

الاحتياطي النقدي الأجنبي كمحدد أساسي في اختيار نظم سعر الصرف
في مصر في الفترة من ١٩٩٠-٢٠٢٠

**The foreign exchange reserve as a basic determinant
in choosing the exchange rate regimes in Egypt in the
period from 1990-2020**

هند محمد عبد الحميد الدناصوري

أ.د/ احمد عبدالرحيم زردق استاذ الاقتصاد – تجارة بنها

أ.د/ حسنى حسن مهران استاذ الاقتصاد – تجارة بنها

د/ ايمان محفوظ العجوزة استاذ مساعد الاقتصاد – سياسة واقتصاد السويس

الملخص :

تهدف هذه الدراسة الي التعرف علي اشكال نظم سعر الصرف المختلفة والأسس التي يتم بها اختيار تلك النظم طبقا لنظرية الاقتصادية،بالإضافة الي الإشارة الي تجربة مصر في اختيار نظم الصرف في ضوء أداء تطور أداء لاحتياطي النقدي في الفترة من ١٩٩٠-٢٠١٩ والذي يعد محدد رئيسي من محددات اختيار نظم الصرف .

وقد توصلت الدراسة الي ان مصر تحولت الي نظام الصرف المرن بشكل علني في اعوام ٢٠٠٣-٢٠١٦ بعد تعرض الاقتصاد المحلي الي سلسلة من الصدمات الاقتصادية المحلية والخارجية والتي اثرت سلبا علي رصيد مصر من الاحتياطي الأجنبي .

الكلمات المفتاحية :

نظم سعر الصرف، الصدمات الاقتصادية،الاحتياطي النقدي

Abstract :

This study aims to identify the different forms of exchange rate systems and the basis for selecting those systems according to economic theory, in addition to referring to Egypt's experience in choosing exchange systems in light of the performance of the monetary reserve performance development in the period from 1990-2019, which is considered a major determinant of the determinants Choice of exchange systems.

The study concluded that Egypt publicly switched to the flexible exchange system in the years 2003-2016 after the local economy was exposed to a series of local and external economic shocks, which negatively affected Egypt's balance of foreign reserves.

المقدمة :

يحقق وجود الاحتياطي النقدي الأجنبي هذه اهداف للدولة من أهمها دعم الثقة في قيمة العملة الوطنية وفي قدرة الدولة علي امتصاص الصدمات الأجنبية باقل تكلفة ممكنة حيث يعتبر الاحتياطي النقدي مخزون وقائي Buffer Stock من صدمات الهروب المفاجئ Sudden Stop لاستثمارات الأجنبية و ارتفاع تكلفة الحصول علي القروض الخارجية^١.

وتعتمد السلطات النقدية علي الاحتياطي النقدي كأداة من أدوات السياسة النقدية للتأثير علي قيمة العملة الوطنية من خلال بيع وشراء العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي وذلك في حالة اتباع نظم الصرف الثابتة^٢، و ذلك الي جانب دوره في تمويل شراء الواردات المحلية

وطبقا للمبادئ العامة للصندوق النقد الدولي في إدارة الاحتياطيات النقدية فإنه في ظل نظم سعر الصرف المرنة ، فان السلطات تلتزم بعدم التدخل في سوق النقد الأجنبي إلا أن السلطات قد تسعى في الواقع العملي إلى الاحتفاظ بقدرتها عموما على مواجهة الصدمات

الداخلية أو الخارجية غير المتوقعة من خلال الحفاظ علي مستوى ملائم من الاحتياطي يمكنها من التصدي لأي صدمة أو ازمه ، وكذلك فانه في نظم سعر الصرف الوسيطة، ، فان السلطات تقوم بعمليات تعتمد درجة نشاطها على تطور سوق الصرف الأجنبي ، مع ما يستتبعه ذلك من اختيار مستوى السيولة الملائم الذي يجب الحفاظ عليه.

وفي ظل نظم سعر الصرف الثابتة، قد يتعين على السلطات في أحيان كثيرة التدخل في سوق النقد الأجنبي ، وهو ما يتطلب إلى احتياطات يمكن تحويلها في أي وقت إلى نقد أجنبي ، وتكون الاحتياطات هنا هامة للحفاظ علي الثقة في قيمة العملة الوطنية والحيلولة دون المضاربة ضدها

وبالنظر الي الاقتصاد المصري ، اتضح انه تعرض للعديد من الصدمات الاقتصادية المحلية والخارجية و التي ساهمت في استنزاف اكثر من نصف حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي في النصف الأول من التسعينات وكذلك لم يختلف الامر بعد احداث يناير ٢٠١١ وهو ما دفع البنك المركزي الي التخلي عن نظم الصرف الثابتة و التحول نحو نظام الصرف المرن بشكل معلن في عام ٢٠٠٣ وكذلك في عام ٢٠١٦ (www.Worldbank.com)

مشكلة الدراسة :

تتركز مشكلة الدراسة في الإجابة علي التساؤل الرئيسي التالي : هل كان خوف البنك المركزي المصري من استنزاف الاحتياطي الدولي 'fear of losing international reserves' يفوق الخوف من التعويم 'fear of floating' في ظل الازمات والصدمات التي تعرض لها الاقتصاد المصري بمعنى ان اداء الاحتياطي الدولي كان محدد أساسي في التحول نحو نظم سعر الصرف المرنة .

اهداف الدراسة :

١- عرض الاطار النظري لسعر الصرف بالإضافة الي التصنيفات المختلفة لنظم سعر الصرف مع شرح مزايا و عيوب النظم الثابتة والوسيطه والمرنة.

٢- تجربة مصر في إدارة نظم الصرف في الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩ م

٣- تطور الاحتياطي النقدي الأجنبي في الفترة من ١٩٩٠-٢٠١٩ م

فرضية الدراسة :

تفترض الدراسة ان البنك المركزي المصري فضل التكيف مع الصدمات الاقتصادية الداخلية والخارجية من خلال السماح بتخفيض سعر الصرف عن طريق التحول نحو نظم الصرف المرنة علي ان يستنزف الاحتياطي اجنبي في التصدي للأثار السلبية الناتجة عن الصدمات والأزمات الاقتصادية .

منهج الدراسة :

اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي من خلال التطرق الادبيات والنظريات الاقتصادية المتعلقة بنظم الصرف واسس اختيارها ومزايا وعيوب كل نظام بالإضافة الي عرض تجربة مصر في إدارة نظم الصرف و تطور الاحتياطي النقدي الأجنبي والذي يعتبر مؤشر متحكم في تبني أي نظام صرف لأي دولة .

تنظيم البحث : ينقسم البحث إلى أربعة اقسام إلى جانب الإطار العام للبحث:

القسم الأول : الدراسات السابقة في مجال البحث .

القسم الثاني : التصنيف المختلفة للنظم سعر الصرف مع عرض لكل نظام علي حده.

القسم الثالث :تطور نظرية اختيار سعر الصرف.

القسم الرابع: أسس اختيار نظام سعر الصرف بناء علي الخصائص الاقتصادية

والصدمات الاقتصادية مع الإشارة الي تجربة مصرفي ادارة نظم سعر الصرف.

القسم الأول: الدراسات السابقة

(١) دراسة (احمد الشريبي، ٢٠١٨) أشارات الدراسة الي ضرورة احداث التوافق

بين سياسات إدارة الاحتياطيات ونظام سعر الصرف المتبع، وانه عند تبني

الدولة لنظام" سعر الصرف المرن"، فان مدير والاحتياطيات يتمتعون بحرية

كبيرة في تحديد الهيكل المناسب لمدة الحافظة وسيولتها وقامت الدراسة بتحليل

أداء الاحتياطيات الدولية الفعلية لمصر والذي يشتمل على رصيد العملات

الأجنبية، والذهب النقدي، وحقوق السحب الخاصة، وصافي موقف الدولة لدى

صندوق النقد الدولي . حيث توصلت الي ان مكون العملات الأجنبية يستحوذ على النسبة الغالبة من صافي الاحتياطيات الدولية لمصر خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨ وصلت هذه النسبة إلى أكثر من ٩٠ % في يونيو عام ٢٠١٠ ، وبحوالي ٨٧ % في يونيو ٢٠١٨ ، وان عملية تركيم الاحتياطيات الدولية كانت لغرض مواجهة التقلبات في الموارد الجارية للنقد الأجنبي، وتجنب حدوث هزات كبيرة في تدفق الواردات والوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل والحفاظ على قدر من الاستقرار في سعر صرف العملة المحلية،^٣

(٢) دراسة (منال عفان، ٢٠١٧) تناولت الدراسة العلاقة بين الطلب على الاحتياطي الصرف الأجنبي والاستقرار المالي في مصر وتوصلت النتائج أن معظم الطلب علي الاحتياطي الصرف الأجنبي في مصر، نتج من الاستثمار الأجنبي المباشر والدين الخارجي قصير الأجل ومعدل الفائدة، وبشكل فاق أثر تقلبات سعر الصرف وعجز الموازنة^٤.

(٣) دراسة (Bayat, T., Senturk, M., & Kayhan, S. 2014) والتي بحثت في العلاقة بين سعر الصرف الحقيقي الاسمي و الاحتياطيات الأجنبية للبنوك المركزية في تركيا من خلال توظيف البيانات الشهرية من يناير ٢٠٠٣ الي يناير ٢٠١٤ ، وتوصلت الي انه لا توجد علاقة سببية من احتياطيات النقد الأجنبي إلى سعر الصرف الاسمي والحقيقي. في حين ان هناك علاقة سببية من سعر الصرف الاسمي الي معدل لاحتياطيات النقد الأجنبي في الاجل قصير فقط و كذلك هناك علاقة سببية أخرى من سعر الصرف الحقيقي لاحتياطيات النقد الأجنبي على حد سواء في الاجل القصير و الاجل الطويل ، ولكن ليس على الاجل المتوسط.

(٤) دراسة (Gokhale, M. S., & Raju, J. R. 2013)^٦ هدفت الي دراسة العلاقة بين سعر الصرف واحتياطيات النقد الأجنبي في الاقتصاد الهندي. باستخدام بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات في الفترة من ١٩٨٠ - ٢٠١٠ ، وخلصت الدراسة الي عدم وجود ارتباط طويل وقصير المدى بين سعر الصرف (EXR) واحتياطيات النقد الأجنبي (FOREX) .

- (٥) دراسة (Aizenman, J., & Sun, Y. 2012) ^٧ تناولت تلك الدراسة عينة من الدول إلى مقسمة الي مجموعتين: المجموعة الأولى تتكون من البلدان التي عانت من خسائر كبيرة في الاحتياطي الدولي IR والأخري من البلدان التي لم تفقد الاحتياطي الدولي IR أو تعافت سريعاً من خسائر IR الخاصة بها. وعرفت المجموعة الأولى على أنها البلدان التي فقدت ما لا يقل عن ١٠ في المائة من IR الخاص بها خلال الفترة من يوليو ٢٠٠٨ إلى فبراير ٢٠٠٩ مقارنة بأعلى مستوى IR لديها ومن بين ٢١ من دولة ، كانت ٩ دول تنتمي للمجموعة الأولى . وأوضحت الدراسة ان الدول التي امتنعت عن استنفاد كبير للـ IR خلال الأزمة ، كانت العوامل المالية أكثر أهمية من العوامل التجارية حيث امتنعت هذه الدول عن استخدام الاحتياطيات الدولية كلياً وحققت تكييفاً خارجياً من خلال الانخفاض الكبير في قيمة عملاتها بحوالي ٣٠% في الفترة من أغسطس ٢٠٠٨ إلى أكتوبر ٢٠٠٩ ، مع "الخوف من خسارة الاحتياطيات". حيث كان هذا الخوف مرتبطاً بتخوف الدولة من ان مدة الأزمة غير معروفة .
- (٦) دراسة (Choi, C., & Baek, S. G, 2008) ^٨ اشارت الدراسة الي ان نظام سعر الصرف ترتبط بعلاقة U مقلوبة مع الاحتياطي الدولي حيث تحتاج الأنظمة الوسيطة إلى احتياطيات أكثر من الأنظمة القطبية (الأوتاد الصلبة و عائمة بحرية) . وان تكون الحيازات الاحتياطية أصغر في حالة الأوتاد الصلبة عنها في حالة التعويم الحر .
- (٧) دراسة (Lane and Burke (2001) ^٩ و تناولت العلاقة بين سعر الصرف وحجم الاحتياطيات الدولية حيث استخدم بيانات مقطعية لـ ١٠٢ دولة عبر الفترة ١٩٨١-١٩٩٥ ، و توصلت الي عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نظام سعر الصرف والمستوى من الاحتياطيات.
- (٨) دراسة (Edwards, 1983) ^{١٠} والذي تناولت عينة مكونه من ٤١ بلد نامي وقسمتها الي مجموعتين: الأولى حافظت على سعر صرف ثابت خلال ١٩٦٤-١٩٧٢ (أي ، هم تعديل تعادلهم بنسبة تقل عن ١٪ سنوياً) ، والثانية لديها تخفيضات لا تقل عن ١٠٪ خلال هذا فترة. وكانت نتائج التقدير أن البلدان التي

خفضت قيمة العملة تحتفظ ، في المتوسط ، باحتياطات أقل من البلدان التي اتبعت سعر الصرف الثابت.

القسم الثاني : التصنيف المختلفة للنظم سعر الصرف مع عرض لكل نظام علي حده
اولاً:التصنيف المختلفة للنظم سعر الصرف

١-صندوق النقد الدولي :

يعد تصنيف صندوق النقد الدولي من اهم التصنيفات والترتيبات التي تناولت نظم سعر الصرف التي يتم إصدارها في شكل نشرة دورية تصدر منذ عام ١٩٥٠ تحت عنوان Exchange Arrangements and exchange restrictions، ويتميز التصنيف الخاص بصندوق النقد الدولي عن غيره من التصنيفات أنه يبين المعلومات المتاحة عن أسعار الصرف وأطر السياسة النقدية المتبعة ، ونوايا السياسة الرسمية أو غير الرسمية للتمييز بين أنظمة سعر الصرف المختلفة^{١١} ويعتمد صندوق النقد الدولي في إعداد تلك النشرة لتصنيف نظم إدارة سعر الصرف في البلدان الأعضاء فيه على التقرير الرسمي المعد من قبل السلطة النقدية للبلدان الأعضاء فيه، حيث تلتزم البنوك المركزية بالإعلان عن نظام الصرف الأجنبي الملزم له والذي يسعى إلى تطبيقه -ولكن مع عدم الاستقرار الذي تشهده نظم أسعار سعر الصرف بسبب التقلبات الشديدة في حركة أسعار الصرف- وظهور الاختلافات عما تصرح به البلدان فيما يتعلق بنظام سعر الصرف المتبع وما يتم ممارسته فعلياً على أرض الواقع، فقد قام خبراء صندوق النقد الدولي بتقسيم ترتيبات أنظمة الصرف إلى نوعين رئيسيين

- النوع الأول: هو ترتيبات أنظمة الصرف بحكم الواقع FACTO المرتكز علي الممارسات الفعلية لنفس تلك البلدان و يحاول هذا الفرز التأكد من أن التصنيفات الرسمية متوافقة مع الممارسة الفعلية .
- النوع الثاني: هو ترتيبات أنظمة الصرف بحكم القانون JURE:المرتكز علي تصريحات البنوك المركزية للبلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي ، وسيتم تناول أنظمة الصرف بحكم الواقع بشيء من التفصيل نظراً لأنه أكثر موضوعية وشفافية

أكثر من الأخير، و يعتمد هذا التصنيف على تقلبات سعر الصرف الاسمي الرسمي على أن تقوم السلطات النقدية المحلية بإعلام صندوق النقد الدولي بأي تغيير قد يطرأ على النظام المتبع، حيث يتم تحديث هذا التصنيف كل ٣ أشهر. ويجب الإشارة هنا إلى أن صندوق النقد الدولي يعتمد أيضاً على رصد بعض المعلومات الأساسية حول السلوكيات الفعلية للسلطات النقدية والمتعلقة بإدارة سعر الصرف (كالسياسات النقدية المتبعة، التغييرات في احتياطيات النقد الأجنبي، معدلات الفائدة) للتأكد من مدى مطابقة تصريحات دول الأعضاء لممارستهم الفعلية في إدارة نظام سعر الصرف.

وينقسم هذا التصنيف الي ٣ ترتيبات أساسية :

- ١- الترتيبات الثابتة: والذي يختلف عن الترتيبات الوسيطة في ان السياسة التي تهدف الي التثبيت تمثل التراما مؤسسيا.
 - ٢- الترتيبات الوسيطة والذي يتميز عن الترتيبات العائمة في انه يتم من خلال نظام مستهدف ومحدد تتدخل السلطة النقدية في اطار تحديده.
 - ٣- الترتيبات العامة: والذي ينقسم بدروه الي عائم حر وعائم مدار. ^{١٢} ويلاحظ ان التصنيف السابق يكون مساره من أعلى إلى أسفل من خلال الإستقرار النسبي الذي يوفره لسعر الصرف الاسمي أو ، بشكل عكسي ، حسب درجة المرونة التي يضيفها على الاقتصاد.
- ٢- تصنيفات اخري :

تصنيف (Levy-Yeyati and Sturzenegger (2005 تصنيفاً واقعياً بناءً على البيانات التي تم الحصول عليها لعينة من البلدان خلال الفترة ١٩٧٤-٢٠٠٠ بشأن سلوك ثلاثة متغيرات: التغييرات في سعر الصرف الاسمي ، مستوي التقلب في هذه التغييرات، وتقلب الاحتياطيات الدولية، حيث قسم إلى أربع مجموعات رئيسية من ١- أنظمة سعر الصرف المربوطة، و أنظمة سعر الصرف المتوسطة (٢- الربط الزاحف و٣- العوامات القدرة) و٤- المرنة ^{١٣}.

وفقاً لذلك التصنيف فان :

- ١- أنظمة سعر الصرف المربوط يجب أن تواجه تقلباً منخفضاً في سعر الصرف وتغيرات في سعر الصرف مقابل تقلباً كبيراً في الاحتياطيات الأجنبية، حيث تستخدم الدول الأصول الاحتياطية للتدخل في سوق الصرف الأجنبي بهدف تثبيت سعر الصرف.
 - ٢- يجب أن تواجه الأنظمة الوسيطة مستوى متوسط من التقلب في سعر الصرف ، وتقلب منخفض في تقلبات سعر الصرف، وتقلب من متوسط إلى مرتفع في الاحتياطيات الأجنبية.
 - ٣- في المقابل، أنظمة الصرف المرنة يجب ان تواجه التقلبات العالية في سعر الصرف مقابل تقلبات منخفضة في الاحتياطيات الدولية، حيث يُسمح لسعر الصرف بالتذبذب بحرية، مقابل تقليل الاعتماد علي الاحتياطيات الدولية في التأثير علي سعر الصرف .
- ٣- التصنيف (Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2004):^{١٤}
- يتم إعادة تصنيف أنظمة أسعار الصرف من خلال التركيز على أسعار الصرف المزدوجة والموازية التي يحددها السوق، فضلاً عن التحليل الإحصائي للسلوك المرصود في سعر الصرف لـ ١٥٣ دولة خلال الفترة ١٩٤٦-٢٠٠١.^{١٥}
 - إذا كان هناك سوق موازية في الدولة، فإنهم ينتقلون إلى تصنيف إحصائي بناءً على النسبة المئوية لسعر الصرف الإسمي بالقيمة المطلقة وعلي نطاقات التقلب.
 - إذا كان هناك سوق أجنبي واحد، فإنهم يختبرون النظام المعلن يطابق التصنيف الإحصائي الواقعي. من خلال الجمع بين الإعلانات الرسمية وأداء التضخم وتقلب تحركات أسعار الصرف، يمكنهم التمييز بين ١٥ نظاماً فعلياً لسعر الصرف.
 - وعندما لا يكون هناك إعلان رسمي عن نظام سعر الصرف في فترات التضخم من قبل السلطات النقدية فان هذا التصنيف يقوم بالتمييز بين الدول ذات التضخم المرتفع (السقوط الحر) عن الأنواع الأخرى من التعويم المدار وغير المدار. والذي يحدث عندما يساوي التضخم السنوي أو يتجاوز ٤٠٪.

➤ وبنفس الطريقة، حددوا فئة فرعية خاصة من السقوط الحر، تسمى "hyperfloats" والتي تحدث عند حدوث ما يسمى بالتضخم المفرط (معدل التضخم الشهري بنسبة ٥٠٪ أو أكثر) وفي تلك الفترات غالبًا ما يتسم الاقتصاد الكلي بعدم الاستقرار بسبب معدلات التضخم المرتفعة جدًا الناتجة عن أسعار الصرف المرتفعة والمنكرونة.

جدول (١): نظم سعر الصرف طبقا للتصنيفات الحديثه

Levy-Yeyati and Sturzenegger (2005)	Reinhart, C. M., and Rogoff, K. S. (2004).	IMF (1998)
١- ثابت	١- ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة	١- الدولار/الاتحاد النقدي
٢- الربط الزاحف	٢- ربط معن سلفاء، أو ترتيبات مجلس العملة	٢- مجلس العملة
٣- التعويم الفتر	٣- نطاقات تقلب أفقية معن عنها سلفاء، تكون أقل من أو تساوي $\pm 2\%$.	٣- ترتيبات تقليدية
٤- مرن	٤- الربط بحكم ال واقع	٤- الربط تشمل الربط إلى عملة أخرى أو إلى سلة عملات، ترتيبات مستقرة.
	٥- الربط المتحرك المعن عنه سلفاء	٥- الربط المتحرك
	٦- نطاقات تقلب متحركة معن عنها سلفاء تكون أقل من أو تساوي $\pm 2\%$.	٦- ترتيبات شبيهة بالربط المتحرك.
	٧- الربط المتحرك بحكم الواقع	٧- أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية
	٨- نطاقات تقلب متحركة بحكم الواقع تكون أقل من أو تساوي $\pm 2\%$.	٨- التعويم المدار
	٩- نطاقات تقلب متحركة معن عنها سلفاء تكون أكبر من أو تساوي $\pm 2\%$.	٩- التعويم الحر
	١٠- نطاقات تقلب متحركة بحكم الواقع تكون أقل من أو تساوي $\pm 5\%$.	
	١١- نطاقات تقلب متحركة تكون أقل من أو تساوي $\pm 2\%$ تسمح بكل من التحسن والتراجع مع الزمن	
	١٢- التعويم الموجه	
	١٣- التعويم الحر تخص البلدان ذات التضخم المرتفع بمعدل Freely Falling	
	١٤- التعويم المفرط	

Cruz-Rodriguez, A. (2013).

ثانياً: وفيما يلي عرض لنظم الصرف المختلفة كلاً علي حده:

١ - نظام سعر صرف التقليدي:

يتم ربط العملة الوطنية بعملة أجنبية محددة على أساس سعر صرف ثابت مثل الدولار والتي يجب أن يتوافر بها عدة شروط منها: أن تكون دولة الربط ذات معدلات تضخم متدنية.

ويتم إصدار العملة المحلية عندما تكون مغطاة بنسبة 100% من عملة الربط، ويسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن $\pm 1\%$ حول السعر المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق قدره 2% لمدة 3 أشهر على الأقل، وفيه تكون السلطة النقدية مستعدة للحفاظ على سعر الصرف الثابت من خلال التدخل المباشر وغير المباشر باستخدام عمليات السوق المفتوح، أسعار الفائدة، قواعد رقابية على سوق الصرف.

ومن مزايا هذا النظام انه :

(١) يمكن تسهيل التجارة بين دولة الربط والدولة التي تستخدم عملتها كربط. عادةً ما تكون العملة التي ترتبط بها دولة نامية هي عملة الشريك التجاري الرئيسي.
(٢) من خلال الربط، يتم تقليل حالات عدم اليقين المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف وهو ما يؤثر علي تدفقات رأس المال المتعلقة بالاستثمار في البلدان النامية بشكل إيجابي.

وينتج عن ربط سعر الصرف بعملة واحدة مشكلتين رئيسيتين :

➤ المشكلة الاولى: ان الربط قد يتداخل مع أهداف السياسة المحلية. إلى حد ما، حيث لا يمكن تجنب آثار التقلبات في أسعار صرف العملات الأخرى ، والتي تزداد من خلال الربط بعملة واحدة. على سبيل المثال، إذا ارتفعت عملة التدخل مقابل العملات الأخرى، فإن أسعار السلع المتداولة دوليًا ستتناقص، مما يحفز الطلب على الاستيراد ويزيد الحافز لتحويل الموارد إلى الإنتاج المخصص للسوق المحلي فقط (السلع غير المتداولة) وهو ما قد يتعارض مع الأهداف المقصودة لسياسة الاقتصاد الكلي.^{١٦}

- المشكلة الثانية، وهي أنه في ظل تقلبات أسعار الصرف يصبح تثبيت عملة ما تعويم تجاه معظم العملات الأخرى، وللتغلب على هذا تم استخدام الربط بسلة من العملات أو ربط العملة بحقوق السحب الخاصة التي يصدرها صندوق النقد الدولي. حيث يتم ربط العملة بسلة من العملات تضم عملات أهم الشركاء التجاريين والماليين على أساس أوزان ترجيحية تعكس التوزيع الجغرافي (للتجارة - الخدمات - تدفقات رأسمالية) وهو ما يحافظ على استقرار سعر الصرف الحقيقي، أما الربط بحقوق السحب الخاصة فيستخدم لتسوية مدفوعات الدولة وعلاج العجز المؤقت في ميزان المدفوعات.^{١٧} (عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٤٦-١٤٨) وهناك مميزات للربط مقابل سلة من العملات:
- عادة ما يكون البلد قادراً على تجنب الحجم الكبير في تقلب سعر الصرف فيما يتعلق بالعديد من الشركاء التجاريين ، وبالتالي قدرة على تثبيت سعرها الفعلي الاسمي.
- مرونة السياسة النقدية ، على الرغم من محدوديتها، فإنها أكبر مما كانت عليه في حالة ترتيبات الصرف مثل مجلس العملة اوالدولة لأن الوظائف المصرفية المركزية التقليدية لا تزال ممكنة، ويمكن للسلطة النقدية تعديل مستوى سعر الصرف ، وإن كان ذلك نادراً نسبياً^{١٨}
- يتم تحديد تكوين سلة من العملات من خلال حصص الواردات وهو ما يمكن البلد النامي من تجنب بعض تقلبات أسعار الواردات وهو ما يساهم في استقرار لاسعار المحلية.^{١٩}
- اما بالنسبة للمشاكل المرتبطة بالربط مقابل سلة العملات فهناك مشكلتين هما :
- المشكلة الاولى والتي تتعلق بالصعوبات الفنية لتنفيذ ربط العملة بشكل عام مع التغييرات التي تحدث علي اساس يومي في عملات جميع الدول الصناعية.
- المشكلة الثانية تتمثل في تضاول الجاذبية للمستثمرين الأجانب مع الربط بسلة من العملات، حيث قد يكون هناك المزيد من عدم اليقين بشأن القيمة المستقبلية لعملة البلد، مما يعكس احتمال أن يكون ربط سلة العملات، مقارنةً بربط العملة الواحدة ، أكثر عرضة للتغير، لا سيما إذا لم يتم الإعلان عن تفاصيل تكوين السلة.

٢ - الدولار:

وفيه تختفي العملة الوطنية تماماً، حيث يتم تداول عملة بلد آخر باعتبارها العملة القانونية (الدولة الرسمية) أو الدولار الكاملة والتي يفقد فيها البنك المركزي سلطته في إصدار النقود وبالتالي يفقد دوره في تمويل عجز الموازنة، وكذلك دوره كمقرض الملاذ الأخير أي أن البلد لا يتمتع بالاستقلالية في إدارة السياسة النقدية في ظل الدولار الكاملة، والتي تختلف عن الدولار الجزئية التي تظهر نتيجة اهتزاز ثقة الأفراد في عملتهم المحلية مع انخفاض في قوتها الشرائية، بما يدفعهم نحو حيازة العملة الأجنبية من الدولار واستخدامها كمستودع للقيمة إلى جانب استخدامها وسيط للتبادل في المعاملات الخارجية، حيث يتم تداول العملة الأجنبية بجانب عملة البلد الأصلية، وطبقاً لـ فإن الدولار تكون في حالة إذا كانت نسبة الودائع المصرفية بالعملة الأجنبية: عرض النقود بالمفهوم الواسع تقارب ٣٠٪.^{٢٠}

٣- الاتحاد النقدي:

في هذا النظام تشترك مجموعة من الدول في تبني عملة دولة ما (عضو في الاتحاد النقدي) بأن تكون العملة القانونية الموحدة ولا يكون للسياسة النقدية أي دور فيه بما في ذلك دور المقرض الأخير.^{٢١} ويرتكز إنشاء اتحاد نقدي على تحديد معايير التقارب والتي تشمل التضخم ومعدلات الفائدة وعجز الميزانية والدين العام بين الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي في الاجل الطويل ، بالإضافة الي إعادة تنظيم وترشيد أنشطة الإنتاج داخل الاتحاد (أي الصدمات الداخلية) مع عدم تجاهل تأثير الصدمات الخارجية علي الاتحاد النقدي.^{٢٢}

٤- مجلس العملة:

يمثل أقوى أشكال ربط العملة، ويسمح بالتداول النقدي لكل من العملة المحلية وعملة التثبيت أو الربط، أي أن هناك ازدواجية التداول^{٢٣}، وفي هذا النظام تستحوذ السلطة النقدية على ٥٠ في المئة من الاحتياطيات الأجنبية مقابل القاعدة النقدية، حيث يزداد وينكمش عرض الأموال تلقائياً مع حالة ميزان المدفوعات،^{٢٤} فكمية النقود المتداولة يجب أن تكون مضمونة بقيمة تساوي أو تفوق مستوى الاحتياطي من العملة

التي يتم الربط بها مثل الدولار، فلا يمكن إصدار المزيد من النقود دون أن يقابلها ما يعادلها من احتياطي عملة الربط، وهو ما يعني إلغاء وظائف البنك المركزي التقليدية،^{٢٥} فلا يجوز منح قروض للحكومة للحفاظ على النسبة الثابتة من النقد والاحتياطيات من عملة التثبيت، وفي هذا النظام تكون السياسة النقدية تابعة بشكل قوي للظروف الاقتصادية السائدة في عملة التثبيت.^{٢٦}

واشتركت (الدولة - الاتحاد النقدي - مجلس العملة) في خاصية فقدان السياسة النقدية لاستقلاليتها، فلا يمكن اعتماد سعر صرف غير ثابت كما أن أسعار الفائدة ترتبط آلياً بما يحدث في بلد عملة التثبيت.

٥- أسعار الصرف المربوطة في ضمان النطاقات الأفقية Horizontal Bands

تلتزم البنوك المركزية فيه بالتدخل لمنع العملات المحلية من التحرك خارج هذا النطاق المحدد، ويتم الاعتماد على أدوات السياسة النقدية لإجراء التعديلات المطلوبة لسعر الصرف، ويطلق عليه الأنظمة التعاونية، حيث يصلح للمجموعات الإقليمية (التكامل الاقتصادي بين الدول) حيث تجتمع البنوك المركزية لتتفق على أسعار صرف ثنائية لعملاتها.^{٢٧}

٦- نظام الربط المتحرك Crawling pegs^{٢٨}

يسمى كذلك بالربط الزاحف، وهو يعكس النظرية النسبية للتعاقد في القوة الشرائية، وفيه يعدل قيمة العملة بواسطة السلطة النقدية بشكل دوري وطفيف بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات محددة مثل فروق مستويات التضخم بين الشركاء التجاريين والماليين، أو الفروق بين التضخم المستهدف والمتوقع لدى أهم الشركاء وغيرها، والهدف من هذا التغيير الطفيف والدوري هو الحفاظ على سعر الصرف الاسمي مستقرًا دون أي تحسن في سعر الصرف الحقيقي قد يؤثر على تنافسية الدولة، وينقسم إلى نوعين:

النوع الأول (المعلن سلفاً) وهو يعتمد على تعديل سعر الصرف إلى المستوى المساوي للفروق ما بين التضخم المحلي والتضخم الأجنبي، والنوع الثاني (دالة التضخم) وهو أكثر مرونة من الربط المتحرك المعلن سلفاً؛ لأن البنك المركزي فيه لا يلتزم بأي

مسار معن سلفا للانخفاض في سعر الصرف نظرًا لأن البنك المركزي قد يحتاج إلى تخفيض في سعر الصرف إلى مستوى يفوق الفروق بين معدلات التضخم المحلية والخارجية للتأثير على سعر الصرف الحقيقي بهدف الوصول إلى التوازن الخارجي. ووفقا للنوع الأول فإن الدولة لا تعلن سعرًا مركزيًا، ولكنها تلتزم بتغيير سعر الصرف داخل النطاق، وهنا درجة استقلال السياسة النقدية تعتمد على حجم النطاق المسموح به لسعر الصرف للتقلب فيه.^{٢٩} ووفقا للنوع الثاني فإن تعديل السعر المركزي حول المركز الزاحف أو أن يختلف حسب الاختيار ويكون بشكل دوري بشكل ثابت.^{٣٠}

٧- الأنظمة المعمومة (المرنة):

تنقسم إلى أسعار الصرف المعمومة الحرة التي لا تتدخل فيها السلطات ويسمح فيها لسعر الصرف بأن تحدده قوى السوق، وأسعار الصرف العائمة الموجهة التي يتم التدخل فيها من البنك المركزي للمساندة (تعويم مدار).^{٣١} وفي هذه الحالة، ستكون السياسة النقدية أكثر فاعلية، وسوف يصبح للبنك المركزي قدرة أكبر على انتهاج سياسة نقدية مستقلة وخاصة مع تزايد السيولة الدولية لرؤوس الأموال، وذلك لأن تعويم سعر الصرف كفيل بإزالة العجز في ميزان المدفوعات، ويتوقف مدى تأثير النشاط الاقتصادي بتعويم العملة بمدى استجابة الصادرات للتغيرات في سعر الصرف، وكذلك استجابة رؤوس الأموال إلى التغيرات في سعر الفائدة. فعند اتباع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة المحلية مقارنة بمعدلات الفائدة العالمية، وهو ما يدفع رؤوس الأموال إلى الخروج وبالتالي سيحدث عجز في الحساب الرأسمالي، وفي نفس الوقت سيؤدي انخفاض معدلات الفائدة في الداخل إلى تشجيع الاستثمار وبالتالي زيادة الاستيعاب المحلي (الإنفاق العام) والذي سيزيد من الطلب على الواردات، وبهذا (خروج رؤوس الأموال + الطلب على الواردات) سيشكلان عوامل ضغط على العملة المحلية والتي ستخضع قيمتها، وهو ما يعزز من تنافسية السلع المحلية، ويزيد من حجم الصادرات بالشكل الذي يحد من الآثار السلبية لـ(خروج رؤوس الأموال والطلب على الواردات)

ليتحقق التوازن في ميزان المدفوعات تلقائيًا، وذلك بدون حاجة البنك المركزي إلى استخدام الاحتياطي الأجنبي للحفاظ على استقرار سعر الصرف.^{٣٢} وقد اكدت دراسات اخري على ان هناك مفاضلة بين المصدقية والمرونة في كل من نظامي سعر الصرف الثابت والمرن؛ وفقاً لهذه الحجة، يسمح النظام المرن للبلد بأن يكون له سياسة نقدية مستقلة، مما يوفر المرونة لاستيعاب الصدمات المحلية والأجنبية، بينما يقلل نظام سعر الصرف الثابت من درجة المرونة لاستيعاب مثل هذه الصدمات، ولكنه يضيفي درجة أعلى من المصدقية.

شكل رقم (١) : مرونة سعر الصرف طبقاً للنظم الصرف المختلفة



<https://policonomics.com/lp-exchange-rate-regimes-free-float>

القسم الثالث: تطور نظرية اختيار سعر الصرف

تطرق الفكر الاقتصادي إلى قضية اختيار نظام سعر الصرف الملائم للاقتصاد، حيث تعددت آراء الاقتصاديين في تلك القضية مع انهيار نظام بريتون وودز لأسعار الصرف الثابتة عام ١٩٧٣، ومن أهم الدراسات التي تناولت نظم الصرف دراسة مليتون فريدمان عام ١٩٥٣ تحت عنوان "الدفاع عن أسعار الصرف المرنة" والذي رأى أن التحول نحو نظم الصرف المرنة يؤدي إلى تصحيح الاختلالات في سعر الصرف بشكل سريع وتلقائي، على عكس نظم أسعار الصرف

الثابتة التي تتسم بالجمود وتكلف الاقتصاد التضحية بجزء كبير من الاحتياطي النقدي الأجنبي لتجنب أي اختلال في قيمة العملة يكون مصدرًا لعدم الاستقرار الاقتصادي.^{٣٣} اما في فترة الستينات ظهرت روبرت ماندل^{٣٤} في الستينات ١٩٦١ والتي تسمى بنظرية مناطق العملة المثلى common currency area في بحثه، والتي تطورت فيما بعد من قبل Kenen (1969)^{٣٥} ، McKinnon (1963)^{٣٦}. ركزت هذه الأدبيات على أربع علاقات متبادلة بين أعضاء مناطق العملة المثلى (OCA) هي: (١) حجم التجارة. (٢) تشابه الصدمات والدورات؛ (٣) درجة تنقل اليد العاملة (٤) نظام التحويلات المالية (إن وجدت) فكلما زادت الروابط بين البلدان التي تستخدم أي من المعايير الأربعة، كلما كانت العملة المشتركة أكثر ملاءمة.

و خلال السبعينات من القرن الماضي ومع بدء التخلي عن نظم سعر صرف ثابت ظهر تيار فكري جديد يسمى بالمقاربة السياسية، والذي يدعو إلى تبني ما أطلق عليه برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف، أي اتخاذ سعر الصرف ركيزة اسمية لمكافحة التضخم، وبالفعل في ظل موجة التضخم المرتفع في نهاية الثمانينات تبنت العديد من الدول برامج التثبيت القائمة على سعر الصرف، أو ما يعرف ببرامج مكافحة التضخم التي تتضمن قيودًا معلنة سلفًا حول حركة سعر الصرف الاسمي.^{٣٧}

وخلال السبعينات أيضًا تم طرح فرضية الثلاثية المستحيلة عام ١٩٧١ والتي ترى أنه على صانعي السياسة اختيار عنصرين من بين ثلاثة عناصر تمثل إحدى أهم معالم السياسة الاقتصادية الكلية، وتلك العناصر تتمثل في:

- نظام سعر الصرف الثابت.
 - حرية التدفقات المالية في الداخل والخارج.
 - سياسة نقدية مستقلة.
- وفقا لفرضية الثلاثية المستحيلة (الاختيار الصعب) فإن على صانعي السياسة أن يتخلوا عن أحد هذه العناصر حيث يصعب الأخذ بها في آن واحد، فهم أمام ٣ اختيارات:^{٣٨}

الاختيار الأول: اختيار سعر الصرف الثابت (كمحور ارتكاز للسياسة النقدية) مع الرغبة في اتباع سياسة نقدية مستقلة يفرض على صانع السياسة تقييد حرية انتقال رؤوس الأموال، وذلك لفصل تحركات معدلات الفائدة المحلية عن معدلات الفائدة في الأسواق الخارجية، والتي تعتبر شرطاً أساسياً لضمان استقلالية السياسة النقدية.

الاختيار الثاني: اختيار نظام سعر الصرف الثابت مع الرغبة في الحفاظ على الحرية الكاملة لانتقال رؤوس الأموال، وهنا لن يتمكن صانعو السياسة من تطبيق سياسة نقدية مستقلة لتحقيق أهداف محلية، نظراً لأن تحركات السياسة النقدية ستتحصر في الدفاع عن سعر الصرف الثابت في مواجهة أي تغييرات في أسعار الفائدة العالمية، وبصورة أخرى سيكون سعر الفائدة المحلي تابعاً لسعر الفائدة في دولة العملة المرتبطة بها سعر الصرف.

الاختيار الثالث: إذا ما تبنى سياسة نقدية مستقلة مع توفير حرية حركة رؤوس الأموال، فسوف يضطر إلى التخلي عن سياسة سعر الصرف الثابت لعدم قدرة الدولة عن الدفاع عن سعر الصرف الثابت في ظل حرية حركة رؤوس الأموال.

وفي أوائل التسعينات ومع الأزمة التي عصفت بالدول الأوروبية عام ١٩٩٢ ظهرت نظرية القطبية الثنائية Bipolar view أو تفضيل النظامين الأقصىين Two extremely Regimes أو ما يطلق عليه فرضية الركن Corner hypothes ، والتي تعتبر امتداداً لفرضية الثلاثية المستحيلة، التي دعمت حلول الركن نتجية عولمة رؤوس الاموال، حيث افترض Eichengrenn^{٣٩} أنه في ظل حرية حركة رؤوس الأموال فإن أنظمة سعر الصرف الوسيطة سوف تكون أقل فعالية واستمرارية، وأن على الدول أن تختار بين نظامين وهما الربط الجامد أو التعويم الحر، بمعنى آخر فإن الدول التي تختار الانفتاح التام أمام حركة رأس المال الدولي ليس لها سوى التثبيت الصارم (الركن الأول) – أو اتباع التعويم الكامل لأسعار الصرف (الركن الثاني)^{٤٠}

وقد قام خبراء صندوق النقد الدولي باختبار مدى صحة نظرية القطبية الثنائية، وذلك من خلال دراسة أنظمة صرف ١٥٠ دولة (متقدمة ونامية) مرت بعدد من الأزمات في الفترة من ١٩٩٠- ٢٠٠١ وتوصلت إلى أن الأنظمة الوسيطة تزيد من احتمال نشوء الأزمات بمعدل ٣ مرات عنه في ظل الأنظمة الثنائية بالنسبة للدول

النامية، وبما يقترب من ٥ مرات في الدول المتقدمة، وأن أنظمة سعر الصرف الثابتة هي الأكثر عرضة للأزمات مقارنة مع أنظمة سعر الصرف المرنة خاصة للبلدان ذات الاقتصاديات المفتوحة على الخارج، وأن أنظمة الركنين (الربط المحكم، التعويم الحر) الأفضل والأكثر عرضة للأزمات لمجمل دول العينة.^{٤١}

واختلف Frankel 1999^{٤٢} ، وأنه لا يوجد أدلة تطبيقية راسخة تؤيد وجهة نظر أن الأنظمة الوسيطة سينتهي العمل بها وأن الدول الناشئة لا زالت تعاني من صعوبات في التحول من نظم الصرف الثابتة إلى نظم صرف مرنة بسبب ظاهرة الخوف من التعويم. استخلص أن أغلب الدول التي صرحت بتعويم عملتها عملت العكس، وأن الدول عند الظروف الملائمة (وجود دخول رؤوس الأموال، وتحسن في شروط التبادل مثلاً...) فإن هذه الدول تتحير على ترك سعر صرفها الاسمي (الحقيقي) لظروف العرض والطلب وهو ما يكبدها انخفاضاً في حجم صادراتها وفي قدرتها التنافسية (مرض هولندي)، كما أشار أن الدول التي تعاني من المديونية المرتفعة بعملة أجنبية وغير مغطاة من خطر الصرف تخشى التعويم ولا يوجد لها خيار إلا تثبيت عملتها بعملة الاقتراض.^{٤٣}

اما دراسة (Bérnassy-Quére et al. (٢٠٠٦)^{٤٤} في تصنيفها الفعلي الخاص بها، تجد ان تلك الأنظمة الوسيطة كانت تتراجع بعد أزمة ١٩٩٧-١٩٩٨، ولكن فقط لصالح الأوتاد الثابتة، دون الانظمة المرنة ومع ذلك، يمكن أن يؤدي انخفاض اللجوء الي الانظمة الوسيطة الي ما يمكن تفسيره بإطلاق الاتحاد النقدي الأوروبي. حيث ظهر هؤلاء المؤلفون أنه عندما تمت إزالة دول منطقة اليورو من التحليل، ان نسب الانظمة المرنة والأنظمة الوسيطة والأوتاد الصلبة تظل تقريباً كما هي قبل وبعد الازمات. وبالمثل، على مدار التسعينيات، أصبحت وجهة النظر ثنائية القطب عقيدة جديدة في اختيار نظام سعر الصرف. تشير بعض الأبحاث التجريبية إلى أن، منذ أوائل التسعينيات ، كان هناك انخفاض مستمر في عدد البلدان التي الحفاظ على نوع من نظام سعر الصرف الوسيط، والارتفاع المستمر في عدد البلدان ذات الأسعار العائمة الخالصة والأوتاد الثابتة. هذا الاستقطاب قاد بعض المؤلفين إلى استنتاج أن

أنظمة سعر الصرف الوسيط في البلدان مفتوحة لتدفقات رأس المال الدولية (مع حسابات رأس المال المفتوحة) أو دمجها أسواق رأس المال المحلية مع أسواق رأس المال العالمية ليست مستدامة على المدى الطويل

وأن هذه الدول يجب أن تبتعد عن الأنظمة الوسيطة ومن ثم ، يجب عليهم إما أن يطفوا بحرية أو يثبتوا حقاً وبالتالي يجدوا المصادقة.

واخيراً أشار Frankel 1999^{٤٥} افترض انه لا يوجد نظام سعر صرف أمثل يصلح لكل الدول والاقتصاديات في كل الظروف في جميع الأوقات،، وافترض كذلك بما يسمى ب *Corner Solutions Are Right for Some Countries* والتي تشير الي ان هناك فرضية شائعة مفادها أن النظام النقدي العالمي سوف يتميز بعملات أقل في العقد المقبل مما هو عليه الآن. وان البلدان الصغيرة المفتوحة (وربما ليس هذه فقط) ستتخلى عن عملاتها المستقلة - لصالح أقوى القيود المؤسسية الممكنة: إما مجلس عملة ، أو اتحاد نقدي صريح مع إحدى البلدان ذات العملات الرئيسية.

و تلك الفرضية تتداخل مع الادعاء المؤلف بأن العالم ينقسم إلى ثلاث كتل، واحدة مرتبطة بالدولار، وواحدة باليورو، وواحدة بالين.

ثانياً: أسباب الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف المرن وآلياته:

اولاً: اسباب التحول نحو نظم سعر الصرف المرنة:

هناك عدة اسباب دفعت الدول الي تبني نظم الصرف المرنة من اهمها زيادة حجم العلاقات الاقتصادية الدولية، والتحركات الكبيرة لرؤوس الأموال، نظراً لقدرته على التصدي للصدمات الخارجية، والتي ظهرت في السبعينات والثمانينات كارتفاع في معدلات الفائدة الدولية، انخفاض في النمو في الدول الصناعية، التطور غير المناسب في شروط التبادل، وكذا أزمة البترول في فترة السبعينات والثمانينات، وأزمة المديونية في الثمانينات.^{٤٦}

كما أنه يساهم في توسيع درجة استقلالية السياسة النقدية، كما يبقى أمام السلطات النقدية مسؤولية تبني سياسة اقتصادية كلية قوية ومستقرة بقصد التقليل من تكاليف هذا التوجه^{٤٧}

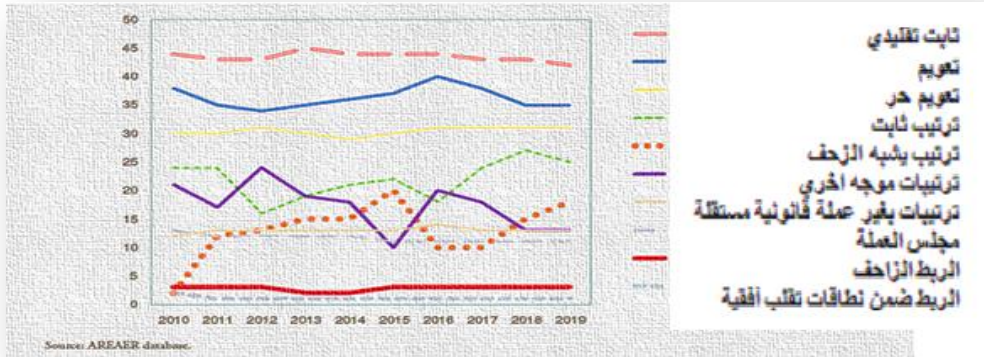
ينقسم التحول نحو النظم الصرف المرنة إلى ثلاث فئات:

الفئة الأولى: التحول من جميع أنظمة الربط المحكم والثابت والزاحف إلى أنظمة النطاقات والتعويم

الفئة الثانية: التحول من أنظمة النطاقات إلى التعويم.

الفئة الثالثة: التحول من التعويم الموجّه إلى التعويم الحر.

شكل (٢) : نظم سعر الصرف (٢٠١٠-٢٠١٩) في دول الأعضاء في صندوق النقد



الدولي

ثانياً: آلية الانتقال من نظم الصرف الثابتة إلى نظم صرف مرنة:

عملية الانتقال من نظام صرف لآخر تستدعي التطرق إلى عدد من الأسئلة لتحقيق الانتقال السليم لنظام الصرف دون إحداث أي أزمات في العملة، ما هي الشروط الانتقال؟ والنمط أو الأسلوب الذي تتم به عملية الانتقال؟ وما هو التوقيت المناسب لتحرير التدفقات الرأسمالية؟ هل قبل أو بعد التخلي عن نظام الصرف الثابت؟^{٤٨}

و عملية الانتقال تكون أكثر نجاحا اذا توافرت الشروط التالية :

- ١- أن يكون لدى الدولة، سوق الصرف لا بد أن تكون عميقة وتتمتع بسيولة كافية وقادرة على تحديد سعر العملة المحلية بشفافية، وهو عكس ما يوجد في الدول النامية أن لها أسواق صرف ضعيفة وضيقة النشاط، ولتطوير سعر الصرف لا بد من إتباع عدد من الخطوات:
 - ٢- الحد من تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف للتأثير على سعر العملة لا بد لها من صياغة سياسات تعنى بأهداف التدخل وتوقيته ومقداره.^{٤٩}
 - ١- تطوير المعلومات فيما يخص حجم المعروض من العملات الأجنبية وكذلك حجم الطلب على العملات الأجنبية (مصادر واستخدامات النقد الأجنبي).
 - ٢- الحد من القيود التي تقف أمام حركة العملات الأجنبية.
 - ٣- تنسيق وتبسيط التشريعات القانونية المنظمة لسوق الصرف، ومنع الممارسات غير المشروعة كالمضاربات الضارة من أجل تعزيز الثقة والمصدقية في السوق.
 - ٤- استقلال البنك المركزي في إدارة السياسة الاقتصادية وتفويضاً لتحقيق استقرار الأسعار، من خلال إيجاد ركيزة اسمية ملائمة تحل محل سعر الصرف الثابت.^{٥٠}
 - ٥- وجود نظام مالي متطور من بنية تكنولوجية حديثة وأسواق مالية مكتملة النمو بالإضافة إلى القدرة على التعامل مع مخاطر سعر الصرف على مستوى القطاعات الآتية: الحكومة، البنك المركزي، البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى، قطاع الأعمال غير المصرفي، وخاصة أن نظام الصرف المرن هو الأكثر عرضة للكثير من المخاطر، بإعداد سياسة وإجراءات داخلية احترازية للتصدي لتلك المخاطر المتعلقة بالأصول والخصوم من العملة الأجنبية.^{٥١}
- وفيما يتعلق بتحرير تدفقات رؤوس الأموال هل يكون قبل تطبيق المرونة في سعر الصرف أو لا، فتجارب الدول أوضحت أنه في حالة التحرير في حركة رؤوس الأموال مع البقاء على نظام سعر الصرف الثابت فإن ذلك قد يحدث حالة من اللاتوازن في مستوى السيولة المحلية، ويجعل الاقتصاد أكثر عرضة لهجمات

المضاربة، أما إذا كان الانتقال إلى نظام الصرف المرن مع تحرير حسابات رأس المال وتحرير تدفقات رؤوس الأموال في نفس التوقيت فإن هذا خطر قد يزول.^{٥٢} إن تطبيق سعر الصرف المرن قبل تحرير الحساب الرأسمالي يسمح للبلد المعني باستيعاب صدمات الحساب الرأسمالي بقدر أقل من الضرر على الاقتصاد الحقيقي مقارنة بسعر الصرف الثابت^{٥٣}

وفيما يتعلق بنمط الانتقال هل يتم اتباع النمط التدريجي أو النمط السريع في التحول؟ فإن تجارب الدول أثبتت أن الأخذ بالأسلوب المتدرج أفضل في الدول التي تعاني من التضخم المفرط وعدم الاستقرار المالي، وذلك على عكس الدول التي تمتلك سياسة نقدية قوية ومستقرة مالياً.^{٥٤}

فنمط التحول السريع يسمح للبلد بالحد من عمليات تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي، ومن ثم الحفاظ على احتياطياته الأجنبية، وقد يكون التحول السريع في مصلحة البلدان التي تريد تحقيق قدر أكبر من استقلالية السياسة النقدية، وكذلك بالنسبة للبلدان ذات الحسابات الرأسمالية المفتوحة، حيث يصعب إتباع التحول التدريجي في ظل التدفقات الرأسمالية الكبيرة والمتقلبة والتي لها آثار سلبية على الاستقرار الاقتصادي.^{٥٥}

وعلى سبيل المثال، فإن الصين تعتبر نموذجاً في التحول التدريجي المدروس للتحول نحو النظم المرنة، قامت في يوليو ٢٠١٠ بإعادة تقييم عملتها وربطها بسلة عملات بدلاً من الدولار، فربط العملة بسلة عملات يتميز بقدرته على تقليل فرص إنتقال الصدمات الخارجية إلى الاقتصاد المحلي، ويخفف من احتمالات تعرض سعر الصرف للتقلبات المحتملة في سعر العملة الواحدة، وقد تتألف سلة العملات من متوسط مرجح لعملات أهم الشركاء التجاريين للبلد المعني، وقد يسهم التحرك نحو نظام الربط الزاحف مقابل سلة عملات في حفاظ البلد المعني على قدرتها التنافسية الخارجية في حالة اختلاف معدلات التضخم فيها عن معدلات شركائها التجاريين.

ثالثاً: تقييم نظام سعر الصرف المرن مقابل سعر الصرف الثابت^{٥٦}

١- في ظل نظام سعر الصرف الحر فإن الاختلال في ميزان المدفوعات يتم تعديله تلقائياً عن طريق تغيرات سعر الصرف (بالتدهور-زيادة قيمتها) دون أي تدخل

- حكومي ودون فقدان أو تراكم الاحتياطيات الأجنبية، وذلك على عكس نظام سعر الصرف الثابت الذي يتطلب أن تكون جميع الأسعار المحلية المرنة وبالتالي سعر الصرف المرن أقل تكلفة وأكثر كفاءة لأنه يعتمد على تغير سعر واحد فقط.
- ٢- في ظل نظام سعر الصرف الحر فإن الدولة ليست في حاجة إلى أن تشغل بالها بالتوازن الخارجي، بالإضافة إلى أنها تكون حرة في تطبيق جميع السياسات الممكنة لتحقيق أهدافها الاقتصادية المحلية من (التوظيف الكامل، تحقيق معدل نمو محدد...) وذلك على عكس نظام سعر الصرف الثابت الذي لا بد أن يتم فيه التنسيق بين السياستين المالية والنقدية لتحقيق التوازن الخارجي إلى جانب التوازن الداخلي، حيث تستخدم السياسة المالية لتحقيق التوازن الداخلي والسياسة النقدية لتحقيق التوازن الخارجي.
- ٣- نظام سعر الصرف الحر يحمل في طياته درجة كبيرة من عدم التأكد والتي تثبط التخصص في الإنتاج وحركة التجارة الدولية والاستثمارات، وذلك على عكس سعر الصرف الثابت الذي يتم بدرجة أقل من عدم التأكد.
- ٤- نظام سعر الصرف الحر يبدو أكثر تضخمًا من نظام سعر الصرف الثابت، فأسعار صرف الحر تؤدي إلى المبالغة في أسعار الصرف Over shooting، في كلا النظامين فإن تدهور قيمة العملة يؤدي إلى زيادة الأسعار المحلية، وكذلك فإن ارتفاع قيمة العملة لن ينتج عنه تخفيض في الأسعار المحلية، وذلك بسبب جمود الأسعار نحو الانخفاض (عوامل أخرى لارتفاع الأسعار وليست راجعة لنظام سعر الصرف مثل ارتفاع أسعار النفط - إصدار النقود).
- القسم الثالث: أسس اختيار نظام سعر الصرف بناء على الخصائص الاقتصادية والصدمات الاقتصادية مع الإشارة إلى تجربة مصر:
- عملية الاختيار لنظام سعر الصرف تعتمد على عدد من العوامل تتمثل في الأهداف الاقتصادية التي يسعى إلى تحقيقها مصممو السياسات الاقتصادية، وطبيعية الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد، بالإضافة إلى خصائصه الهيكلية، وفي ضوء

ذلك فإن تغير الأهداف وطبيعة الصدمات وهيكل الاقتصاد كلها أمور تتطلب تغييراً في نظام الصرف الأنسب والأمثل للاقتصاد المعني.^{٥٧} والخصائص الاقتصادية لأي دولة يمكن عرضها بإيجاز في الجدول التالي:

جدول (٢): الخصائص الاقتصادية وطرق اختيار سعر الصرف

	خصائص الاقتصاد	الأثر على الدرجة المرغوبة بمرونة سعر الصرف.
1	حجم الاقتصاد	كلما كبر حجم الاقتصاد كلما كان نظام سعر الصرف المرن أكثر ملائمة.
2	تنوع هيكل الانتاج، الصادرات	كلما زاد تنوع الاقتصاد أصبح سعر الصرف المرن أكثر ملاءمة.
3	التركيز الجغرافي للتجارة	كلما زادت نسبة التجارة مع بلد واحد كبير، كلما كان ربط العملة بعملة تلك البلد أكثر ملاءمة.
	اختلاف التضخم المحلي عن المعدل العالمي	كلما كان الفرق كبيراً فإن سعر الصرف الثابت يكون أكثر ملاءمة.
4	درجة التطور المالي	كلما كان القطاع المالي متطوراً كان سعر الصرف المرن أكثر ملاءمة.
5.	مصدقية السياسات	كلما انخفضت درجة مصداقية صناعات السياسات من حيث مكافحة التضخم زاد الإقبال على سعر الصرف الثابت كأداة تثبيت اسمية.

المصدر صندوق النقد الدولي ، أفاق الاقتصاد العالمي ، ١٩٩٧ ، ص ١٠٣

ثالثاً: تجربة مصر في إدارة نظم سعر الصرف في ظل الصدمات الاقتصادية تتسم مصر بعدد من الخصائص المشتركة بينها وبين العديد من البلدان النامية من أهمها :

- الاعتماد على إنتاج وتصدير السلع الأولية (المعادن والمحاصيل الزراعية).
- قابلية محدودة للاستبدال للسلع المنتجة محلياً للواردات.
- الاعتماد على القطاع الخارجي للواردات الأساسية، وخاصة السلع الوسيطة والمعدات الرأسمالية.
- أهمية تدفقات رأس المال، بما في ذلك الاستثمار المباشر والإقراض الرسمي والخاص.
- أسواق مالية متخلفة، هذه الخصائص لها آثار على اختيار نظام سعر الصرف وتضع قيوداً علي سياسة سعر الصرف .

وبالإشارة الي سعر الصرف الاسمي نجد انه ارتفاع طوال فترة الدراسة من ١٩٩٠-٢٠٢٠ وهو ما يعني ان السلطات النقدية سمحت لقيمة العملة المحلية

الاحتياطي النقدي الأجنبي كعمد أساسي في اختيار نظم سعر الصرف في مصر في الفترة من ١٩٩٠-٢٠٢٠

ممد محمد محمد الحميد الدناصوري

بالانخفاض في ضوء ما يسمى بسياسة تخفيض العملة وذلك بهدف " زيادة تنافسية السلع المحلية لتعزيز الصادرات المصرية " بالإضافة الي الحد من الواردات غير الضرورية والتي ترتفع أسعارها مع ارتفاع سعر الصرف العملة المحلية في المقام الاول بالإضافة الي محاولة التقليل الاعتماد علي حجم الاحتياطيات الأجنبية والتي استنزف منها الكثير في سبيل الدفاع عن قيمة الجنيه المصري وذلك باللجوء الي ادوات السياسة النقدية الأخرى كسعر الفائدة في الدفاع عن قيمة العملة والتي تزداد فاعليتها كلما كان نظام سعر الصرف اكثر مرونة.

ويلاحظ ان تلك السياسة تمت في ضوء إدارة السلطات النقدية للنظم الصرف في مصر والتي صنفت من قبل صندوق النقد الدولي

جدول (٣) : نظم سعر الصرف الفعلية في مصر

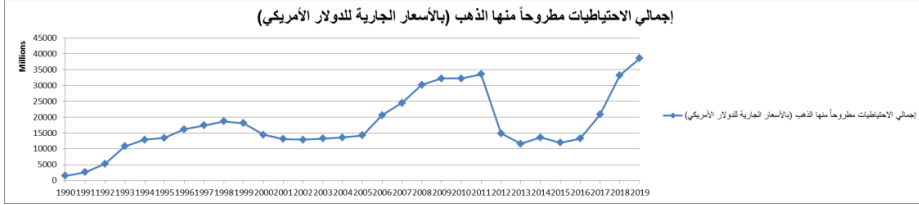
نظم الصرف المتبع	الفترة	الصدمات الاقتصادية في تلك الفترة
de facto Peg الربط الثابت	١٩٩٠-١٩٧٠	
Conventional fixed peg الربط الثابت التقليدي (الربط رخو)	١٩٩١-٢٠٠٢	الاثار السلبية لحرب الخليج ١٩٩١ ، واحداث زلزل ١٩٩٢ ازمة جنوب شرق اسيا ١٩٩٧ ، حادث الأقصر ١٩٩٧ احداث الحادي عشر سبتمبر ٢٠٠١
Managed floating التعويم المدار	٢٠٠٣-٢٠٠٥	
Conventional fixed peg الربط الثابت التقليدي (ربط رخو)	٢٠٠٦	
Managed floating التعويم المدار	٢٠٠٧	
Other managed arrangement ترتيب	٢٠٠٨-٢٠٠٩	الازمة المالية العالمية
Crawl-like arrangement الربط الزاحف	٢٠١٠	
Stabilized arrangement ترتيب مستقر	٢٠١١	الاحداث السياسة ٢٠١١ وما لحق بها من اثار سلبية علي نول عربية مجاورة
Crawl-like arrangement الربط الزاحف	٢٠١٢	
Stabilized arrangement	٢٠١٣	

		ترتيب مستقر
حوادث إرهاب في سيناء	٢٠١٤	Stabilized arrangement
		ترتيب مستقر
حادث سقوط الطائرة الروسية	٢٠١٥	Other managed arrangement
	٢٠١٦	Floating
		التعويم
	٢٠١٧	Stabilized arrangement
		ترتيب مستقر
	٢٠١٨	Stabilized arrangement
		ترتيب مستقر
ازمة كورونا	٢٠١٩	Crawl-like arrangement
		الربط الزاحف

Source: AREAER – Data Query Report

وبتحليل ما جاء في الجدول السابق ، نجد ان مصر اتجهت الي التحول نحو نظم الصرف المرنة في أعوام ٢٠٠٣-٢٠٠٥، ٢٠٠٧، ٢٠١٦، والتي تعرضت فيها لعدد من الصدمات الاقتصادية وهو ما يتفق مع الأسس النظرية للتحول نحو نظم الصرف المرنة التي تم التطرق لها سابقا بضرورة التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت خاصة مع التدهور في قيم الاحتياطيات الأجنبية التي تم استخدامها للدفاع عن قيمة العملة المحلية و مع توالي عدد من الصدمات الاقتصادية علي الاقتصاد المصري والتي كان جانب كبير منها صدمات خارجية مثل ازمة حرب الخليج ١٩٩١ جنوب شرق اسيا ١٩٩٧ - ازمة الحادي عشر ٢٠٠١، الازمة المالية العالمية ٢٠٠٨-٢٠٠٩، ازمة كورونا ٢٠١٩.

شكل (٣) : اجمالي الاحتياطيات الدولية (بملايين الدولار)



من اعداد الباحثة بالاعتماد علي بيانات البنك الدولي

ومن الشكل السابق نجد ان مؤشر اجمالي الاحتياطيات شهد ارتفاعات متتالية في الفترة من (1990-1998)م ، حيث ارتفع من (١٥٢٠١.٣١٤١٦) عام ١٩٩٠ الي (١٨٦٦٤.٧٥٧٦٣٩) عام ١٩٩٨ مع نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تم عقده مع صندوق النقد الدولي في مرحلته الاولى ، لتبدأ بعد ذلك سلسلة من الانخفاضات بسبب تعرض الاقتصاد المصري لسلسلة من الصدمات المحلية والخارجية من (١٨١٢٣.٩١٤٨١٩) عام ١٩٩٩ الي (١٤٢٧٣.٢٠١٩١٩) عام ٢٠٠٥ ليعاود الارتفاع من (142732.01919) عام ٢٠٠٥ الي (33611.73563) عام ٢٠١١ مع التحول نحو تعويم العملة وتقليل الاعتماد علي الاحتياطي الأجنبي لضبط سعر الصرف الجنيه المصري ام الدولار ، ليبدأ مرة اخري في الانخفاض بشكل كبير في الفترة من ٢٠١٢-٢٠١٥ ، حيث انخفض من (14915.680110) عام ٢٠١٢ الي (11995.212052) عام ٢٠١٥ علي اثر الاضطرابات السياسية والامنية التي شهدتها مصر والتي ادت الي هروب راس المال الاجنبي للخارج بالإضافة الي التراجع في حجم الصادرات وزيادة المضاربة علي الجنيه المصري في السوق غير الرسمية (السوق السوداء) ليسجل بعد ذلك الاحتياطي الدولي ارتفاعات متتالية منذ قرار التعويم عام ٢٠١٦ وذلك لمدة ٤ سنوات حتي ارتفع من (13282.027326) في عام ٢٠١٦ الي (40685.367786) في عام ٢٠٢٠ وهو معدل يفوق كل الارتفاعات السابقة له في الفترة ١٩٩٠-٢٠٢٠م.

وبالتدقيق نجد ان التحول نحو نظم الصرف المرنة تم بشكل تدريجي وبطيء في اعوام التي سبقت التعويم ٢٠٠٣ والتي تم فيها استخدام أنظمة الصرف الوسيطة الربط الثابت التقليدي ، والتثبيت الزاحف كمقدمة للتحول الي نظام صرف اكثر مرونة حيث كانت السلطات النقدية تسعى لتحقيق استقرار قيمة العملة المحلية بعيدا عن أي تقلبات حاده تعصف بأداء الاقتصاد الكلي وبمقارنة ذلك بقرار التعويم في نوفمبر ٢٠١٦ فان القرار كان اشبه بما يسمى صدمة (نقديه) في سعر الصرف حيث انخفضت قيمة العملة الوطنية في الشهور الاولى .من الإعلان عن قرر التعويم وهو ما ادي الي تقليل الاعتماد علي الاحتياطي النقدي وبالتالي الي اعاده بنائه بعد ما تم تم استنزاف ما يقرب من بعد ثورة ٢٠١١ وذلك مقابل السماح بالانخفاض في قيمة الجنيه المصري امام الدولار.

النتائج :

توصلت الدراسة الي نتيجة اساسية مفادها ان اداء الاحتياطي النقدي كان محدد رئيسي للاختيار نظام الصرف المرن في اعوام ٢٠٠٣ و ٢٠١٦ وذلك بعد ما تم فقدان اكثر من ٥٠% من حجمه في سبيل الدفاع عن استقرار العملة المحلية بعد الصدمات المتتالية التي تعرض لها الاقتصاد المصري ، فخوف البنك المركزي من خسارة الاحتياطي النقدي كان يفوق الخوف من التخفيض المحتمل حدوثه في قيمه العملة الوطنية مع ترك العملة تحدد وفقا لقوي العرض والطلب في سوق الصرف الاجنبي خاصة مع وجود زيادة الطلب علي العملة الاجنبية ونقص المعروض منها نتيجة تأثر مصادر النقد الاجنبي سلبا مع تعرض الاقتصاد المصري للصدمات الداخلية والخارجية

وتوصي الدراسة ب :

ضرورة الحفاظ علي استقرار سعر الصرف من خلال تنمية الصادرات لتنمية حصيلة مصادر النقد الاجنبي في مصر الي جانب المصادر الأخرى للنقد الاجنبي من السياحة وتحويلات العاملين بالخارج .
كذلك الحد من الواردات غير الضرورية التي تستنزف جزء كبير من حصيلة الدولة من النقد الاجنبي .

تشجيع الاستثمار الاجنبي المباشر الذي يزيد من فرص العمل ويهدف الي زياده معدلات الانتاج في القطاع الحقيقي بما يساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي .

^١ نيفين محمد إبراهيم طريح ،٢٠١٥، الحجم الأمثل للاحتياطي الأجنبي في مصر، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ص٣

^٢ احمد شفيق الشاذلي ،٢٠١٤، طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية تجارب بعض الدول العربية والأجنبية ،صندوق النقد العربي ابوظبي، ص٨
^٣ أحمد رشاد الشربيني (٢٠١٨). نحو إدارة فعالة للاحتياطيات الدولية لمصر. سلسلة كراسات السياسات

. العدد (٨ ، معهد التخطيط القومي ،مصر، ص١-٢٦

^٤ منال عفان ، ٢٠١٧، الطلب علي احتياطيات الصرف الأجنبي والاستقرار المالي في الدول النامية:دراسة حالة لمصر ، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسه ، جامعة القاهرة ، مجلد١٨، عدد١، ص٤١-٧٥

⁵ Bayat, T., Senturk, M., & Kayhan, S. (2014). Exchange rates and foreign exchange reserves in Turkey: nonlinear and frequency domain causality approach. *Theoretical & Applied Economics*, 21(11)

⁶ Gokhale, M. S., & Raju, J. R. (2013). Causality between exchange rate and foreign exchange reserves in the Indian context. *Global Journal of Management and Business Research*.

⁷ 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, 250-269.

⁸ Choi, C., & Baek, S. G. (2008). Exchange-Rate Regimes and International Reserves. *Korean Economic Review*, 24, 105-129

⁹ Lane, P. R., & Burke, D. (2001). The empirics of foreign reserves. *Open Economies Review*, 12(4), 423-434.

¹⁰ Edwards, S. (1983). *The Demand for International Reserves and Exchange Rate Adjustments: The Case of LDCs, 1964-1972* (No. w1063). National Bureau of Economic Research

¹¹ عبد الحميد مرغت ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٤

¹² سمير فخري نعمة، ٢٠١١، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على

ميزان المدفوعات ، دار اليازوي العلمية للنشر والتوزيع ، ص

¹³ Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2005). Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words. *European economic review*, 49(6), 1603-1635

¹⁴ Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2004). The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation. *the Quarterly Journal of economics*, 119(1), 1-48.

¹⁵ Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2005). Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words. *European economic review*, 49(6), 1603-1635

¹⁶ Barth, R. op.cit

¹⁷ عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٤٦-١٤٨

¹⁸ Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Framework, 2004, www.ifm.com

¹⁹ Barth, R. op.cit

²⁰ عبد الحميد مرغت ، مرجع سبق ذكره ، ص ٩

²¹ عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سبق ذكره، ١٤٧،

²² لطيفة

²³ عبد الحميد مرغت ، مرجع سبق ذكره، ص ٩

²⁴ (سمير فخري نعمة ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣١)

²⁵ سمير فخري ٢٠١٢، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان

المدفوعات، دار اليازوي ، ص ٣١

²⁶ عبد الحميد مرغت ، مرجع سبق ذكره ص ١١

- ^{٢٧} جعفري عمار. (٢٠١٣). إشكالية اختيار نظام الصرف الملائمي ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية-(دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر للفترة (١٩٩٠- 2010) جامعة محمد خيضر بسكرة، قسم العلوم الاقتصادية ، ص١-١٥٧
- ^{٢٨} عبد الحميد مرغت ، مرجع سبق ذكره ص ١١
- ^{٢٩} عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سبق ذكره، ص ١٦٧
- ^{٣٠} عبد الحميد مرغت، مرجع سبق ذكره، ص ٢٠
- ^{٣١} سمير فخري نعمة ، مرجع سابق ، ص ٣٢
- ^{٣٢} مصطفى عبد الرؤوف عبد الحميد هاشم ، السياسة النقدية في النظرية والواقع العملي بالدول الناميو مع إشارة خاصة للتجربة المصرية ، دار النهضة العربية، ٢٠١٠، ص ١٠٤
- ^{٣٣} عبد الحميد مرغت، مرجع سبق ذكره، ص ٣٥

³⁴Mundell, Robert. 1961. A Theory of Optimum Currency Areas. American Economic Review vol. 51 (November):509-517.

³⁵ Kene~ Peter, 1969, "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View," in R. Mundell and A. Swobod~ eds., *Moneta~ Problems in the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press

³⁶ McKinnon, Ronald. 1963. Optimum Currency Areas. American Economic Review, 53:17-

^{٣٧} عبد الحميد مرغيت (٢٠١٥). سياسة سعر الصرف في ظل مسار الانتقال في الاقتصاد الجزائري. مجلة الواحات للبحوث والدراسات، ٨(١).

^{٣٨} مصطفى عبد الرؤوف ، مرجع سبق ذكره، ص ١٨٩

³⁹ EICHENGREEN, B. (1994). International Monetary Arrangements for the 21st Century. Brooking Institution, Washington, D.C.P3

^{٤٠} عبد الحميد مرغت ، مرجع سبق ذكره ،

⁴¹ IMF (1999). Exchange arrangements and currency convertibility: Developments and issues. World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund. imf

⁴² FRANKEL, J.A. (1999). No single currency regime is right for all countries or at all times. *Essays in International Finance* 215, Princeton University.P2

⁴³، تطور انظمة الصرف في الدول النامية ، المؤسسة وقضايا التنمية، ص٢٤٠ - سمير شقرق ،

⁴⁴ BERNASSY-QUERE, A.; B. COEURE and V. MIGNON (2006). “On the identification of de facto currency pegs”, *Journal of the Japanese and International Economies* 20 (1), pp. 112-127. from Cruz-Rodriguez, A. (2013). Choosing and assessing exchange rate regimes: A survey of the literature. *Revista de Análisis Económico–Economic Analysis Review*, 28(2), 37-62.

⁴⁵FRANKEL, J.A. (1999). No single currency regime is right for all countries or at all times. *Essays in International Finance* 215, Princeton University.

^{٤٦} سمير شقرق ،،- تطور انظمة الصرف في الدول النامية ، المؤسسة وقضايا التنمية، ص٢٤٠

^{٤٧} بربري امين ، مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية دراسة حالة سعر صرف

الدينار الجزائري ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا- العدد السابع، ص٣٠

^{٤٨} بربري امين ، مرجع سبق ذكره، ص٣٠

^{٤٩} روباتاغوبتا ٢٠٠٦، ص٨

^{٥٠} روبا تاغوبتا ، مرجع سابق، ص١

^{٥١} احمد طفاح ، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد

العربي للتخطيط ، ص٢٨

^{٥٢} بربري امين ، مرجع سبق ذكره، ص٣٢

^{٥٣} روبا تاغوبتا ، مرجع سبق ذكره، ص١٧

^{٥٤} بربري امين ، مرجع سبق ذكره، ص٣٢

^{٥٥} روبا غوبتا ، مرجع سبق ذكره، ص١٥

^{٥٦} سامي خليل ، مرجع سبق ذكره ، ص١٢٢٩-١٢٤٢

^{٥٧} بربري محمد امين، مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية- دراسة حالة سعر

صرف الدينار الجزائري، لة اقتصاديات شمال إفريقيا- العدد السابع، ص ٢٦