم الشركات المصرية حتى تلك الكبيرة منها خلال النصف الأول من ٢٠٠٢.^٦ كما ان التصريحات التي أطلقها المسؤولين

^٤ Financial Times, 26 Jun.(2002)

^٥) Feb (2002, 5 Financial Times

^٦ لمراجعة موقف العديد من الشركات الكبرى في ذلك الوقت انظر: Euromoney, Sep.(2002),

- في ذلك الحين- حول استمرار نظام الربط قد ثبت لاحقا عدم مصداقيتها هي الأخرى مع اتخاذ القرارات بالتحول من الربط الثابت إلي الربط الزاحف Crawling peg، ثم التحول إلي نظام التعويم للجنيه^٧.

وفي يوم الثلاثاء ٢٩ يناير ٢٠٠٣ أعلن عن تعويم الجنيه المصري، والتخلي عن نظام ربط العملات الذي كان معمولا به منذ بداية برنامج التحرير المالي في مصر، وبمجرد الإعلان انخفضت قيمة الجنيه وبنسبة ١٦% ليصل إلي ٥.٤٠ جنيه للدولار الأمريكي. ولقد تغير نظام سعر الصرف في مصر في ذلك الحين للتغلب علي الآثار السلبية المحتملة علي الاقتصاد المصري للحرب - التي بدت نذورها في ذلك الوقت- علي العراق، ان تعמיד الواقع لم يكن سلبيا في نظر بعض المحللين، فالواقع ان السوق الحرة (أو السودان) كانت هي المحدد والمعوم لسعر الصرف قبل ذلك بثلاث سنوات، إلا ان محللين آخرين رأوا ان الاعتراف والتسليم بمصداقية السوق السودان ينهي مصداقية الحكومة في هذا الصدد. ان حتمية التخفيض في ذلك الوقت تنطلق من الكلفة العالية التي تحملها الاقتصاد المصري نتيجة الحرب علي العراق، تلك التي كلفت الاقتصاد المصري في حدود الثمانية بليون دولار انخفاضا في حصيله الصرف الأجنبي، كما ان التخفيض يأتي بعد التحقيقات الواسعة في قضايا فساد المصارف، تلك القضايا التي كان لأزمة العملة الفضل في الكشف عنها^٨.

^٧ أعلن الوزير بطرس غالي ومحافظ البنك المركزي التثبيت عند ٣.٨٥ جنيه للدولار بينما كان السعر بالسوق السودان حينذاك في حدود ٤.٢٠ جنيه للدولار، انظر Financial Times, 20 Feb. (2001)
^٨ في صيف ٢٠٠٢ تم التحقيق مع رئيس اللجنة الاقتصادية الأسبق بمجلس الشعب و اثنين من قيادات صناعة الصلب و عدد من رؤساء مجالسي إدارات بنوك قطاع عام و قد أدين بعضهم و منع البعض الأخر من السفر، انظر: Financial Times, 30 Jan., (2003)

ولقد واصلت السوق السوداء تخفيضها للجنيه ليصل لأكثر من ستة جنيهات للدولار الأمريكي الواحد، إلا أنه لم يصل إلي ذلك في المصارف والتي تتبع تعليمات البنك المركزي، لكن سعر البنك المركزي حينئذ لم يكن متوافقا مع التوقعات، بسبب التداعيات المحتملة لحرب الخليج والصعوبات الاقتصادية المتوقعة مع ارتفاع معدلات التضخم محليا، واثر التضخم علي الديون بالعملات الأجنبية، واثر التخفيض علي دعم السلع الأساسية^٩.

ومنذ منتصف ٢٠٠٤ ومع تغير رئاسة الوزراء تم صياغة سياسة نقدية متماسكة في مصر، فقد استمرت أسعار الفائدة في الارتفاع للتخطي معدلات التضخم المرتفعة بسبب تعويم الجنيه، وصادر بنك مصر والبنك الوطني - المسئولان معا عن ٣٥% من الأصول المصرفية و ٤٢% من الودائع- شهادات ذات عائد ١٢% بزيادة ٢% في نسبة العائد عن أي وعاء ادخاري آخر، وقد مكن العائد الجديد من جمع حوالي ٣ بليون جنيه في خلال الأسابيع الثلاث الأولى، وهو ما شجع البنوك الأخرى علي توفير أوعية ادخارية مماثلة. كما رفع البنك المركزي نفسه أسعار الفائدة علي أدون الخزانة لثلاث وستة أشهر لأكثر من ١١% بعد ان كان في حدود ٦.٨% في يناير ٢٠٠٤، كما قدم البنك المركزي أدوات نقدية متطورة مثل عمليات إعادة الشراء Repos وعمليات إعادة الشراء العكسي. وإيداعات الليلة الواحدة، وعلي الرغم من محاولات السياسة النقدية خفض معدلات التضخم والسيطرة عليها، إلا ان محددات أخرى كانت وراء الارتفاع الكبير في الأسعار خلال العامين التاليين^{١٠}. إذ لم تشهد مصر معدلات للتضخم منذ عام ١٩٩٧ كتلك التي شاهدها نهاية ٢٠٠٣ وبداية ٢٠٠٤، ويبدو ان اثر تخفيض الجنيه كان كبيرا علي معدلات التضخم في مصر.

^٩ The Economist, 6 Feb. (2003)
^{١٠} The Economist, 23 Nov., (٢٠٠٤)

٢. الإطار النظري لأزمات العملة:

مع الأزمة في مصر انهار الجنيه المصري ليفقد ٧١% من قيمته، والنسبة السابقة تفوق كثيرا النسبة المقترحة لانخفاض قيمة العملة الذي يعد بمثابة أزمة سعر صرف، فقد اقترح "فرانكل" Frankel انخفاض العملة بنسبة تزيد عن ٢٥% علي مدار سنة كاملة كي يمكن القول ان هناك أزمة عملة، وان يكون قد مضي ثلاث سنوات علي آخر أزمة عملة. أما "كوبر" Cooper في دراسة له سنة ١٩٧١ فقد حدد التدهور في قيمة العملة الذي يعد كأزمة بحوالي ١٠% فقط^{١١}.

وتشير الدراسات إلي تطور نظرية أزمات العملة currency crises خلال ثلاث مراحل تاريخية^{١٢}:

لقد قدم "كروجمان وفلود وجاربر" نظريات الجيل الأول لتفسير اضطرابات أسواق العملات بدول أمريكا اللاتينية في السبعينات والثمانينات، والتي تتلخص في عدم توافق التوسع النقدي مع نظام أسعار الصرف الثابتة^{١٣}.

بل ان من الدراسات الحديثة ما أصلت لأثر التوسع المالي (عجز الموازنة) علي أزمات الصرف، فإذا ما تواكب هذا العجز مع تدهور في الاحتياطيات الخارجية فان المضاربات كفيلة بتدهور قيمة العملة الخارجية بشكل كبير. ان عدم التوافق بين سياسات التوسع المالي والنقدي تؤديان إلي زيادة العجز الخارجي، ومع تطبيق نظام سعر الصرف الثابت فإن تدهور الاحتياطيات الخارجية وحده كفيل بالتنبيه

^{١١} Frankel, J., (2005)

^{١٢} Fourcans, و Cerra, V., and Sexenam S., (2002) و Abbigail, J., and Owyang, M., (2002)

A., and Franck, R., (2003)

Franck, R., (2003, Ch: 1,2,3)

^{١٣} Krugman, P., (1979), Flood, R., and Garber, P., (1984)

لقرب الأزمة، وهو ما يدفع إلي إشعال المضاربات علي قيمة العملة فتحدث الأزمة^{١٤}.

وقد قدم مفكرو الجيل الأول قائمة من المتغيرات الاقتصادية التي يمكن من خلالها التنبؤ بقرب الأزمة مثل نسبة العجز إلي الناتج المحلي الإجمالي، وحجم المعروض النقدي (M2)، ومعدل التضخم، ونسبة الاحتياطيات الخارجية إلي الناتج المحلي الإجمالي، وتغير معدل الصرف الحقيقي والعجز بالميزان التجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر الكفاءة الاقتصادية^{١٥}.

قدمت نظريات **الجيل الثاني** لشرح الأزمات المالية أوائل التسعينات حيث لعب المضاربين الدور الأهم في أزمات الصرف تلك، فقد لجأت دول عديدة إلي زيادة المعروض النقدي بهدف تحقيق النمو الاقتصادي، فإذا تراكب هذا التوسع مع نظام ربط العملات pegged exchange rate فإن الانهيار حتمي بمجرد فقدان الثقة في الاقتصاد حيث تنشط المضاربات علي أسعار العملات لتؤدي إلي أزمة العملة، كما ان عدوي الأزمات تلعب دورها في هذا الصدد^{١٦}.

إن تطبيق نظام ربط العملات Pegged Exchange Rate يتطلب توافر احتياطيات ضخمة من العملات الأجنبية، أو علي الأقل تدفقات مستمرة إلي الداخل، سواء من فائض الميزان التجاري أو فائض ميزان رأس المال، ولو بالاعتماد علي الائتمان من الخارج، وهذا التمويل يسمح لصانع القرار بالتدخل للدفاع عن سعر

^{١٤} Burnside, C., et al., (2001)

^{١٥} يمكن حسابه من خلال قسمة معدل نمو الناتج علي مقلوب معدل الاستثمار في السنة السابقة مباشرة،

انظر: Radelet, S., and Sachs, J., (1998).

^{١٦} Kodres, L., and Pritsker, M., (2002), Calvo and Mendoza, (2000); Obstfeld, M., (1996)

ومع ذلك فقد دعي McKinnon إلي العودة لنظام الربط مرة أخرى عقب الأزمة لما يوفر من مزايا عديدة. انظر: McKinnon, R., (1999)

الصراف المعلن. فإذا هبطت الاحتياطات المركزية إلي المستوى الذي يصعب التنازل عنه، فمن المتوقع ان يضطر صانع القرار إلي التنازل عن السعر المعلن، حتى وان ساند الاحتياطي مديونية جديدة، فان المضاربات علي قيمة العملة كفيلة بدفع صانع القرار إلي التخلي عن السعر المعلن. وبالنسبة للاقتصاد المصري فان النسبة العالية للمديونيات بالعملة الأجنبية وعدم تغطية الصادرات السلعية للواردات السلعية قد جعلت الجنية عرضة للمضاربات، وبخاصة عندما انخفضت التدفقات قصيرة الأجل والمتحصلات من العملة الأجنبية، وعندما وصلت الاحتياطات للمستوي الأدنى المعلن (١٧ شهر واردة بقيمة ١٤ مليار دولار) أدرك المستثمرون الماليون والمضاربون أنهم لن يجدوا ما يكفي من العملات الأجنبية عند السعر المعلن إذا ما قرروا الحصول عليها، فقرروا الحصول عليها فوراً، وعليه نشطت قوتي السوق السوداء لتدفع بقيمة الجنيه إلي ادني مستوياته في ظل التدافع الكبير للحصول علي العملات الأجنبية.

وواقع ان نظام الربط يوفر مستقراً اسمياً nominal anchor هام لتحقيق مصداقية النظم الاقتصادية وضبط معدلات التضخم، إلا انه يشجع في الوقت ذاته تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل والاستدانة خارجياً، ولذا فهو لا يصمد كثيراً في حالة الأزمة. ولكن يعارض ذلك بعض الاقتصاديين، فقد استنتجت دراسات عدة ان المشكلة في أزمات العملة والأزمات المالية تكمن في طبيعة النظام المالي أكثر من مشكلة نظام ربط العملات^{١٧}.

يعتمد الجيل الثالث لنظرية أزمات العملة علي عدم التوازن بين عدد من المتغيرات الاقتصادية (مثل الديون قصيرة الأجل والاحتياطات من العملات الأجنبية) كأساس لتفسير المضاربة علي أسعار العملات التي غالباً ما تنتهي بأزمات العملة^{١٨}.

^{١٧} Calvo, G. and Mishkin, F. (2003)

^{١٨} (2006), Animesh, G., Chang, R., and Velasco, A.,(1999),

ويري آخرون ان هناك سببين رئيسيين للازمات المالية في أواخر التسعينات، الأول: التشوهات الناتجة عن التوسع الكبير، فالزيادة الكبيرة في تدفقات الحافطة - الناتجة عن الفروق الكبيرة في معدلات الفائدة ونظام ربط العملات - قد حسنت من التوقعات التفاؤلية، ووفرت عائد كبير للاستثمار المالي. الثاني: ان التدفقات الكبيرة قد أدت إلي تراخي في قواعد الحيطة والحذر للاستثمار المالي، وتدهور في محافظ القروض بالمؤسسات المالية، فزادت القروض التي أدت لأزمات البنوك وأخيرا انتهت بانهيار أسعار العملات، وهذا الأخير في ظل مديونيات بالعملات الأجنبية قد ضاعف من قيمة هذه الديون بالعملات المحلية المنهارة¹⁹.

وكما تلعب التوقعات دورها في التدفقات للداخل فإنها تلعب دورها أيضا في التدفقات للخارج انتهاء بالأزمة، ويلاحظ في هذا الصدد التشابه الكبير بين أحداث الأزمة الآسيوية وتداعيات الأزمة في مصر. فقد تفجرت الأزمة الآسيوية مع القرض الذي حاولت تايلاند الحصول عليه من البنوك في هونج كونج قبل الأزمة هناك بأسبوع واحد²⁰، وأيضا تصاعدت الأزمة في مصر مع الإعلان عن قرب عقد قرض رسمي جديد بإصدار سندات أوروبية Eurobond في الأول من فبراير ٢٠٠١، وعلي الرغم من ضآلة قيمة القرض (٥٠٠ مليون دولار) إلا انه أعطي إشارات واضحة عن قرب الأزمة.

هناك دراسات عدة عمدت إلي تأصيل الأزمة في برامج التحرير المالي ذاتها، ان فتح الباب أمام التدفقات الخارجية دون مراعاة لمدي قدرة المؤسسات المالية علي

¹⁹ Pesenti, P., and Tille, C., (2000) وللتطبيق علي الأزمة المالية في كوريا انظر:

Zalewski, D., (2002)

²⁰ Demirgüç-Kunt, a., and Detragiache, E., (1998).

التعامل مع هذه التدفقات بكفاءة، ودون توافر الأطر القانونية اللازمة، وضعف تنفيذ الأحكام بوجه عام، بل وانتشار البيروقراطية والرشوة، جميعها مقدمات لأزمة مالية أكيدة^{٢١}.

قدم "كلفو" Calvo فرضية التوقف المفاجئ لشرح أمرين، الأول: اثر تدفقات رؤوس الأموال الضخمة للخارج علي الأزمات المالية، ثانيا: اثر الانخفاض الشديد في هذه التدفقات علي عرض السيولة المحلية، والتي تؤدي إلي ركود اقتصادي انتهاء بالأزمة المالية. ويعتقد ان القناة المباشرة التي تظهر من خلالها حركات رؤوس الأموال أثارها السلبية هي معدل الصرف الحقيقي. وما يؤدي إليه الأخير من زيادة كبيرة في جانب الخصوم سواء للأفراد أو للحكومات، وبخاصة هؤلاء الذين لديهم ديون بالعملة الأجنبية^{٢٢}. وفي هذا الإطار عللت أزمة العملة في تركيا أوائل القرن الحالي من خلال ضعف الادخار وتراكم رأس المال محليا، وبمجرد ان توقفت التدفقات الخارجية لعبت المضاربات علي سعر الصرف المربوط دورها في الإطاحة بقيمة العملة^{٢٣}.

وقد عرف سبستيان ادواردُ Edwards, S., لاحقا التوقف المفاجئ بالانخفاض في نسبة التدفقات للداخل إلي الناتج المحلي بما يزيد عن ٥%، إلا انه قد استنتج قياسيا أن تقييد حركات رؤوس الأموال ما كان ليقلل من الأثر السلبي للتوقف المفاجئ علي الحساب الجاري من ناحية وعلي النمو الاقتصادي من ناحية أخرى^{٢٤}.

^{٢١} La porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, (1998)

^{٢٢} Calvo, G., (1998)

^{٢٣} Arican, E., (2005)

^{٢٤} Edwards, S., (2004)

وتشترك معظم الدول التي أضررت خلال الأزمات المالية في صفة الاقتراض الزائد كثيرا عن قيمة الضمانات المقدمة للمقرضين، أو المبالغة في تقدير قيمة الضمانات. ولذا فمع الأزمة تتدهور أوضاع البنوك والمؤسسات المالية المقرضة والوسيط^{٢٥}.

ومن الجدير بالذكر الإشارة إلي الدور الذي لعبه عامل التقليد وعقلية القطيع في الأزمة المالية بدول جنوب شرق آسيا. فكما لعب دورا في حركات رؤوس الأموال للداخل، لعب أيضا نفس الدور في حركات رؤوس الأموال للخارج، ولا ننسى عامل العدوى contagion. فعلي الرغم من مبررات الأزمة في الدول التي بدأت منها، إلا ان الأزمة تنتقل لدولة أخرى يعتقد ان لها نفس خصائص ومقومات الدولة الأولى، ويؤكد ذلك أيضا مبادئ تنويع محافظ الاستثمار وإدارة المخاطر، والتي تعطي نفس التقييم للأسواق المالية المرتبطة بعضها البعض، حتى وان لم يصب بعضها أزمة أو أعراض أزمة كذلك التي أصابت البعض الآخر^{٢٦}.

ويعتقد عدد من الباحثين ان آلية انتقال "العدوى" في الأزمات المالية تعمل من خلال توقعات القطاع الخاص بقرب الأزمة والارتباطات التجارية والمالية بين الدول التي تبدأ الأزمة منها وتلك التي تنتقل إليها الإصابة لاحقا^{٢٧}.

ولقد نبهت دراسات عديدة للأزمة التي قد تعصف باقتصادات الدول النامية حديثة العهد بالتحريك المالي، ذلك ان الانفتاح المالي financial openness يعرض الاقتصاد وبسهولة للصدمات الخارجية. حتى لو لم يكن هناك أي تشوهات في

^{٢٥} Ricardo, C., and Krishnamurthy, A., (2002, 2003)

^{٢٦} Schinasi, G., and Smith, R., (2000)

^{٢٧} Wolfram, B., and Wagner, H., (2005) و Fratzscher, M., (2003)

أساسيات الاقتصاد القومي، فان حركات رؤوس الأموال الساخنة وحدها كفيلة بإثارة الأزمة^{٢٨}.

ولقد صدرت تحذيرات عديدة قبل الأزمة الآسيوية بعام كامل (في ١٩٩٦) نبهت إلي اثر تخفيف القيود علي القطاع المالي، والأثر السلبي لارتفاع معدل الصرف الحقيقي بسبب التدفقات الرأسمالية الكبيرة التي تتلقاها الدول حديثة العهد بالتححرر المالي، ويشمل ذلك اثر الخصخصة - وارتباط ذلك بالتدفقات - علي الأزمات المالية^{٢٩}.

ان معظم التنبؤات بخصوص الآثار المحتملة للتدفقات الرأسمالية الكبيرة إلي الدول حديثة العهد بالتححرر المالي يمكن ان تري مؤشراتنا واضحة علي التوسع في منح الائتمان، وازدهار الاستثمار بشكل كبير، إلا أنها أيضا أظهرت أعراض حرارة الاقتصاد overheating، من ارتفاع معدل الصرف الحقيقي وارتفاع أسعار الأصول، والتوسع في الاستثمار بالسلع الغير قابلة للتجار كالعقارات، وبمجرد ان تضرب الأزمة اقتصاد ما تنهار أسعار الأصول ويتوقف منح الائتمان ويتوقف الاستثمار، وترتفع معدلات الفائدة ويصل الأمر للإطاحة بالاحتياطات الخارجية، ثم قيمة العملة لتتشكل معالم الأزمة^{٣٠}.

^{٢٨} بالتطبيق علي تركيا انظر: Animesh, G. (2006)
^{٢٩} Sachs, et al. (1996)
^{٣٠} Aghion, et al. (2004).

٣. القياس:

تعتمد منهجية القياس بصفة أساسية علي البدء بنموذج موسع ثم اختصاره تدريجيا لأكثر المتغيرات تأثيرا في معدل الصرف الحقيقي الفعال، أي التوصل إلي النموذج المقتصد parsimonious، وهو ما يعرف بمنهجية من العام إلي الخاص general-to-specific modeling للاقتصادي الانجليزي ديفيد هندي David, H.,

ان الاستقراء التاريخي للأجيال الثلاث السابقة يكشف عن تداخل زمني وموضوعي في دراسات الأجيال الثلاث، أي انه لا يوجد جيل قد حل محل آخر في التفسير، ولعل هذا ما دفع إلي اختيار متغيرات تفسيرية للقياس من نظريات الأجيال الثلاث.

يهدف النموذج المقترح إلي اختبار معنوية معظم المتغيرات التي وردت بنظرية أزمت العملة بأجيالها الثلاث، وهذه المتغيرات هي:

١. معدل الصرف الحقيقي الفعال

٢. الإنفاق الحكومي الاستهلاكي

٣. الصادرات

٤. الواردات

٥. الناتج المحلي الإجمالي

٦. التدفقات الرأسمالية

٧. الأصول الأجنبية

٨. تراكم رأس المال الثابت

٩. عجز الميزان التجاري

١٠. السيولة المحلية

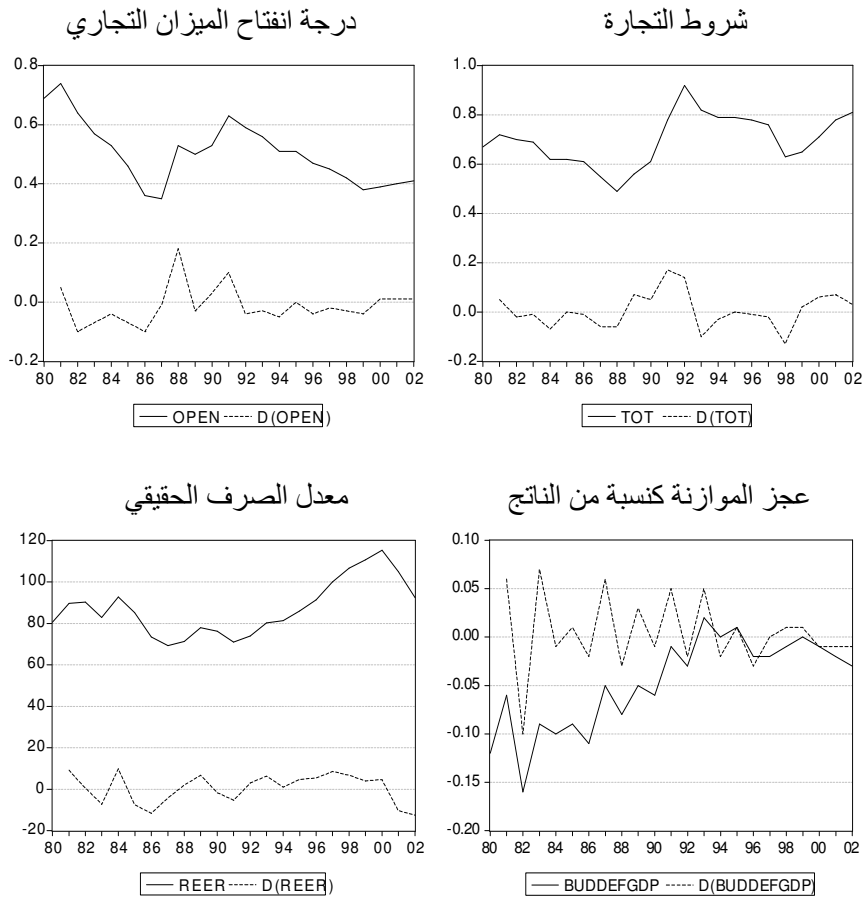
١١. الائتمان المحلي

١٢. نسبة الاحتياطات الخارجية

وتغطي السلاسل الزمنية للمتغيرات للفترة من ١٩٨٠ إلى ٢٠٠٢، وقد جمعت بيانات المتغيرات السابقة من الإحصاءات المالية الدولية الصادرة عن صندوق النقد الدولي: IMF(2005), *International Financial Statistics*, CD ROM، عدا بيانات معدل الصرف الحقيقي الفعال، فقد تم الحصول عليها من The Economist Intelligence Unit (EIU)، وقد اعتمد علي السلاسل الزمنية السابقة في تركيب المتغيرات التالية:

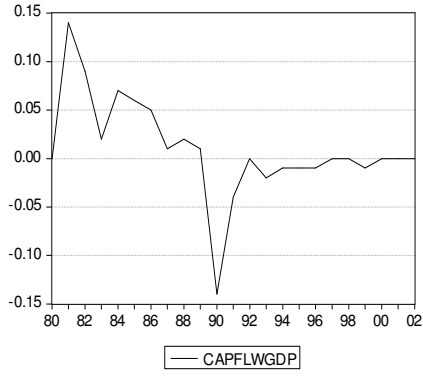
م	المتغير	الرمز
١	معدل الصرف الحقيقي الفعال	REER
٢	نسبة عجز الموازنة إلي الناتج	BUDDEFGDP
٣	نسبة العجز التجاري إلي الناتج	CURBLNCGDP
٤	نسبة الائتمان المحلي إلي الناتج	DOMCRDTGD
٥	نسبة الأصول الأجنبية إلي الناتج	FORASSGDP
٦	والاستهلاك الحكومي إلي الناتج	GOVCONGDP
٧	العجز الحكومي إلي الاحتياطي النقدي	GOVDEFHPMONY
٨	الاحتياطي النقدي كنسبة من الناتج	HPMONYGDP
٩	درجة الانفتاح التجاري	OPEN
١٠	نسبة التكوين الرأسمالي إلي الناتج	INVGDP
١١	نسبة تدفقات رؤوس الأموال إلي الناتج	CAPFLWGDP
١٢	قيمة الصادرات/قيمة الواردات	TOT

وقد تم رسم المتغيرات المركبة السابقة للتعرف علي طبيعة السلاسل الزمنية المزمع التعامل معها قياسيا، وطباعة البيانات هي احدي طرق اختبار مكونات النموذج **testing the building blocks**، لما تقدمه من معلومات عن مكونة الاتجاه والثوابت والارتباط بين المتغيرات^{٣١}. وفيما يلي تم رسم سلاسل المتغيرات المركبة البيانات والفرق الأول لها:

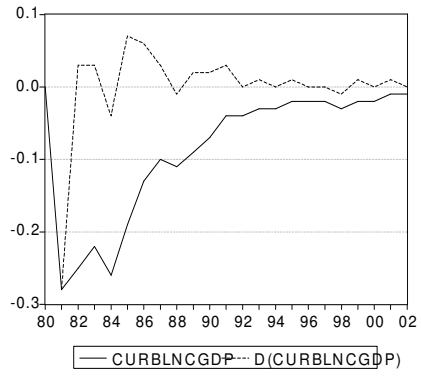


^{٣١} David, H., (1995, Ch. 16)

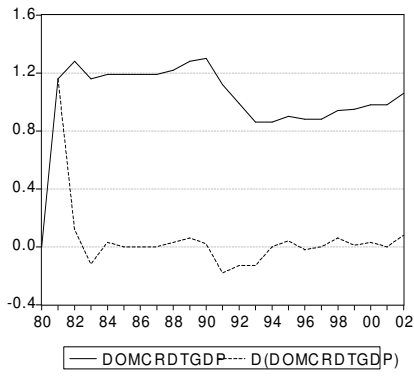
التدفقات للداخل كنسبة من الناتج



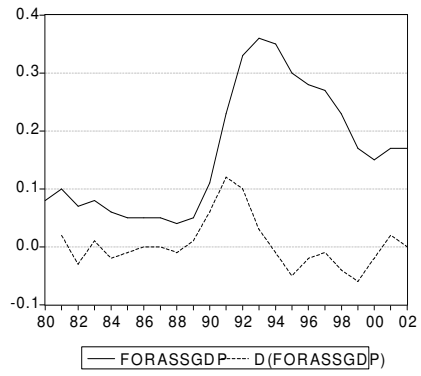
عجز الميزان التجاري كنسبة من الناتج



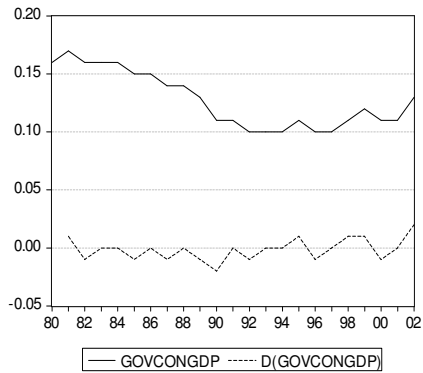
الائتمان المحلي كنسبة من الناتج



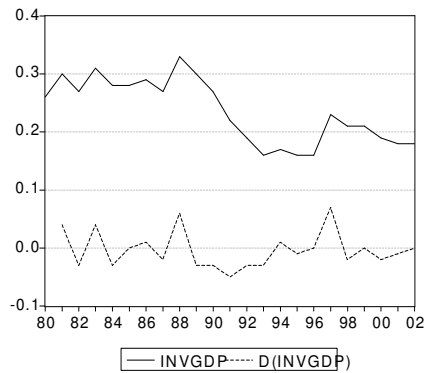
الأصول الأجنبية كنسبة من الناتج



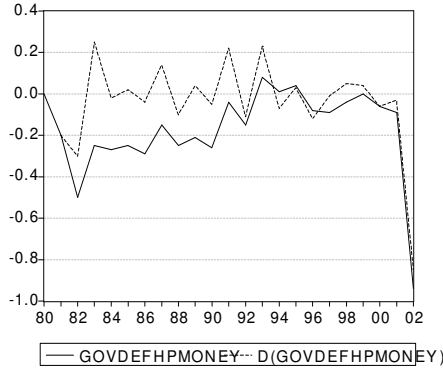
الاستهلاك الحكومي كنسبة من الناتج



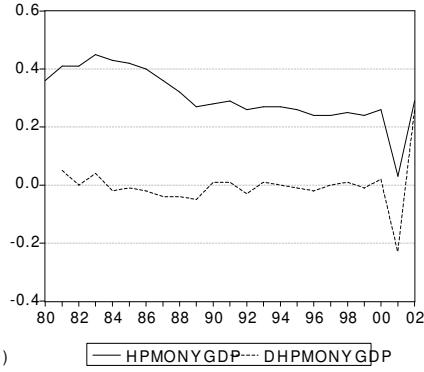
رصيد رأس المال كنسبة من الناتج



عجز الموازنة كنسبة من الاحتياطي النقدي



الاحتياطي النقدي كنسبة من الناتج



وتوضح الأشكال البيانية السابقة ان معظم السلاسل الزمنية المزمع استخدامها في القياس تعاني من مشكلة جذر الوحدة أي عدم سكون السلاسل، وبالتالي يصعب الاعتماد علي السلاسل السابقة في الحصول علي قياسات دقيقة، بل يصعب في ظل مشكلة جذر الوحدة الاعتماد علي طرق تحليل الانحدار التقليدية كطريقة المربعات الصغرى العادية. ولذا فقد تم اختبار جذر الوحدة بطريقتي ديكي فولر (ADF)^{٣٢} وفيليب وبيرون (PP)^{٣٣}.

ويشرح الجدول التالي نتائج اختبار السكون للمتغيرات محل القياس، وكما يبدو من الجدول ان معظم المتغيرات تعاني من مشكلة جذر الوحدة فيما عدا متغير "نسبة تدفقات رؤؤس الأموال إلي الناتج CAPFLWGDP". إلا ان المتغيرات التي تعاني من مشكلة جذر الوحدة قد تباينت من ناحية درجة السكون، فيما عدا أربعة متغيرات هم نسبة الأصول الأجنبية إلي الناتج، ونسبة الاستهلاك الحكومي إلي الناتج، ونسبة العجز الحكومي إلي الاحتياطي النقدي، ونسبة الاحتياطي النقدي إلي الناتج، أما المتغيرات الباقية جميعها فقد سكنت عند الفرق الأول ودون ثابت أو

^{٣٢} Dickey, D., and Fuller, W., (1979, 1981)
^{٣٣} Phillips, P. and Perron, P., (1988)

مكونة اتجاه، أما المتغيرات الأربعة المذكورة فقد سكنت عند الفرق الثاني ودون ثابت أو مكونة اتجاه.

وتفيد الاختبارات السابقة في التوصيف السليم للمتغيرات data generating process محل القياس، وفي تطبيق طرق القياس عديدة مثل تحليل موجه الانحدار الذاتي VAR واختبار التكامل المشترك CVAR.

م	المتغير	ADF	درجة السكون	PP	درجة السكون
١	REER	-2.775 (-2.689)	I(1)	-3.159 (-2.689)	I(1)
٢	BUDDEFGDP	-3.648 (-2.689)	I(1)	-10.853 (-2.689)	I(1)
٣	CURBLNCGDP	-3.464 (-2.689)	I(1)	-10.187 (-2.689)	I(1)
٤	DOMCRDTGD	-3.700 (-2.689)	I(1)	-13.270 (-2.689)	I(1)
٥	FORASSGDP	-3.413 (-2.689)	I(2)	-3.836 (-2.689)	I(2)
٦	GOVCONGDP	-5.540 (-2.689)	I(2)	-4.119 (-2.689)	I(2)
٧	GOVDEFHPMONY	-2.409 (-1.958)	I(2)	-3.381 (-2.689)	I(2)
٨	HPMONYGDP	-4.703 (-2.689)	I(2)	-7.891693 (-2.689)	I(2)
٩	OPEN	-3.044 (-2.689)	I(1)	-3.987 (-2.689)	I(1)
١٠	INVGDP	-2.498 (-1.958)	I(1)	-5.435 (-2.689)	I(1)
١١	CAPFLWGDP	-2.914 (-2.689)	I(0)	-2.720 (-2.689)	I(0)
١٢	TOT	-3.050 (-2.689)	I(1)	-3.316 (-2.689)	I(1)

القيمة الحرجة بين الأقواس لمستوي معنوية $\alpha = 1\%$ ، انظر: MacKinnon (1991)

و يلاحظ ان هناك زيادة كبيرة في عدد المتغيرات المستقلة محل الاختبار، وهو ما يندّر بنقص شديد في درجات الحرية من ناحية، كما ان قصر السلسلة الزمنية (٢٣ مشاهدة) يضع قيودا كبيرا علي تطبيق طرق بعض طرق القياس من ناحية أخرى، مثل طريقة اختبار التكامل المشترك نظرا لتضمنها فترات إبطاء متعددة للمتغيرات التي تتحدد داخل النموذج Endogenous.

وعليه فقد أجريت اختبارات مبدئية عدة لاستبعاد المتغيرات الأقل تأثيرا والغير معنوية في معادلة معدل الصرف الحقيقي الفعال. ومن هذه الاختبارات تحليل الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية سواء علي المستويات أو علي الفروق للمتغيرات: فمن خلال معادلة تتسع لكافة المتغيرات تم استبعاد بعض المتغيرات اعتمادا علي قيمة t ومقدار التحسن أو التدهور في نسبة R^2 ، وقيمة Durbin Watson، وقيمة F الخاصة بالمعنوية الإحصائية الكلية للمتغيرات المستقلة مجتمعة. لقد خفض عدد المتغيرات المستقلة من احد عشرة إلي ثمانية متغيرات وهي المتغيرات المرقمة من (٢) إلي (٩) بالجدول السابقة، ثم تم اختبار درجة الارتباط، ومصفوفة التباين-التغاير ودالة الانحدار الذاتي بين المتغيرات الثمانية المختارة من ناحية ومعدل الصرف الحقيقي الفعال من ناحية أخرى، وجميع التحليلات السابقة قد أجريت علي المتغيرات المركبة سواء في مستوياتها أو في مستوياتها ومع استخدام فترات الإبطاء، أو باستخدام الفرق الأول.

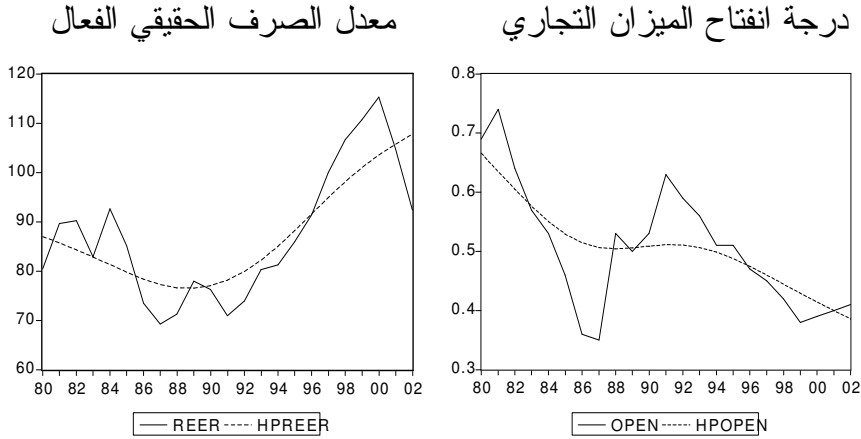
و يلاحظ وجود العديد من القيم السالبة في بعض السلاسل الزمنية للمتغيرات المختارة، ولذا يصعب تنعيم smoothing هذه السلاسل باستخدام اللوغاريتمات، وعليه فقد اعتمد علي مرشح هودرك وبرسكوت Hodrick-Prescott (HP). مرشح هودرك وبرسكوت هو احد طرق تنعيم السلاسل الزمنية. ان ترشيح

filtering بيانات السلسلة الزمنية بواسطة مرشح هودريك وبرسكوت يقوم علي حساب السلسلة (s) من السلسلة (y) بحيث يكون تباين السلسلة الزمنية (s) اقل ما يمكن حول الفرق الثاني second difference لها. ومعادلة حساب المرشح هي:

$$\sum_{t=1}^T (y_t - s_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(s_{t+1} - s_t) - (s_t - s_{t-1})]^2$$

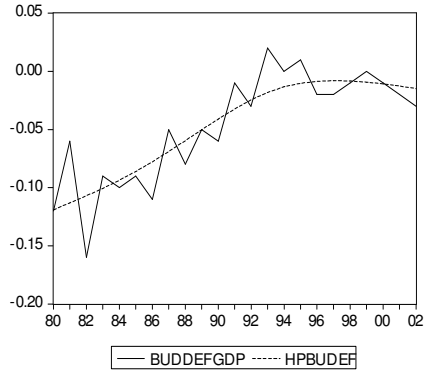
حيث λ هي معامل التعقيم، فعندما تؤل λ إلي ∞ فان السلسلة (s) تصبح خطية^{٣٤}

توضح الأشكال البيانية التالية كلا من السلاسل الأصلية والسلاسل المرشحة للمتغيرات الثمانية الأصلية بالنموذج، مع ملاحظة ان الحرفين (HP...) قبل رمز المتغير الأصلي ترمز للسلسلة المرشحة بالطريقة السابقة.

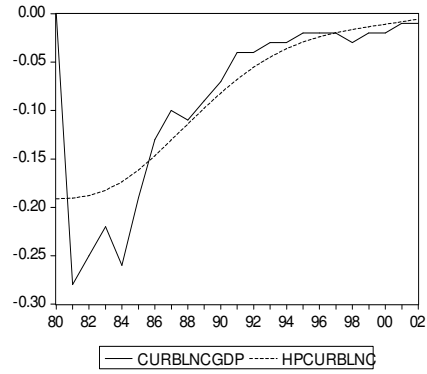


^{٣٤} Hodrick, R. and Prescott, E. (1997)

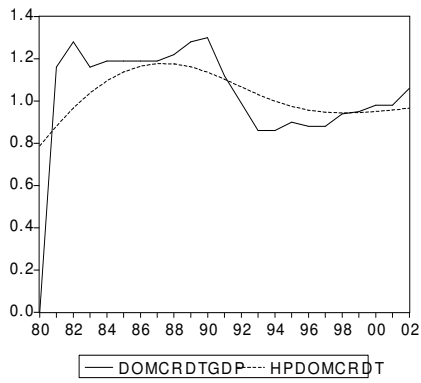
عجز الموازنة كنسبة من الناتج



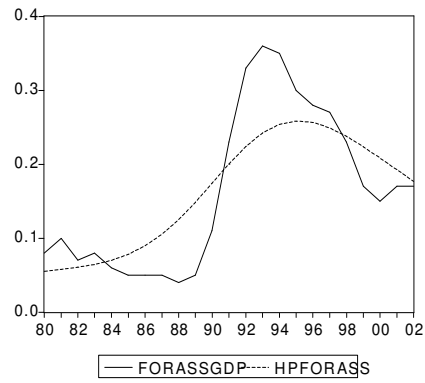
عجز الميزان التجاري كنسبة من الناتج



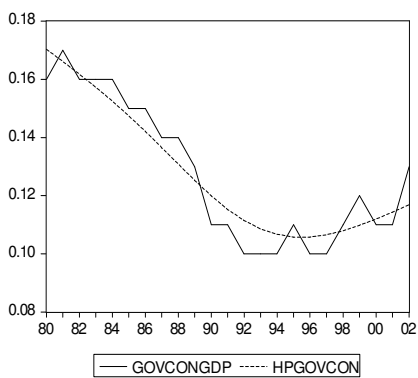
الائتمان المحلي كنسبة من الناتج



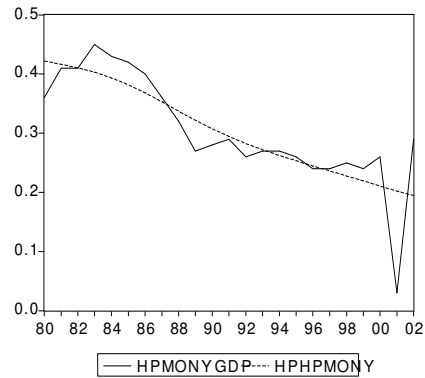
الأصول الأجنبية كنسبة من الناتج



الاستهلاك الحكومي كنسبة من الناتج



الاحتياطي النقدي كنسبة من الناتج



باستخدام البيانات المرشحة تم اختبار عدة نماذج للوصول لأفضلها باستخدام

المتغيرات الثمانية المستقلة كما نري فيما يلي:

النموذج (ج)	النموذج (ب)	النموذج (ا)	
C 113.5084 (0.53788) 0.0000	C 86.66563 (3.402983)	C 459.0165 (27.61576) 0.0000	ثابت المعادلة المعلمة المعنوية: <i>t</i> <i>P</i> value
HPBUDEF -968.2798 (5.025622) 0.0001	HPBUDEF 2033.482 (49.09888) 0.0000	HPBUDEF -607.8293 (-9.578024) 0.0000	المتغير المعلمة المعنوية: <i>t</i> <i>P</i> value
HPCURBLNC 631.2946 (.670253) 0.0000	HPCURBLNC -384.3214 (-15.83871) 0.0000	HPCURBLNC -588.9286 (-33.63000) 0.0000	المتغير المعلمة المعنوية: <i>t</i> <i>P</i> value
HPDOMCRDT -17.23859 (1.586824) 0.1291	HPDOMCRDT -70.35568 (-11.83820) 0.0000	HPDOMCRDT -91.13757 (-44.54401) 0.0000	المتغير المعلمة المعنوية: <i>t</i> <i>P</i> value
	HPGOVCON 1403.774 (10.12841) 0.0000	HPGOVCON -1115.877 (-11.04099) 0.0000	المتغير المعلمة المعنوية: <i>t</i> <i>P</i> value
	HPFORASS -264.9043 (11.61207) 0.0000	HPPHMONY -515.6484 (-28.32341) 0.0000	المتغير المعلمة المعنوية: <i>t</i> <i>P</i> value
		HPPHMONYGDP 1.197179 (4.244387) 0.0007	المتغير المعلمة المعنوية: <i>t</i> <i>P</i> value
		HPOPEN -117.4837 (-45.38805) 0.0000	المتغير المعلمة المعنوية: <i>t</i> <i>P</i> value
0.852 43.500(0.000) 0.323	0.966 8946.510(0.000) 0.949	0.999 96420.3(0.000) 1.654	Adj. R-sqr F-statistic Durbin-Wats.

ويلاحظ علي النماذج الثلاث السابقة بوجه عام ارتفاع قيمة R^2 وانخفاض قيمة Durbin-Watson وهو مؤشر بوضوح لما يعرف قياسيا بمشكلة الانحدار الكاذب *spurious regression* ولذا فقد أضيفت فترات الإبطاء لامتصاص الارتباط الذاتي للبقاقي، ولذا يلاحظ في النموذج (د) ارتفاع قيمة معامل Durbin-Watson

النموذج (د)			
		C 235.4020 (9.991767) 0.0000	ثابت المعادلة المعلمة المعنوية: t P value
HPBUDEF(-2) 942.5090 (2.696330) 0.0225	HPBUDEF(-1) -829.3825 (-2.015905) 0.0715	HPBUDEF 721.7306 (2.598785) 0.0265	المتغير المعلمة المعنوية: t P value
HPCURBLNC(-2) 621.9680 (2.669568) 0.0235	HPCURBLNC(-1) -1074.339 (2.675560) 0.0233	HPCURBLNC 309.4567 (1.178746) 0.2658	المتغير المعلمة المعنوية: t P value
HPFORASS(-2) -234.0521 (4.185560) 0.0019	HPFORASS(-1) 309.3489 (3.868337) 0.0031	HPFORASS -348.4828 (5.773842) 0.0002	المتغير المعلمة المعنوية: t P value
		HPDOMCRDT -69.16651 (-5.348032) 0.0003	المتغير المعلمة المعنوية: t P value
0.957 46633.47 (0.000) 2.396			Adj. R-sqr F-statistic Durbin-Wats.

ويحاكي النموذج السابق ما يعرف بأسلوب المربعات الصغرى العادية ذات فترات الإبطاء dynamic ordinary least squares الذي طوره ستوك وواطسون Stock, J. and Watson, M., والذي يتضمن قياس معادلة الانحدار التالية:

$$y_t = \mu + \alpha x_{1t} + \beta x_{2t} + A(L)\Delta X_{1t} + B(L)\Delta X_{2t} + u_t$$

حيث ان X موجه المتغيرات المستقلة و L معامل فترات الإبطاء للمتغيرات المستقلة وحدها دون المتغير التابع ^{٣٥}.

ويرجح النموذج (د) أربعة متغيرات مستقلة هي نسبة عجز الموازنة إلي الناتج (BUDDEFGDP) ونسبة العجز التجاري إلي الناتج (CURBLNCGDP) والأصول الأجنبية كنسبة من الناتج (FORASSGDP) ونسبة الائتمان المحلي إلي الناتج (DOMCRDTGD) كأقوى المتغيرات تأثيرا في معدل الصرف الحقيقي الفعال. ويبدو ان المتغيرات الأربعة المرشحة لا تمثل جيلا بعينه في نظرية أزمة العملة، فالمتغير الأول يمثل الجيل الأول، ويكاد المتغير الثاني يمثل الجيل الثاني (عجز الميزان التجاري وسعر الصرف المربوط هما ركني التفسير لازمات العملة طبقا للجيل الثاني)، أما المتغير الثالث والرابع فيمثلان الجيل الثالث بشكل جيد.

^{٣٥} Stock, J. and Watson, M., (1993)

اختبار التكامل المشترك:

يلاحظ في النموذج التالي استبعاد نسبة الأصول الأجنبية إلى الناتج من دالة معدل الصرف الحقيقي الفعال، ويرجع ذلك إلى اختلاف إشارة العلاقة - في التجارب المبدئية للنموذج - عما هو متوقع نظرياً، فالمفترض أن تكون العلاقة موجبة إلا أن نتائج القياس قد جاءت بقيمة سالبة، وعلي الرغم من إمكانية تفسير ذلك باستقراء وقائع الاقتصاد المصري خلال حقبة الثمانينات والتسعينات، إلا أن من المفيد استبعاد هذا المتغير لتوفير درجات حرية أكبر في تحليل التكامل المشترك وذلك مع الأخذ في الاعتبار قصر السلسلة الزمنية المتاحة للتحليل.

	<i>Likelihood</i>	<i>5 Percent</i>	<i>1 Percent</i>	<i>Hypothesized</i>
<i>Eigenvalue</i>	<i>Ratio</i>	<i>Critical Value</i>	<i>Critical Value</i>	<i>No. of CE(s)</i>
0.993755	202.6159	47.21	54.46	None **
0.939682	101.0954	29.68	35.65	At most 1 **
0.875306	44.93273	15.41	20.04	At most 2 **
0.151889	3.294884	3.76	6.65	At most 3

*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level
L.R. test indicates 3 cointegrating equation(s) at 5% significance level

فخلال الثمانينات وعلي الرغم من الزيادة الكبيرة في التحويلات سواء من المصريين العاملين في الخارج أو من معونات التنمية التي حصل عليها الاقتصاد المصري، إلا أن الزيادة في الواردات كانت أكبر، وهو ما أدى لتدهور مستمر في قيمة الجنيه. أما خلال التسعينات فقد امتصت سياسة "التعقيم" لسوق الصرف الأجنبي التدفقات الكبيرة إلى الاقتصاد المصري بالعملة الأجنبية ولم يسمح لها أن تمارس آثارها علي قيمة الجنيه. أما باقي المتغيرات كعجز الموازنة العامة

للدولة وعجز الميزان التجاري ونمو حجم الائتمان المحلي فتتفق إشارتها مع النظرية الاقتصادية.

$$\begin{aligned} \text{HPREER} &= -213.52 - 369.27\text{HPBUDEF} - 227.33\text{HPCURBLNC} \\ & \quad (8.32) \quad (46.95) \quad (5.35) \\ & + 89.44\text{HPDOMCRDT} \\ & \quad (7.72382) \end{aligned}$$

Log likelihood³⁶ = 559.91

وتوضح نتائج القياس أكثر العوامل تأثيرا علي قيمة الجنيه المصري في خلال الثمانينات والتسعينات وصولا إلي الأزمة الأخيرة أوائل الألفية الجديدة، وهذه العوامل هي عجز الموازنة العامة للدولة وعجز الميزان التجاري ونمو حجم الائتمان المحلي.

أما اختلاف إشارة العجز المالي عن إشارة الائتمان المحلي في دالة معدل الصرف الحقيقي الفعال فيمكن تفسيرها من خلال اثر التوسع في الائتمان المحلي علي زيادة الإنفاق علي السلع والخدمات الغير قابلة للاتجار، وهو ما يرفع من سعر الصرف الحقيقي الفعال. أما العجز المالي ومن ثم الإنفاق الحكومي فتتوقف الإشارة علي ما إذا تم الإنفاق علي سلع وخدمات قابلة أو غير قابلة للاتجار (وينعكس هذا أيضا علي الأسعار النسبية للسلع والخدمات القابلة والغير قابلة للاتجار)، ويبدو انه في

³⁶ ان قيمة Log likelihood الكبيرة تشير إلي معنوية النموذج المقيد الذي اشتقت علي أثره معلمات المعادلة.

الحالة المصرية فإن الإنفاق الحكومي قد زاد من العجز التجاري ولذا فقد حصلنا
معا علي نفس الإشارة في علاقتهما بسعر الصرف الحقيقي الفعال^{٣٧}.

٤ الخلاصة والنتائج

علي الرغم من المدى الزمني الطويل لنظرية أزمات العملة بأجيالها الثلاث إلا ان
هناك تداخلا في تفسيراتها بشكل يصعب معه الاعتماد علي متغيرات جيل دون
آخر. ان من المفيد التفرقة بين العوامل الكامنة طويلة الأجل والعوامل قصيرة
الأجل التي تشعل الأزمة، ان العوامل الكامنة هي جميعها عوامل هيكلية تجعل
الاقتصاد القومي عرضة لأزمة العملة، وهناك عوامل أخرى قصيرة الأجل هي
التي تعجل بحدوث الأزمة. ان العجز التجاري وعجز الموازنة العامة من العوامل
الهيكلية طويلة الأجل التي يمكن ان يتعايش الاقتصاد معها ولفترات ليست
بالقصيرة، أما نمو الائتمان المحلي والمتغيرات المالية الأخرى فغالبا ما تسرع من
حدوث الأزمة.

وقد استهدف القياس البحث عن العوامل المفسرة لأزمة العملة في مصر، واختبرت
نماذج عديدة بهدف الوصول إلي أكثر العوامل تأثيرا في سعر صرف الجنيه
المصري

وتشير نتائج القياس إلي اثر العجز التجاري وعجز الموازنة العامة ونمو الائتمان
المحلي كأهم ثلاث أسباب لأزمة العملة في مصر، وعلي الرغم من ان العجزين

^{٣٧} أشير هنا إلي المشروعات العملاقة التي بدا العمل بها من التسعينات وما ترتب عليها من زيادة كبيرة في
الواردات، كما لا يخفي الطفرة في الواردات خلال عقد الثمانينات بسبب جهود التنمية والتعمير ومشروعات البنية
الأساسية في ذلك الوقت.

من العوامل المزممة بالاقتصاد المصري، إلا ان ارتفاع معدل الصرف الحقيقي الفعال للجنيه المصري خلال التسعينات قد زاد العجز الخارجي بدرجة كبيرة، وهو ما ساهم مرة أخرى في تدهور قيمة الجنيه، كما ان نمو الائتمان المحلي كان لافتا لعقد كامل قبل الأزمة، وبمجرد ان ظهرت بوادر الأزمة نجحت المضاربات علي قيمة الجنيه بالوصول به لمستوي ادني مما يعكسه الواقع الاقتصادي في مصر.

انطلاقا مما سبق توصي الورقة بما يلي:

أولاً: أهمية التعامل بصرامة مع قضية العجز التوأم بالاقتصاد لمصري: عجز الموازنة وعجز ميزان المدفوعات، فعلي الرغم من ان الأدوات والآليات للتعامل مع كلاهما معروفة، إلا ان دوافع التعامل معهما ما زالت دون المستوي من وجهة نظر صانع القرار.

ثانياً: ان قضية نمو الائتمان المحلي علي الرغم من أهميتها لدواعي النمو الاقتصادي في مصر، إلا ان إسهامها في تدهور قيمة الجنيه كما أثبتت هذه الورق، يجعل من نمو الائتمان المحلي عاملاً سلبياً، أكثر من كونه مفيداً للنمو الاقتصادي. وعلي الرغم من تشكك بعض الدراسات في مضمون الأثر السلبي لتدهور قيمة العملة علي النمو الاقتصادي، للحد الذي يعتقد معه ان التدهور في قيمة الجنيه هام للنمو في الأجل الطويل، إلا ان الآثار السلبية قصيرة الأجل تثير الشكوك حول جدوى ذلك، علي أي حال فان الآثار الخاصة بتدهور قيمة الجنيه علي النمو الاقتصادي تستدعي دراسة خاصة لمعرفة طبيعة الآثار واليه انتقال الأثر.

قائمة المراجع

- Abbigail, J., and Owyang, M., (2002), " A case study of a currency crisis: The Russian default of 1998", *Review - Federal Reserve Bank of St.Louis*, Nov/Dec; pp. 84-90
- Aghion, P, and Noy, I., (2004), "On the Two Way Feedback Between Financial and Trade Openness," *NBER Working Paper*, No. 10496 Cambridge, Mass.
- Anieshm G., (2006), "Anatomy of a currency crisis: Turkey 2000-2001", *International Journal of Emerging Markets*, Bradford, Vol.1 Iss. 2, p.176.
- Arican, E., (2005), "Relation Between Financial Liberalization and Foreign Currency Crises in Turkey: An Applications in terms of Foreign Currency Crises (1990-2004), *Journal of American Academy of Business*, Cambridge: Hollywood, Sep., Vol.7, Iss. 2, pp. 236-247.
- Burnside, C., Eichenbaum, M., and Rebelo, S. (2001), "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis", *Journal of Political Economy*, Vol. 109, pp. 1155–1197.
- Calvo, G., (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops," *Journal of Applied Economics*, Vol. 1, No. 1, pp. 35-54.
- Calvo, G., and Mendoza, E., (2000), "Rational Contagion and the Globalisation of Securities Markets", *Journal of International Economics*, Vol. 51, pp. 79–113.
- Calvo, G. and Mishkin, F. (2003), "The Mirage of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Economies", *NBER Working Paper*, No. 9808, Cambridge, Mass.
- Cerra, V., and Sexenam S., (2002), " What caused the 1991 currency crisis in India?", *IMF Staff Papers*, Vol.49, Iss. 3, pp. 395-426.

- Chang, R., and Velasco, A. (1999): "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy." *NBER Working Paper*, No. 7272, Cambridge, Mass.
- Cooper, R., (1971), "Currency Devaluation in Developing Countries," *Essays in International Finance*, No. 86, Princeton, New Jersey: Princeton University.
- Corporate Finance, London, UK, Various Issues.
- Demirguc-Kunt, A., and Maksimovic, V., (1998), "Law, Finance, and Firm Growth", *Journal of Finance*, Vol. LIII, No. 6, Dec., pp. 2107-2137.
- Dickey, D.A. and Fuller, W., (1979), "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 74, pp. 427-431.
- Dickey, D.A. and Fuller, W., (1981), "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Econometrica*, Vol. 49, pp. 1057-1072.
- Dooley, M., (1997), "A Model Of Crises In Emerging Markets", *NBER Working Paper*, No. 6300, Cambridge, Mass.
- Economist, New York, USA, Various Issues
- Economist, (2004), *Intelligence Information Unite* , New York, USA.
- Edwards, S., (2004), "Financial Openness, Sudden Stops, and Current-Account Reversals", *The American Economic Review*, May, Vol.94, No.2, p. 59
- El-Shazly, A., (2006), " Early Warning of Currency Crises: An Econometric Analysis for Egypt", *The Middle East Business and Economic Review*, Sydney, Jun, Vol. 18, Iss. 1, pp. 34-41
- Euromoney, (2001), *Financial Investors*, London, Sep, Iss. 389, p.220
- Euromoney, (2002), *Financial Investors*, London: Sep., Iss. 401, p. 120.

- Flood, R.P., and Garber, P.M. (1984): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of Political Economy*, Vol. 92, pp. 90–107
- Frankel, J., (2005), "Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries", *IMF Staff Papers*, Vol.52, Iss. 2; Washington, pp. 149- 184
- Fratzcher, M., (2003), " On currency crises and contagion", *International Journal of Finance & Economics*, Apr., Vol. 8, No. 2; pp. 109-129.
- Fourcans, A., and Franck, R.,(2003), "Currency Crises – A Theoretical and Empirical Perspective", Edward Elgar, Cheltenham, UK. P. 261
- Hendry, D., (1995), *Dynamic Econometrics*, Oxford University Press.
- Hodrick, R. J. and E. C. Prescott, (1997), "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 29, pp. 1–16.
- Kodres, L., and Pritsker, M., (2002), "A Rational Expectations Model of Financial Contagion", *Journal of Finance*, Vol. 57, April, pp. 768-99.
- Krugman, P., (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, pp. 311-325
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, f., Shleifer, a., and Vishny, R.,(1998), "Corporate Ownership around The World", *NBER Working Paper* No. 6625, Cambridge, Mass.
- McKinnon, R., (1999), "Critical Values for Cointegration Tests," in Engle, R., and Granger, W., (ed.), "Long-Run Economic Relationships: Readings in Cointegration", by Oxford University Press, Oxford.
- Obstfeld, M. (1996), "Models of currency crises with self-fulfilling features", *European Economic Review.*, No. 40, April, pp. 1037-47

- Pesenti, P., and Tille, C., (2000), "The economics of currency crises and contagion: An introduction", *Economic Policy Review - Federal Reserve Bank of New York*; Sep; Vol. 6, No. 3, p. 3
- Phillips, P. and Perron, P., (1988), "Testing for a Unit Root in Time Series", *Econometrica*, Vol. 75, pp. 335-346.
- Radelet, S., and Sachs, J., (1998), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", *NBER Working Paper*, No. 6680, Cambridge, Mass.
- Ricardo, C., and Krishnamurthy, A., (2003), "Inflation Targeting and Sudden Stops", *NBER Working Papers*, No. 9599, Cambridge, Mass.
- Ricardo, C., and Krishnamurthy, A., (2002), "Smoothing Sudden Stops", *NBER Working Papers*, No. 8427, August.
- Sachs, J., Tornell, A., and Velasco, A., (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Papers Econ. Activity*, No. 1, pp. 147-98.
- Schinasi, G., and Smith, Todd., (2000), "Portfolio Diversification Leverage, and Financial Contagion", *IMF Staff Papers*, Vol. 47, No.2, pp.
- Stock, J. and M. Watson, (1993), "A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems", *Econometrica*, Vol. 61, pp. 783-820.
- Wolfram, B., and Wagner, H., (2005), "Interdependent Expectations and the Spread of Currency Crises", *IMF Staff Papers*, Washington, Vol. 52, Iss. 1, pp. 41-55.
- Zalewski, D., (2002), "Regulatory lessons from the South Korean currency crisis: A reply to Jai S. Mah", *Journal of Economic Issues*, Sep. Vol. 36, No.3