مجلة تنمية الرافدين

اسم المقال: العلاقة بين الدولرة (Dollarization) ومعدل التضخم: "جمهورية مصر العربية للمدة 1994 – 2016 أنموذجاً "
اسم الكاتب: أ.د. بشار أحمد العراقي، م.د. محمد فوزي العمري
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3638
تاريخ الاسترداد: 2026/05/13 15:14 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الرافدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

تـنـمية الرافديـن

العدد ١٢١ المجلد ٣٨ لسنة ٢٠١٩

العلاقة بين الدولرة (Dollarization) ومعدل التضخم: "جمهورية مصر العربية للمدة ١٩٩٤-٢٠١٦ أنموذجا"

The Relationship Between Dollarization and Inflation " Egypt at period 1994-2016 is A Model "

الدكتور بشار احمد العراقي
أستاذ مساعد

الدكتور محمد فوزي العمري
مدرس

قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة الموصل

Bashar A. AL-Iraqi(PhD)
bashar_a92@yahoo.com

Mohammed F. AL.Omari(PhD)
mfm80_2006@yahoo.com

Department Financial and Banking Sciences
College of Administration and Economic
University of Mosul

تأريخ استلام البحث ٢٠١٩/١/١٦

تأريخ قبول النشر ٢٠١٩/٣/١٩

المستخلص

يهدف البحث إلى إلقاء نظرة شمولية على الأطر النظرية التي حددت طبيعة العلاقة التي تربط ظاهرة الدولرة بمعدلات التضخم وتذبذبها، وتفسير وتحليل آلية التأثير الذي يمكن أن يمارسه احدهما تجاه الآخر، فضلا عن استشراف أنموذج كمي لتشخيص واختبار طبيعة وحجم واتجاه العلاقة التي تربط بين المتغيرين ومدى قدرة الواقع الفعلي لجمهورية مصر العربية للمدة (1994-2016) على تمثيل الجانب النظري، من خلال اعتماد منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) الذي قدمه (Pesaran *et al.* 2011). وقد أفصحت نتائج التقدير عن وجود تأثير سلبي ذي دلالة إحصائية لمعدل التضخم (INF)، وتأثير إيجابي معنوي للتقلبات في معدلات التضخم (GINF)، وعدم وجود تأثير معنوي للفرق بين تقلبات التضخم وتقلبات أسعار الصرف (GIEX) في مؤشر الدولرة المالية (FD) خلال مدة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: *الدولرة، الدولرة المالية، معدل التضخم، أسعار الصرف، مدخل المحفظة.*

Abstract

The paper aims to make comprehensive view of theoretical frameworks that determent the relationship between dollarization phenomenon and inflation rate and fluctuation. It also aims at analyzing and explanting the mechanisms on the impact played by one toward the other . The paper, as well as, try to makes quantitave model for testing and determining the nature, value, and direction of the relationships between those two variables and the capability of the actual situation in Egypt during the period 1994-2016 for reflecting the theoretical situation. The Autoregressive Distributed Lag methodology (ARDL) was used by Pesaran *et al.* (2011) is adopted to achieve that. The results of the measurement show a statistically significant negative impact on the inflation rate (INF), a significant positive effect of fluctuations in inflation rates (GINF), and no significant effect on the difference between inflation and exchange rate fluctuations (GIEX) In the dollarization index Duration of study.

Keywords*: Dollarization, Financial Dollarization, Inflation, Exchange Rate, Portfolio.*

المقدمة

بالرغم من عدم حصول إجماع مطلق على مدلولات الدولرة (Dollarization) ومكوناتها، إلا أنه يمكن القول بأنها تشير وضمن معناها العام إلى حيازة واستخدام الوحدات الاقتصادية المقيمة في دولة ما للعملات الأجنبية (عادة ما تكون الدولار الأمريكي وليس شرطا) بالتوازي أو بدلا من العملات المحلية للقيام بجزء أو جميع الوظائف الأساسية للنقود (Uzun, 2005; Zoryan, 2005). أو بمعنى آخر احتفاظ الوحدات الاقتصادية المقيمة بجزء أو كل مفردات ثروتهم النقدية والمالية بشكل عملة أجنبية أو أصول مقيمة بعملة أجنبية.

صنفت ظاهرة الدولرة إلى ثلاثة أنواع رئيسة شملت بعضها تفرعات أخرى. عرف النوع الأول منها بالدولرة الرسمية أو الدولرة الكاملة (Official or Full Dollarization) والتي تعني الاستبدال الكامل للعملة المحلية وبصورة رسمية بالعملة الأجنبية التي تصبح بمثابة العملة القانونية التي تقوم بجميع وظائف النقود (Quispe-Agnoli and Whisler, 2006) كما هي الحال في بنما منذ عام ١٩٠٤، والأكوادور بدأ من عام 2000، وفي السلفادور وغواتيمالا بدأ من عام ٢٠٠١. وعرف النوع الثاني بالدولرة شبه الرسمية (Official Semi Dollarization) والتي تشير إلى استخدام العملات الأجنبية وبحكم القانون إلى جانب العملة المحلية للقيام بالوظائف الأساسية للنقود، كما هي

في هاييتي ولاوس وكمبوديا (Kessy, 2011). في حين يعرف النوع الثالث من الدولرة بالدولرة غير الرسمية أو الجزئية (Unofficial or Partial Dollarization) والتي تعكس استخدام العملة الأجنبية وبشكل واسع في المعاملات والصفقات والعقود المالية التي تمارسها الوحدات الاقتصادية المحلية الخاصة مع بقاء العملة المحلية كعملة رسمية قانونية وحيدة (Legal Tender)، كما هي الحال في معظم بلدان أمريكا اللاتينية كالأرجنتين والبيرو والمكسيك، فضلا عن دول الاتحاد السوفيتي السابق كأرمينيا وأوكرانيا وأخرى (Ivanov, Tkalec and Vizek, 2011) .

إن عدم رغبة المقيمين في الاحتفاظ بحصة من ثرواتهم أو كاملها بشكل عملة محلية أو أصول مالية مقيمة بالعملة المحلية والاتجاه نحو استخدام العملة الأجنبية لتحقيق ذلك، إنما يأتي انعكاسا لفقدانهم الثقة بعملتهم المحلية، والناتج في جزء كبير منه عن فشلها في أداء وظائفها الأساسية بكفاءة وفاعلية، الأمر الذي يدفع باتجاه عد الدولرة تجسيدا لكافة المتغيرات الاقتصادية والسياسية والمؤسساتية غير المتوازنة القادرة على المساهمة في رفع مستويات عدم الثقة هذه.

أهمية البحث

مما تقدم فان محاولة التخلص من هذه الظاهرة بعدها حالة غير طبيعية غريبة على الاقتصادات السوية أو تقليص معدلاتها، وبالتالي تجاوز الآثار السلبية التي يمكن أن تمارسها نتيجة لفقدان الثقة بالعملة المحلية وتخلفها عما يجب أن تؤديه من وظائف وما يترتب على ذلك من نتائج، يتطلب الأمر الوقوف على أهم مسببات انتشارها وارتفاع معدلاتها في تلك البلدان، ومن ثم تحديد وتشخيص أهم المتغيرات الاقتصادية والسياسية والمؤسساتية المسؤولة عن تقلباتها ارتفاعا وانخفاضا، بهدف معالجة عدم توازنها وبالشكل الذي يدفع الوحدات الاقتصادية للعودة إلى الاحتفاظ واستخدام العملة المحلية كعملة تقوم بأداء ما أنيط بها من وظائف وبشكل كفوء وفعال، ونظرا لإمكانية ترجمته العالية إلى تخفيض القوة الشرائية للعملة المحلية وإفقادها المصداقية اللازمة لأداء وظائفها الأساسية، وبالتالي رفع مستويات عدم ثقة الوحدات الاقتصادية بها، يمكن لمعدلات التضخم وتقلباتها أن تؤدي دورا أساسيا ومهما في تحيز هذه الوحدات الاقتصادية باتجاه استخدام العملات الأجنبية والابتعاد قدر الإمكان عن العملة المحلية لأداء تلك الوظائف وما ينتج عنها من ارتفاع معدلات الدولرة.

مشكلة البحث

تمحورت مشكلة البحث الأساسية في الإجابة على التساؤلات المتمثلة بالاتي: هل يرتبط توسع ظاهرة الدولرة وارتفاع معدلاتها بعلاقة متميزة مع معدلات التضخم وتقلباتها؟ وما طبيعة هذه العلاقة؟ وما اتجاه التأثير الذي يمكن أن يتحقق بينهما؟ وما قيمة هذا التأثير؟.

هدف البحث

سعى البحث نحو دراسة الأطر النظرية التي حددت طبيعة العلاقة التي تربط ظاهرة الدولرة بمعدلات التضخم وتذبذبها، وتفسير وتحليل آلية التأثير الذي يمكن أن يمارسه احدهما تجاه الآخر، فضلا عن استشراف أنموذج كمي لتشخيص واختبار طبيعة وحجم واتجاه العلاقة التي تربط بين المتغيرين ومدى قدرة الواقع الفعلي على تمثيل الجانب النظري .

فرضية البحث

انطلق البحث من فرضية أساسية مفادها وجود علاقة تربط بين معدل التضخم وتقلباته وبين معدلات الدولرة.

منهجية البحث

لإثبات فرضية البحث وتحقيق هدفه تم اعتماد المنهجية القائمة على أساس الربط بين اتجاهين رئيسين، اتجاه وصفي يستند إلى المنطلقات النظرية والدراسات الاقتصادية والمالية التي تناولت الموضوع، بهدف رصد وتحديد طبيعة العلاقة التي تربط التضخم بالدولرة، واتجاه تجريبي يستند

إلى طرائق الاقتصـاد القياسـي وأسـاليبه الحديثة المتمثلة بمنهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لغرض تقدير واختبار درجة التأثير الذي يمكن أن يمارسـه أحدهما في الآخر في جمهورية مصر العربية وللمدة (1994-2016) .

أولاً- الإطار النظري

بالرغم من غياب عدم الاتفاق على طبيعة العلاقة التي تربط التضخم بالدولرة، إلا أن معظم الأدبيات الاقتصادية قد ميزت بين آليتين رئيستين لتحليل تلك العلاقة وعلى النحو الآتي:

١. الآلية المباشرة للعلاقة بين التضخم والدولرة

هناك إجماع شبه تام من قبل غالبية الاقتصاديين والماليين على أن التاريخ الطويل لارتفاع معدلات التضخم وتقلبها يعدان من أكثر العوامل تحفيزا للوحدات الاقتصادية للاتجاه نحو استخدام العملة الأجنبية كبديل عن العملة المحلية للقيام بجزء أو كل وظائف النقود، ومن ثم التهيئة لظهور وانتشار ظاهرة الدولرة. فارتفاع معدلات التضخم وما ينتج عنها من انخفاض القوة الشرائية للعملة المحلية، وبالتالي ارتفاع كلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بها، تدفع بالوحدات الاقتصادية وكما يؤكد (Isakova, 2010; Kessy, 2011) وبهدف المحافظة على القيمة الحقيقية لثرواتهم ودخولهم والتحوط تجاه مخاطر التضخم، إلى البحث عن موجودات أخرى مالية أو حقيقية أو عملات أجنبية يتم المفاضلة بينها، ومن ثم اختيار أحدها بناء على متطلبات السيولة والربحية من جانب وما تمنحه من عوائد تعوض هذا الانخفاض من جانب آخر، وفي ظل عدم توفر الأدوات المالية المحلية (وهي إحدى خصائص البلدان النامية) القادرة على استيعاب خسائر التضخم والحصول على عوائد ايجابية تغطي هذا الانخفاض فإن الوحدات الاقتصادية ستلجأ إلى استبدال عملاتها وموجوداتها المقيمة بالعملة المحلية إلى عملات وموجودات أخرى مقيمة بعملة أجنبية فتظهر بذلك الدولرة وتزداد معدلاتها.

ويؤيد (Honohon and Shi, 2003) ذلك بالقول إن معدلات التضخم المرتفعة في العديد من البلدان النامية تدفع المصارف والمتعاملين معها إلى تحويل جزء كبير من ودائعهم وقروضهم (ديونهم) إلى عملات أجنبية. كما إن تقلبات معدلات التضخم يمكن أن تضعف من إمكانية اتجاه الوحدات الاقتصادية نحو الاستثمار في الموجودات ذات العوائد الحقيقية غير المؤكدة (الودائع بالعملة المحلية)، وتحولها باتجاه الودائع بالعملة الأجنبية، وبذلك تزداد معدلات الدولرة المالية (Uzun, 2005) .

ويبين (Calvo,1978)، وانطلاقا من كون تخفيضه إلى أدنى مستوى ممكن والمحافظة على ذلك يعد احد أهم الأهداف النهائية للسياسة النقدية، فان معدلات التضخم المرتفعة ستقضي على جزء كبير من مصداقية السياسة النقدية، وهو ما ينعكس إيجابيا على مستويات الدولرة. كما قد تجبر معدلات التضخم المرتفعة السلطة النقدية وبدافع المحافظة على قيمها الحقيقية موجبة إلى رفع أسعار الفائدة المدفوعة على أدواتها المالية المصدرة بالعملة المحلية، الأمر الذي سيحدث انخفاضاً في الطلب على تلك الأدوات في مقابل اتجاهها نحو الأدوات المالية بالعملة الأجنبية.

من جانب آخر يرى (Reinhart *et al*.,2003) وتحت تأثير ما يعرف ببقاء الأثر بعد زوال الأسباب (Hysteresis)، أنه ليس من الضروري أن يولد الانخفاض في معدلات التضخم انخفاض في مستويات الدولرة، فالعديد من الدول ذات الاقتصادات المدولرة (خاصة دول أمريكا اللاتينية) والتي حققت نجاحات مقبولة في معالجة التضخم لم يتبعها انخفاض في معدلات الدولرة، وربما يعود ذلك في جزء منه إلى ارتفاع تكاليف العودة إلى استخدام العملة المحلية (تحويل الموجودات بالعملة المحلية إلى موجودات بالعملة الأجنبية وبالعكس). كما يعيد سبب ذلك أيضا إلى الحوافز التي تدفع المؤسسات المالية في ظل المعدلات المرتفعة من التضخم إلى تطوير وابتكار أدوات مالية جديدة ذات أسعار مرتفعة لا ترغب الوحدات الاقتصادية التخلي عنها حتى بعد انخفاض معدلات التضخم. كما

يمكن أن يبرر ذلك بفقدان ثقة الوحدات الاقتصادية بقدرة الحكومة على الاستمرار بسياساتها الاقتصادية الناجحة والإبقاء على ما تحقق من انخفاضات في معدلات التضخم.

وضمن الاتجاه السابق نفسه يرى (Kildegaard and Fernández, 1999) و (Yinusa, 2009) أن الانتقال إلى استخدام العملات الأجنبية نتيجة لفقدان الثقة بالعملة المحلية يجبر الوحدات الاقتصادية على تحمل بعض التكاليف وخسارتها لبعض الوقت والجهد الأمر الذي يدفع بالوحدات الاقتصادية، ولكون المنافع لا تغطي تكاليف العودة إلى العملة المحلية بعد انخفاض الضغوط التضخمية، إلى الإبقاء على التعامل بالعملة الأجنبية والمحافظة على معدلات الدولرة ضمن مستوياتها السابقة أو قريبا منها على الرغم من انخفاض معدلات التضخم إلى حدودها المقبولة. أما (Freitas, 2003)، فيرى أن تحقيق الاستقرار الاقتصادي وانخفاض معدلات التضخم يمكن أن يمارس تأثير ايجابي فعال في الطلب على العملة الأجنبية فقط عندما يكون هناك إحلال تام بين العملات الأجنبية والعملة المحلية في أداء إحدى وظائف النقود الأساسية المتمثلة بوسيلة التبادل والدفع.

٢. الآلية غير المباشرة للعلاقة بين التضخم والدولرة (مدخل المحفظة)

ينطلق مدخل المحفظة في تفسيره لارتفاع و/أو انخفاض معدلات الدولرة من فكرة أساسية مفادها إن معدلات التضخم وتذبذبها لا يمكن لوحده أن يفسر وبشكل كاف ميل الوحدات الاقتصادية ورغبتهم في استخدام العملة الأجنبية للقيام بوظائف النقود، إنما ينبغي دمجها ومقارنتها مع التذبذبات الحاصلة في أسعار صرف العملة المحلية عند تفسيرها لذلك. فوفقا لمدخل المحفظة، فإن علاقة معدلات التضخم وتذبذبها بمعدلات الدولرة تتم من خلال آلية تستند على فكرة المقارنة بين تقلبات معدلات التضخم وتقلبات أسعار الصرف الحقيقية للعملة المحلية (باتجاه الانخفاض) اللذين يعملان معا في التأثير على معدلات الدولرة، فتقلبات معدلات التضخم نسبة إلى تقلبات أسعار الصرف الحقيقية هي العامل الأساسي في توضيح الدولرة، وبالتالي فان مستويات الدولرة وبحسب مدخل الحقيبة هي دالة لتقلبات كل من معدلات التضخم وأسعار الصرف الحقيقية .

يبدأ مدخل الحقيبة لدى (Ize and Levy-Yeyati, 2003) من افتراض أساسي يتمثل بميل المستثمرين المقيمين الكارهين للمخاطرة نحو اختيار مكونات حقائبهم استنادا إلى قدرتها على تحقيق الامثلية في التوفيق بين العائد/المخاطرة، وبينما العائد الحقيقي على الموجودات بالعملة المحلية يتأثر بالتغيرات الحاصلة في معدلات التضخم وبالتالي فهي تفتقر إلى حالة التأكد بسبب مخاطره، فان العوائد الحقيقية للموجودات بالعملة الأجنبية تتأثر بالتغيرات المتوقعة بانخفاض أسعار الصرف الحقيقية، ومن ثم فهي الأخرى تفتقر إلى حالة التأكد بسبب مخاطر تلك الأسعار. فالمقيمون يتخذون من تقلبات معدلات التضخم نسبة إلى التقلبات الحاصلة في أسعار الصرف الحقيقية كمؤشر للاحتفاظ أو عدم الاحتفاظ بالحصة الأكبر من حقائبهم بموجودات مقومة بالعملة الأجنبية، فعندما تصبح معدلات التضخم ذات تقلبات نسبية أكبر من التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية، وتزداد مخاطر التضخم غير المتوقع وبالتالي تصبح القيمة الحقيقية للموجودات بالعملة الأجنبية مقاسه بالقوة الشرائية المحلية أكثر استقرارا فان الوحدات الاقتصادية ستوجه خياراتها نحو الاحتفاظ بالموجودات بالعملة الأجنبية، ومن ثم تزداد حصة هذه الموجودات في الحقيبة، مما يسبب ارتفاعا في معدلات الدولرة (Us and Metin-Ozcan, 2007).

من جانب آخر، طور (Ize and Levy-Yeyati,2003) ما يعرف بأنموذج الحد الأدنى لتباين الحقيبة (Minimum Variance Portfolio) (MVP)، الذي يقوم على أســاس أن عملية مزج وإعادة بناء الحقيبة من موجودات بالعملة الأجنبية وموجودات بالعملة المحلية، والوصـول إلى الحد الأدنى لتباين القيمة الحقيقية لعوائد الحقيبة، يعتمد على التباين في معدلات التضــخم ومقارنتها بالتباين في أســعار الصـرف الحقيقية، فعند مستوى معطى من التباين في أسعار الصرف الحقيقية فإن ارتفاع التباين في

معدلات التضخم المحلي يرفع من حصة الودائع بالعملة الأجنبية، ومن ثم تتوسع مستويات الدولرة، بينما عند مستوى معطى من التباين في معدلات التضخم فإن ارتفاع التباين في أسعار الصرف الحقيقية ستلغي الكثير من منافع التحوط بالودائع الأجنبية، وبالتالي تخفض حصتها في الحقيبة فتنكمش مستويات الدولرة (١).

فبافتراض أن البدائل المتاحة أمام المستثمرين المقيمين الكارهين للمخاطر تتمثل بالودائع الحاملة للفائدة بالعملة الأجنبية (p) والودائع الحاملة للفائدة بالعملة المحلية (d)، وأن العوائد الحقيقية للخيار الأول تساوي :

$$r_p = E(r_p) - \mu_\pi - \mu_s$$

وان العوائد الحقيقية للخيار الثاني تساوي :

$$_d = E(r_d) - \mu_s$$

حيث ان μ_π ، μ_s : حد الاضطراب للتضخم المحلي ومعدل تخفيض سعر الصرف الحقيقي على التوالي يفترض أن يوزع بمتوسط يساوي صفراً (Zero-Mean Disturbances) .

$E(r_j) = E(r_p) + E(r_d)$: معدل العائد المتوقع على الموجودات بالعملة الأجنبية والعملة المحلية.

وبافتراض سعي المستثمرين إلى تعظيم دالة منفعتهم :

$$Max\ x_j\ U = E(r) - Var(r)/2 \qquad x_j \geq 0 \qquad j = p, d$$

$$r = \Sigma_j\ x_j\ r_j$$

x_j : مكونات الحقيبة الاستثمارية

$r = r_p + r_d$: العائد الحقيقي للحقيبة .

وعليه، يتضح أنه وفي ظل تعادل أسعار الفائدة، فان حصة الودائع بالعملة الأجنبية في الحقيبة الاستثمارية المثلى والتي تتضمن أو تنعكس في الحد الأدنى لتباين الحقيبة تأخذ الآتي:

$$MVP \equiv [var(\pi) + cov(\pi,s)] / [var(\pi) + var(s) + 2cov(\pi,s)]$$

إذ إن:

MVP : الحد الأدنى لتباين الحقيبة (Minimum Variance Portfolio)

π : التضخم المحلي

S : انخفاض سعر الصرف الحقيقي .

وفقا للمعادلة السابقة فان زيادة التباين في معدلات التضخم في ظل ثبات التباين في انخفاض أسعار الصرف الحقيقية سيرفع من معدلات الدولرة (Bailey, 2005).

علاوة على ذلك، وباستبدال

$$\mu_s = \mu_e - \mu_\pi$$

حيث تمثل e معدل انخفاض سعر الصرف الاسمي

فان معدل دولرة الودائع تتمثل بـ :

$$MVP = var(\pi) / cov(\pi,e)$$

ففي ظل غياب الاختلافات بين أسعار الفائدة على الموجودات بالعملات المحلية والأجنبية فان المستثمرين سيختارون تركيبة من الموجودات بالعملتين اعتمادا على التباين في معدلات التضخم والتباين في معدلات الانخفاض في أسعار الصرف الحقيقية التي تصل بهم إلى أدنى مستوى ممكن من التباين في عوائد حقائبهم (Levy Yeyati, 2005).

من جانب آخر يرى العديد من الاقتصاديين أن اتجاه السببية في علاقة التضخم بالدولرة يمكن أن يتخذ مسلكا آخر يبدأ من الدولرة وينتهي بالتضخم، بحيث تمارس الدولرة تأثيرا ايجابيا في تخفيض معدلات التضخم، انطلاقا من كون اتخاذ العملة الأجنبية كمرساة لسعر صرف العملة المحلية من

---

١. للإطلاع على الأنموذج بشيء من التفصيل انظر: (Ize and Levy-Yeyati,2003;Serdaroglu,2011)

خلال الدولرة وما يعكسه ضمنيا من الانتقال الآلي لمصداقية السياسة النقدية لدولة عملة المرساة يمكن أن يسهم في تخفيض معدلات التضخم ويمنع تذبذبه (Banchs,2004). ويؤيد (Quispe-Agnoli, 2002; Imam, 2009) هذا التأثير للدولرة ولكن ضمن اتجاه آخر من التحليل، حيث يبين أن إزالة مخاطر انهيار سعر صرف العملة المحلية والذي يعد العامل الأكثر حسما لتوليد الضغوط التضخمية، وما ينتج عنه من هبوط معدلات التضخم وانعدام التوقعات التضخمية يعد احد النتائج قصيرة الأجل التي يمكن أن يولدها تطبيق الدولرة الكاملة، التي تستطيع أيضا ومن خلال ما تسببه من تكاليف عالية أن تعيد الثقة في التزام صناع السياسة الاقتصادية الطويل المدى باستقرار الأسعار والانضباط المالي، وهو ما يعزز بالتأكيد إمكانية التخفيض الفعلي من مخاطر التضخم .

ويضيف (Curutchet, 2001) إلى أن الدولرة الجزئية والدولرة الكاملة ومن خلال مساهمتهما في رفع درجات الانضباط المالي وما يسببه من حرمان الحكومة من استخدام سياسة تمويل عجز موازنتها عن طريق الإصدار النقدي يمكن أن يحددا من قدرتها على توليد الضغوط التضخمية، فالاقتصادات المدولرة وكما يشير كل من (Heathcote and Arellano, 2009) تميل عادة إلى التمتع بمستويات منخفضة من التضخم، فضلا عن تدني إمكانية تقلبها استنادا إلى فقدان الحكومة لكل أو جزء من قدرتها على استخدام آلية الإصدار النقدي في تمويل العجز الذي يمكن أن تعاني منه موازنتها.

كما يشير بعض الاقتصاديين ولتفسير أثر الدولرة في تخفيض معدلات التضخم إلى ان الدولرة ومن خلال ما تعكسه من اتخاذ عملة أجنبية للقيام بوظائف النقود، يمكن أن تسهم في توجيه الأسعار المحلية باتجاه التساوي مع أسعار دولة عملة المرساة مع توقع هامش صغير من الانحراف، فمعظم تجارب الاقتصادات المدولرة قد أكدت على تحيز معدلات تضخمها في المدى الطويل نحو المساواة مع معدلات التضخم في البلد ذات العملة المرساة (Curutchet, 2001). ويضيف (Fabris, 2004) في ذلك، إلى أن معدل التضخم يمكن أن يزداد والى حد ما في المراحل الأولى من الدولرة بسبب تعديل الأسعار، إلا أن استقرار الأسعار بالنتيجة سيتحقق في المرحلة اللاحقة، ولن تعود الأسعار إلى سابق عهدها، خصوصا فيما يتعلق منها بالسلع والخدمات غير المتاجر بها التي تميل إلى الارتفاع وبمعدلات أسرع كثيرا مما ينتظر أن تحدده المنافسة (Fabris, 2004) .

ثانياً- الاستعراض المرجعي

في اتجاه أهم الدراسات التجريبية المتناولة لطبيعة العلاقة التي تربط الدولرة بالتضخم قدم (De Nicolo, Honoham and Ize, 2003) دليلا عمليا على أن الاقتصادات التي تمتلك معدلات تضخم تتجاوز 20-30% ترتفع مستويات دولرة الودائع فيها وتزداد درجة العمق المالي، كما أن الزيادة في دولرة الودائع قد تخفض مستويات العمق المالي عندما تكون معدلات التضخم أقل من 20-30% كما هي الحال في كمبوديا وفيتنام في معظم الفترات. ودعم (Uzun, 2005) تجريبيا الفرضية القائلة بان تبني نظام استهداف التضخم يقلل وبصورة فعالة مستويات الدولرة المالية. وأكد (Arteta, 2002) على ضعف تأثير التضخم الجاري في الدولرة المالية، بينما تمارس المستويات العليا والمستويات العليا السابقة من التضخم تأثير مهم في كل من دولرة الودائع ودولرة الائتمان. في حين يؤكد (Honig, 2005) على عدم معنوية معاملات التضخم أو ضعفها الشديد في التأثير على الدولرة والذي يرجعه إلى ما يعرف ببقاء الأثر بعد زوال الأسباب (Hysteresis) إذ تستمر معدلات الدولرة بالارتفاع بالرغم من انخفاض مستويات التضخم. ويؤيد (Uzun,2005) ومن خلال النتائج التجريبية وجهة النظر التقليدية القائلة بان ظاهرة الدولرة هي أكثر احتمالا للظهور في البلدان التي تعاني من ارتفاع وتقلب معدلات التضخم كاستجابة عقلانية من قبل الوحدات الاقتصادية لضعف سياساتها النقدية وفقدان جزء كبير من ثقتها بالعملة المحلية، الأمر الذي يدفعها إلى تحويل القدر الأكبر من ودائعها وقروضها إلى العملة الأجنبية، كما أن تبني سياسة استهداف التضخم وتقوية البيئة المؤسساتية قد

يسهم في تخفيض معدلاتها. وتوصل (Ivanov, *et al*., 2011) إلى أن التقلبات في معدلات التضخم تمارس تأثير معنوي في المدى القصير في كل من دولرة القروض ودولرة الائتمان في كرواتيا.

وتدعم دراسة (Kessy, 2011) الرأي القائل بأن الاقتصادات المدولرة عادة ما تتمتع بمستويات منخفضة من التضخم، فضلا عن تدني إمكانية تقلبها، وهو ما جاء متناسقا مع معظم الأدبيات سواء الخاصة بالدولرة الرسمية أو الدولرة شبه الرسمية التي تؤكد على قدرتها على القضاء على المستويات المرتفعة من التضخم وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، فمعدلات التضخم في الإكوادور انخفضت من 90% عام 2000 إلى أقل من 10% عام 2002 بعد أن حل الدولار الأمريكي محل عملتها المحلية في التداول. ويؤكد (Quispe-Agnoli and Whisler, 2006) ذلك بالقول إن تطبيق الدولرة الرسمية في الإكوادور والسلفادور قد سبب وكما هو متوقع انخفاضا في معدلات التضخم ومعدلات تقلبها. وفي هذا الاتجاه تؤكد عدد من الدراسات منها دراسات (Edwards and Magendzo, 2001)، على أن الاقتصادات المدولرة تمتلك معدلات من التضخم أكثر انخفاضا مقارنة بالبلدان غير المدولرة .

أما دراسة (Reinhat, Rogoff and Savastano, 2003) فقد أكدت على أن معدل التضخم يكون عادة أعلى قيمة وأكثر تقلبا في الاقتصادات ذات المستويات المرتفعة من الدولرة منه في الاقتصادات ذات المستويات المنخفضة أو المعتدلة منها. وأوضحت دراسات أخرى، كدراسة (Scacciavillani,1995) ومن خلال جانبها التجريبي المطبق على تركيا أن التغيرات في معدلات التضخم لا يبدو أنها قادرة على تفسير التغيرات في معدلات الدولرة، في حين بينت دراسة (Friedman and Verbetsky, 2001) أن العلاقة السببية التي تربط معدلات التضخم بالدولرة هي ذات اتجاه واحد يبدأ بالتضخم وينتهي بالدولرة، أما دراسة (Rennhack and Nozaki, 2006) فقد أكدت على وجود علاقة سلبية معنوية بين عدم استقرارية التضخم ودولرة الودائع في أمريكا اللاتينية.

ثالثاً-المنهج والأنموذج المستخدم

بناءً على ما تقدم، واستنادا إلى الطروحات النظرية والتجريبية المؤيدة بدراسات العديد من الاقتصاديين، ولإثبات فرضيات البحث الأساسية، وبهدف صياغة تشخيص كمي لطبيعة العلاقة التي تربط بين معدلات التضخم وتقلباتها وظاهرة الدولرة المالية اعتمدت بيانات جمهورية مصر العربية لتلك المتغيرات وللمدة (1994-2016) وبالرجوع إلى التقارير السنوية الصادر عن البنك المركزي المصري.

أ. متغيرات الأنموذج

١. المتغير المعتمد (التابع) / الدولرة (FD)

يطرح الأدب الاقتصادي والمالي عدة مقاييس للتعبير عن الدولرة انطلاقا من تعدد مفاهيمها وتباين مكوناتها وانطلاقا من أطر وسياقات المؤشرات النقدية والمالية[٢]، إلا أنه ونظرا لوجود بعض

---

٢. استخدمت عدة مقاييس للتعبير عن الدولرة وهي :

أ. مؤشر الدولرة لصندوق النقد الدولي (IMFFD) IMFFD = FCD / BM.

حيث إن BM = LCC + LDD + LTD + FCD

وبالتالي فان : IMFFD = FCD / (LCC + LDD + LTD + FCD)

ب. مؤشر الدولرة غير الرسمية (UDI) أو ما يعرف بمؤشر الإحلال غير الرسمي (USI)

UDI (or USI) = (FCC + FCD) / EBM

إذ EBM : عرض النقود بمعناه الواسع الفعال الذي يتضمن (EBM = BM + FCC) ، BM : عرض النقود بمعناه الواسع . وعليه فان : EBM = LCC + LDD + LTD + FCD + FCC . حيث تمثل LCC : العملة المحلية في التداول. وبالتالي فان مؤشر الدولرة غير الرسمية سيتخذ الصيغة التالية

UDI = (FCC + FCD) / (LCC + LDD + LTD + FCD + FCC)

ج. مؤشر دولرة المعاملات (TDI) أو ما يعرف بمؤشر إحلال العملة (CSI) .

العقبات التي تواجه حساب المقاييس الأخرى والتي يتمثل أهمها بعدم توفر البيانات اللازمة لذلك وصعوبة تقديرها بدقة، ولكونه المقياس الأكثر شيوعا في الدراسات التجريبية كدراسات (Feige and Dean,2002; Levy Yeyati, 2005; Serdaroglu, 2011)، فقد تم اعتماد مؤشر الدولرة المالية (FD) (كمعدل نمو) أو ما يعرف بمؤشر إحلال الموجودات (AS)، والذي يحسب بالشكل الآتي:

$$FD\ (or\ AS) = FCD / (LDD + QM)$$

حيث تمثل QM : أشباه النقود $QM = LTD + FCD$

وبالتالي فان: $FD\ (or\ AS) = FCD / (LDD + LTD + FCD)$

حيث أن : FCD : الودائع بالعملة الأجنبية لدى البنوك المحلية، LDD : الودائع تحت الطلب بالعملة المحلية لدى البنوك المحلية، LTD : الودائع الزمنية والادخارية بالعملة المحلية لدى البنوك المحلية.

ب. المتغيرات المستقلة (التوضيحية)

لتوضيح علاقة التضخم بالدولرة تجريبيا وبناءً على الإطار النظري المقدم فقد اعتمدت عدة متغيرات للتعبير عن التضخم وبالشكل الذي يعكس طبيعة هذه العلاقة :

١. **معدلات التضخم (INF):** تم اعتماد معدل التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك للتعبير عن معدلات التضخم .

٢. **التقلبات في معدلات التضخم (GINF):** لقياس التقلبات في معدلات التضخم تم اعتماد معدل التغير في معدلات التضخم (Uzun, 2005, 56) .

٣. **الفرق بين تقلبات التضخم وتقلبات أسعار الصرف (GIEX):** وللتعبير عنه اعتمدت نسبة التقلبات في معدلات التضخم إلى التقلبات في أسعار الصرف ليعكس مدخل الحقيبة (Us and Metin-Ozcan, 2007) .

ج. منهجية تقدير الأنموذج.

بهدف الوصول إلى نتائج أكثر دقة وواقعيه والحصول على تحليل سليم ومنطقي لطبيعة العلاقة التي تربط بين معدلات التضخم وتقلباتها وظاهرة الدولرة المالية لجمهورية مصر العربية، يمكن استخدامه في اتخاذ القرارات الصائبة، فقد اعتمدت الدراسة ما يعرف بمنهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة(٣) Autoregressive Distributed Lag (ARDL)، الذي يتم من خلالها تشخيص العلاقة التكاملية لمتغير الدولرة مع المتغيرات المؤثرة فيه في المديين القصير والطويل، علاوة على تحديد حجم وقيمة واتجاه تأثير تلك المتغيرات (Pesaran *et al*, 2001).

$$TDI\ (or\ CSI) = FCC / (FCC + LCC)\ ,\ TDI_N\ (or\ CSI_N) = FCC / (ENM)$$

حيث ENM : عرض النقود بمعناه الضيق الفعال والذي يتضمن في الاقتصاد المدولر : NM، $NM = NM + FCC$: عرض النقود بمعناه الضيق والذي يتضمن $(NM = LCC + LDD)$

وبالتالي فان : $TDI_N\ (or\ CSI_N) = FCC / (LCC + LDD + FCC)$

د. مؤشر مصداقية الجهاز المصرفي (BCI) . $BCI = (LDD+FCD+LTD) / (LCC+FCC)$ (Zoryan,2005)

٣. تتميز منهجية (ARDL) عن المناهج الأخرى بإمكان استخدامها في نماذج تمتلك متغيرات ذات مستويات مختلفة من الاستقرارية، كما يمكن تطبيقها في حالة العينات الصغيرة، فضلا عن ذلك فإن منهجية ARDL تعتمد على خاصية (Optimal Lag Length) والتي تُستخدم لتحديد الحد الأمثل من الابطاءات الزمنية (SBC) (Schwarz Bayesian Criteria) .كما تعمل منهجية ARDL على إزالة المشاكل المتعلقة بالارتباط الذاتي، وبالتالي فهي تعطي نتائج تتمتع بالكفاءة وعدم التحيز، علاوة على ذلك إعطاءها نتيجة لتصحيح الخطأ (ECM) (Error Correction Model) والتي تقيس قدرة الأنموذج في العودة إلى التوازن بعد حدوث أي اضطراب أو خلل نتيجة لأمر طارئ (Morimune and Mantani, 1995; Pesaran and Shin, 1999)

وبالاعتماد على Pesaran, et al.(2001) , Pesaran and Shin (1999) تم صياغة نموذج التقدير وفقا لأنموذج ARDL على شكل المعادلة الآتية (Fatukasi et al,2015).

$$\Delta(FD) = \beta_0 + \beta_1(FD)_{t-1} + \beta_2(INF_1)_{t-1} + \beta_3(GINF)_{t-1} + \beta_4(GIEX)_{t-1} + \sum_{i=1}^{p}\gamma_1\Delta(FD)_{t-1} + \sum_{i=1}^{p}\gamma_2\Delta(INF)_{t-1} + \sum_{i=1}^{p}\gamma_3\Delta(GINF)_{t-1} + \sum_{i=1}^{p}\gamma_4\Delta(GIEX)_{t-1} + \varepsilon_{1i}$$

إذ تمثل ε_i = حد الخطأ العشوائي.

وتعكس المعاملات $\beta_1,\beta_2,\beta_3,\beta_4$, في العلاقة طويلة الأجل، في حين تعكس المعاملات $\gamma_1,\gamma_2,\gamma_3,\gamma_4$ حركية المدى القصير للنموذج. كما تشير المعادلة السابقة إلى أن الدولرة تفسرها القيم السابقة وتتأثر بها.وبتقدير أنموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (Unrestricted Error Correction Model) (UECM)، تصبح مرونة المدى الطويل هي معامل إبطاء واحد للمتغيرات التفسيرية (مضروبة بإشارة السالب) مقسوماً على معامل المتغير التابع بإبطاء واحد، ويتم التقاط آثار المدى القصير من خلال معاملات الفرق الأول للمتغيرات في المعادلات المذكورة آنفاً.

وبعد تقدير المعادلات السابقة يتم التحقق من وجود علاقة المدى الطويل بين الدولرة والمتغيرات التوضيحية $(INF, GINF, GIEX)$ باستخدام اختبار الحدود (Bounds Test) بحسب إجراء Pesaran *et al.*(2001) الذي يستند على اختبار F (Wald test) الذي يختبر فرضية عدم التكامل المشترك بين المتغيرات مقابل وجود التكامل المشترك بين المتغيرات للكشف عن العلاقة التوازنية بين المتغيرات على المدى الطويل.

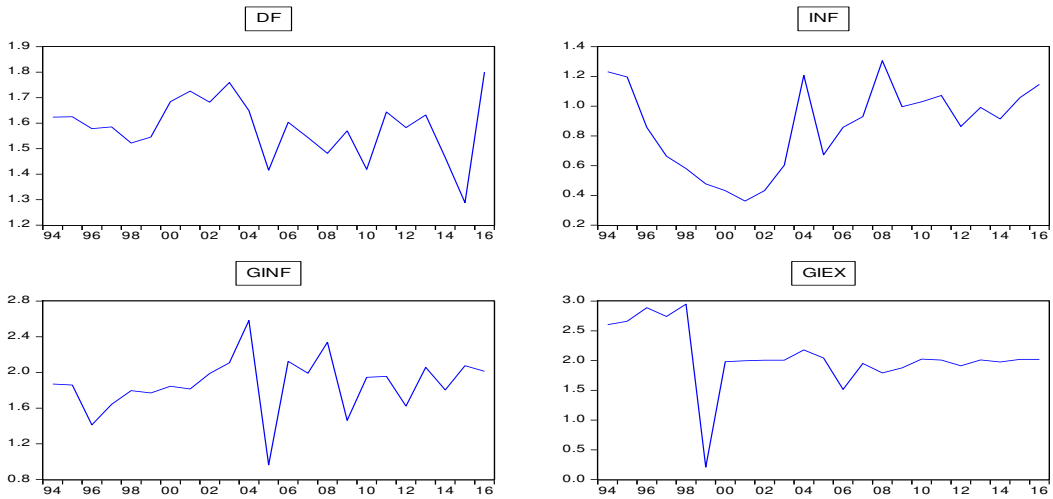
من جانب آخر، يمكن توصيف العلاقة الديناميكية في الأجل القصير في أنموذج ARDL من خلال اشتقاق أنموذج تصحيح الخطأ (Error Correction Model) (ECM) وكما يأتي:

$$\Delta(FD) = \gamma_0 + \sum_{i=1}^{p}\gamma_1\Delta(FD)_{t-1} + \sum_{i=1}^{p}\gamma_2\Delta(INF)_{t-1} + \sum_{i=1}^{p}\gamma_2\Delta(GINF)_{t-1} + \sum_{i=1}^{p}\gamma_4\Delta(GIEX)_{t-1} + \delta_1(ECT)_{t-1}\varepsilon_{1i}$$

حيث ECT : حد تصحيح الخطأ. δ_1 : سرعة التصحيح. $\gamma_1,\gamma_2,\gamma_3,\gamma_4$: معاملات المعادلة قصيرة المدى، وهي تعكس المعاملات المرتبطة بحركية أنموذج التقارب الزمني.

رابعاً- تقدير النموذج وتحليل النتائج

عكست الرسوم البيانية التي أدرجت في الشكل ١ والناتجة عن إسقاط بيانات السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة (INF) ، (GINF) ، (GIEX) ، (FD) وبقيمهم اللوغارتمية، واختبار جذر.



الشكل ١

الرسوم البيانية لبيانات السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

- **الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 9)**

الوحدة لـ Phellip-Perron (1988) (PP)[٤] الموضحة نتائجه في الجدول ١ عدم استقرارية السلاسل الزمنية عند المستوى ولجميع متغيرات الدراسة. وبأخذ الفروق الأولى لتلك المتغيرات غير المستقرة وإجراء واختبار جذر الوحدة لـ Phillip Perron (1988) (PP) عليها أصبحت نتائج القيم المحسوبة لـ (pp) ذات معنوية إحصائية وبالصيغ الثلاث (None ,Intercept and Intercept) إذ لم تتجاوز قيم الاحتمالية (.Prob) لها قيمة الـ 0.05 ، مما يدل على أن بيانات السلاسل الزمنية لتلك المتغيرات مستقرة عند فروقها الأولى.

الجدول ١

نتائج اختبار Phillips-Perron (pp) لبيانات السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
FD (Prob.)	-0.577 (0.833)	-4.036 (0.005)	-4.107 (0.019)	-8.100 0.000	-7.632 (0.000)	-6.413 (0.000)
INF (Prob.)	-0.713 (0.395)	-2.233 (0.200)	-2.838 (0.199)	-5.874 (0.000)	-5.726 (0.000)	-6.007 (0.000)
GINF (Prob.)	-0.163 (0.615)	-6.323 (0.000)	-7.045 (0.000)	-25.603 (0.000)	-26.577 (0.000)	-24.194 (0.000)
GIEX (Prob.)	-0.794 (0.360)	-4.126 (0.004)	-4.249 (0.014)	-12.534 (0.000)	-13.758 (0.000)	-21.838 (0.000)
Critical Values						
1% Level	-2.674	-3.769	-4.440	-2.679	-3.788	-4.467

٤. وللوصول إلى استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الأنموذج تم اعتماد اختبار فيليبس- بيرون (pp) كبديل عن اختباري ديكي- فولر (DF) وديكي- فولر الموسع (ADF)، كونه يتفوق عليهما باستناده على تصحيح الارتباط الذاتي في بواقي معادلة اختبار جذر الوحدة بطريقة مختلفة عن اختبار (DF)،(ADF) ومن خلال استخدام طرائق إحصائية غير معلمية لتباين الأنموذج من دون إضافة أية حدود للتباطؤ (Gujarati, 2004, 818)

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
5% Level	-1.957	-3.004	-3.632	-1.958	-3.012	-3.644
10% Level	-1.608	-2.642	-3.254	-1.607	-2.646	-3.261

- الأرقام بين الأقواس تمثل المستويات المعنوية (P-Values) لاختبار (PP) عند مستوى المعنوية (5%) أو أقل.
- الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 9)

ونظرا لعدم تجاوز عدم استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الأنموذج حاجز الفرق الثاني وبقائها ضمن حدود الفرق الأول، لذا فان تلك السلاسل الزمنية مستوفية لشروط اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الأنموذج باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) الذي قدمه Pesaran *et al.* (2011).

وبالاستعانة باختبار الحدود (Bound Test)، وكذلك اختيار الانموذج الأكثر معنوية ودقة والذي يمثل العلاقة بين التضخم والدولرة تم التوصل إلى نتائج اختبار التكامل المشترك وفقا لأنموذج (ALRD) للعلاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج وكما مثبت في الجدول ٢، والتي تؤكد وجود علاقة تكامل مشترك بين التضخم بمؤشراته الثلاثة المتمثلة بمعدل (INF).

الجدول ٢

نتائج اختبار الحدود (Bound Test) للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج

ARDL Bounds Test
Sample: 1995 2016
Included observations: 22
Null Hypothesis: No long-run relationships exist

F-statistic	4.778673	Critical Value Bounds		
		Sign.	I0 Bound	I1 Bound
K	3	%١٠	2.72	3.77
		%٥	3.23	4.35
		%٢,٥	3.69	4.89
		%١	4.29	5.61

- الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 9)

والتقلبات في معدلات التضخم (GINF) والفرق بين تقلبات التضخم وتقلبات أسعار الصرف (GIEX)، عند مستوى معنوية ٥%، حيث تجاوزت قيمة F المحسوبة الحدود الحرجة العليا عند هذا المستوى من المعنوية، الأمر الذي يعكس وجود علاقة طويلة الأجل تتجه من (INF), (GINF) (GIEX) إلى (FD).

وبناءً على ما أفرزته نتائج اختبار الحدود من وجود تكامل مشترك بين متغيرات الانموذج وما يعكسه ذلك من وجود علاقة طويلة الأجل بين تلك المتغيرات، تم تقدير معاملات الأجل الطويل والتي أدرجت نتائجها بالجدول ٣.

الجدول ٣

نتائج التكامل المشترك وفقا لـ ARDL ومعلمات الأجل الطويل

ARDL Cointegrating And Long Run Form
Dependent Variable: DF
Selected Model: ARDL(1, 0, 1, 0)
Sample: 1994 2016
Included observations: 22

Cointegrating Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF)	-0.275873	0.124961	-2.207677	0.0422
D(GINF)	0.216320	0.100183	2.159248	0.0464
D(GIEX)	0.064079	0.053793	1.191197	0.2509
CointEq(-1)	-1.328559	0.285703	-4.650139	0.0003

Cointeq = DF - (-0.2076*INF + 0.2481*GINF + 0.0482*GIEX + 1.1939)

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF	-0.207648	0.080553	-2.577779	0.0202
GINF	0.248067	0.114766	2.161507	0.0462
GIEX	0.048232	0.037491	1.286486	0.2166
C	1.193917	0.217786	5.482069	0.0001

R-squared	0.566802	**Mean dependent var**	0.008046
Adjusted R-squared	0.431428	**S.D. dependent var**	0.162240
S.E. of regression	0.122335	**Akaike info criterion**	-1.137107
Sum squared resid	0.239453	**Schwarz criterion**	-0.839550
Log likelihood	18.50818	**Hannan-Quinn criter.**	-1.067012
F-statistic	4.186930	**Durbin-Watson stat**	1.906481
Prob(F-statistic)	0.012668		

- الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 9)

وللتأكد من خلو الأنموذج من مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، تم اعتماد اختبار Serial Correlation LM Test الذي أدرجت نتائجه في الجدول ٤، والذي أكدت افتقار الأنموذج لمشكلة الارتباط الذاتي، إذ تجاوزت احتمالية F-Statistic قيمة الـ 0.05.

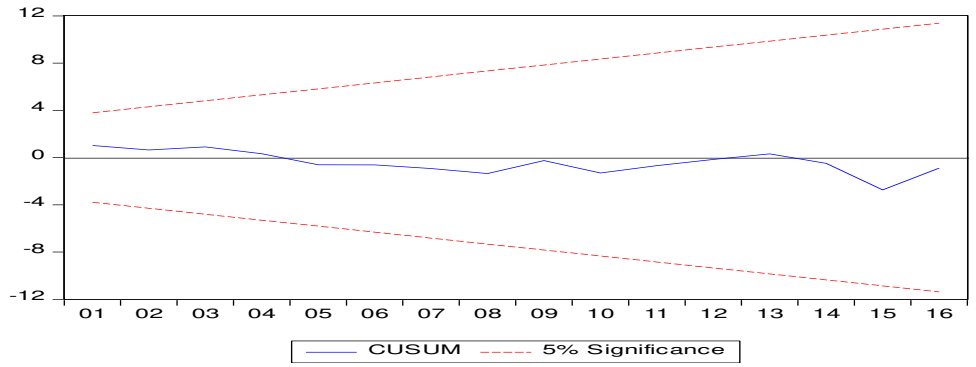
الجدول ٤

اختبار Serial Correlation LM للارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-statistic	1.536127	Prob. F(2,14)	0.2494
Obs*R-squared	3.959032	Prob. Chi-Square(2)	0.1381

- الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 9)

ولبيان عدم وجود أية تغيرات هيكلية في البيانات المستخدمة، أي ان المعلمات المقدرة للأنموذج المستخدم ساكنة هيكليا خلال مدة الدراسة، فقد تم اعتماد اختبار CUSUM الذي أدرجت نتائجه.



الشكل ٣

نتائج اختبار CUSUM لاستقرارية النموذج

الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 9)

في الشكل ٣، يتبين ومن خلال وقوع الشكل البياني لاختبار CUSUM داخل الحدود الحرجة وعند مستوى 5%، تمتع المعاملات المقدرة طويلة الأجل للأنموذج بالاستقرار والانسجام مع المعلمات قصيرة الأجل، وهي بذلك تكون مناسبة للتحليل.

لقد جاءت النتائج السابقة لتبين ما يأتي:

- وفقا لنتائج التقدير طويلة الأجل فان معدل التضخم (INF) قد نجح في إثبات تأثيره في معدل الدولرة في جمهورية مصر العربية وبمعامل قدره (-0.207648)، إلا ان تأثيره هذا قد جاء سلبيا مناقضا للأطر النظرية والدراسات التجريبية التي أكدت أن ارتفاع معدلات التضخم تسهم في رفع معدلات الدولرة (معدلات نمو الدولرة)، لكنه من جانب آخر جاء متوافقا مع دراسة (Rennhack and Nozaki, 2006) التي أكدت وجود علاقة سلبية معنوية بين معدل التضخم ودولرة الودائع في أمريكا اللاتينية. وربما جاءت هذه العلاقة السلبية نتيجة للوقوع تحت تأثير ما يعرف بـبقاء الأثر بعد زوال الأسباب (Hysteresis)، فمعدلات الدولرة ربما تفقد أو تناقض استجابتها للتغيرات الحاصلة في معدلات التضخم. فكما يرى (Reinhart *et al*., 2003) انه وتحت هذا التأثير ليس من الضروري أن يولد الانخفاض في معدلات التضخم انخفاضا في مستويات الدولرة، فالعديد من الدول ذات الاقتصاديات المدولرة (خاصة دول أمريكا اللاتينية) والتي حققت نجاحات مقبولة في معالجة التضخم لم يتبعها، وكما ويؤكد (Reinhat, *et al*. 2003) (Kessy, 2011; انخفاض في معدلات الدولرة، ويدعم (Rajan and Tokatlidis, 2005) ذلك بالقول إن الدولرة تستجيب وبشكل كبير لارتفاع معدلات التضخم خلال الفترات السابقة ولكن ليس بالضرورة أن يحدث العكس عند انخفاض معدلاتها (Ivanov, *et al*., 2011). يدعم ذلك ربما وجود متغيرات أخرى ذات تأثير أقوى من التضخم قد أثرت في معدلات الدولرة بشكل معاكس لاتجاه التضخم، لاسيما أن معامل التحديد (Adjusted R-squared) لم تتجاوز قيمته الـ 43.1428%، مما يعني ان ما يقارب الـ ٥٦% من التغيرات الحاصلة في معدلات الدولرة تعود إلى متغيرات لم يتضمنها الأنموذج. كما ان عامل التوقعات الذي يميل باتجاه انخفاض التضخم وارتفاع أسعار الصرف في المستقبل قد يدفع معدلات الدولرة باتجاه التأثر العكسي بمعدلات التضخم، فكما يشير Ize and Levy-Yeyati, (2003) فان عدم انخفاض مستويات الدولرة في دول أمريكا اللاتينية بالرغم من انخفاض معدلات

التضخم ربما يعود إلى أن التقلبات المتوقعة باتجاه انخفاض أسعار الصرف الحقيقية نسبة إلى تقلبات معدلات التضخم هي التي تحدد معدلات الدولرة.

- نجحت التقلبات في معدلات التضخم (GINF) ووفقا لنتائج التقدير طويلة الأجل في إثبات تأثيره في معدل الدولرة في جمهورية مصر العربية وبمعامل قدره (0.248067)، وبإشارة متوافقة مع المنطق الاقتصادي والدراسات السابقة.
- فشل متغير الفرق بين تقلبات التضخم وتقلبات أسعار الصرف (GIEX) في إثبات تأثيره المعنوي في معدلات الدولرة، إذ لم تستطع قيمة الـ Prob. أن تصل أو تنخفض عن مستوى 0.05، الأمر الذي يعكس ضعف أو انتفاء قابلية تحليل المحفظة لتفسير التغيرات الحاصلة في معدلات الدولرة. وربما يعود ذلك في جزء منه إلى ضعف الأسواق المالية المصرية (حالها حال الدول النامية الأخرى).
- بلغ حد تصحيح الخطأ (CET_{t-1}) الذي حقق الشرط اللازم والكافي (السلبية والمعنوية) ما قيمته (-1.328559)، أي إنه عملية تعديل الاختلالات الحاصلة من الأجل القصير والعودة إلى حالة التوازن تحتاج إلى مدة زمنية قدرها (1.3 من السنة). كما عكست قيمة F-statistic البالغة (4.186930) معنوية الأنموذج ككل، حيث انخفضت قيمة Prob.(F-statistic) عن 0.05 بالغة ما قيمته (0.012668).

خامساً- الخاتمة

شكلت دراسة العلاقة بين التضخم ومعدلات الدولرة الهدف الرئيس الذي سعى البحث إلى تحقيقه، مستخدما جمهورية مصر العربية وللفترة (1994-2016) أنموجا لإثبات ذلك، متوسلا في ذلك بعد استعراض أهم الأطر النظرية التي اهتمت بتوضيح هذه العلاقة بالأدوات القياسية الحديثة المتمثلة بمنهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) الذي قدمه (Pesaran *et al*., 2011).

وبناءً على ما أفرزته نتائج اختبار الحدود (Bound Test) من وجود علاقة طويلة الأجل تتجه من التضخم بمؤشراته الثلاثة المتمثلة بمعدل التضخم (INF)، والتقلبات في معدلات التضخم (GINF) والفرق بين تقلبات التضخم وتقلبات أسعار الصرف (GIEX) إلى معدلات الدولرة (FD)، تم تقدير معاملات الأجل الطويل، التي عكست نتائجها وجود تأثير سلبي معنوي لـ (INF) وتأثير ايجابي معنوي لـ (GINF) في (FD)، في حين فشل متغير (GIEX) في إثبات تأثيره المعنوي في (FD).

وعليه يمكن القول، ومن خلال النتائج التي أسفر عنها البحث، إن التأثير العكسي لمعدل التضخم على نمو معدلات الدولرة يعكس وجود متغيرات أخرى قد تكون اقتصادية أو حتى غير اقتصادية (لم تدخل ضمن الأنموذج) قد عملت كقوى مؤثرة وبصورة فعالة في معدلات الدولرة بحيث ألغت التأثير الطبيعي لمعدلات التضخم وحولته إلى الاتجاه المعاكس. كما يمكن الإفصاح عن ان اتجاه الإفراد نحو الاحتفاظ بالموجودات المالية بصيغة عملة أجنبية يرتبط بمتابعتهم للتقلبات الحاصلة في مستويات التضخم كونها هي التي تحدد مقدار الأرباح والخسائر التي يمكن التعرض لها عند الاحتفاظ بتلك الموجودات. علاوة على ما تقدم، فان ضعف الأسواق المالية المصرية يمكن أن يكون قد أضعف وألغى من تأثير الفرق بين تقلبات التضخم وتقلبات أسعار الصرف. الأمر الذي يتطلب أولا توسيع دراسة جميع العوامل والمتغيرات اقتصادية وغير الاقتصادية المؤثرة في معدلات الدولرة للوقوف على طبيعة تأثيرها، بعد التعمق بشكل اكبر في طبيعة الاقتصاد المصري ولفترات أكثر طولا، لكي يتسنى لمتخذي القرار اتخاذ الإجراءات الكفيلة بتقليص حجم الدولرة والعودة إلى الاحتفاظ واستخدام العملة المحلية كعملة تقوم بأداء ما أنيط بها من وظائف وبشكل كفوء وفعال. كما ان سعي السلطات

النقدية إلى الاهتمام بضرورة المحافظة على مستويات مستقرة من التضخم ينبغي أن تكون إحدى أولوياتها، فالابتعاد عن الحالات التضخمية غير المتوقعة يعد أهم السبل الناجعة لتخفيض الدولرة.

المصادر

1. Arteta, Carlos Ó. (2003). Are Financially Dollarized Countries More Prone to Costly Crises? . Board of Governors of the Federal Reserve System , *International Finance Discussion Papers*,(763).
2. Bailey, Sherene A. (2005) . Investigating the link between Financial Dollarization and Inflation:Evidence from Jamaica.*Bank of Jamaica*, Jamaica .
3. Banchs, Angel García. (2004). Partial dollarization A Currency-Matching Rule and its Implications for monetary Policy and Welfare . *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura* , 10(1) .
4. Calvo, G.A.(1978) On the Time Consistency of Optimal Policy in the Monetary Economy. *Econometrica*, (46),1411-1428.
5. Curutchet, Alfredo Schclarek.(2001) The Benefits and Costs of Official Dollarization for Argentina . Thesis for Master of Science in Economics, Department of Economics, *Lund University*.
6. De Nicolo, G., Honohan, P. and A. Ize . (2005) . Dollarization of Bank Deposits Causes and Consequences. *Journal of Banking and Finance* , 29 (7) ,1697-1727.
7. Edwards,Sebastian, and Magendzo, I. Igal(2001). Dollarization, Inflation and Growth: An Empirical Investigation . NBER, *Workin Paper,*(8671) .
8. Fabris et.al.(2004). Economic Policy in Dollarized Economies With a Special Review of Montenegro. *Working Paper*, Central Bank of Montenegro .
9. Fatukasi, Bayo, et al.(2015). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Macroeconomic Relationships In Nigeria, *European Journal of Business and Management*, 7(8),26-34.
10. Feige, Edgar L. and Dean, James W. (2002) . Dollarization and Euroization in Transition Countries: Currency Substi ution, Asset Substitution, Network Externalities and Irreversibility , Presented at the *Fordham University International Conference* on " Euro and Dollarization: Forms of Monetary Union in Integrating Regions " April , forthcoming in Volbert Alexander, Jacques Melitz and ,George von Furstenberg (eds) Monetary Union: Why How and What Follows?. Oxford University Press, New York .
11. Freitas, Miguel Lebre . (2003). Revisiting Dollarization Hysteresis: Evidence from Bolivia , Turkey and Indonesia.
12. Guidotti, P. and Rodriguez C. (1992). Dollarization in Latin America : Gresham's Law in reverse ?. International Monetary Fund, *Staff Papers* , 39(3),518-544.
13. Gujarati, Domard N. (2004) . *Basic Econometrics* . 4th ed., Mc Graw Hill , USA.
14. Heathcote, Jonathan and Arellano, Cristina . (2009) . Dollarization and Financial Integration . *Federal Reserve Bank of Minneapolis*.
15. Honohan, Patrick & Shi, Anqing (2003).Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Economies. The World Bank, Development Research Group Finance, *Policy Research Working Paper* , (2748) .
16. Imam, Patrick (2009). Introducing the Euro as Legal Tender - Benefits and Costs of Eurorization for Cape Verde . *IMF Working Paper*, (146) .

17. Isakova, Asel . (2010) . Monetary Policy, Inflation and Dollarization in the Economies of Central Asia. *Center for Economic Research and Graduate Education Charles*, University Prague.
18. Ivanov, Marijana, Tkalec, Marina and Vizer, Maruška (2011).The Determinants of Financial Euroization in a Post-Transition Country: Do Threshold Effects Matter?.*Jor. of Economics and Finance*,61(3),230-251.
19. Ize A. and Levy Yeyati E. (2003) . Financial Dollarization. *Journal of International Economics*, (59),323-347.
20. Kessy, Panteleo .(2011).Dollarization in Tanzania:Empirical Evidence and Cross-Country Experience . International Growth Centre *Working Paper*,(251) .
21. Kildegaard, Arne C. and Fernández, Roberto Orro. (1999) . D0llarization in Cuba and Implication for the Future Transition. ASCE.
22. Levy Yeyati, Eduardo . (2005) . Financial dollarization : Evaluating the Consequence . *a paper prepared for the 41st Panel Meeting of Economic Policy in Luxembourg.*
23. Morimune, Kimio, and Mantani, Akihici (1995). Estimating the Rank of Cointegration After Estimating The Order Of A Vector Autoregression. *The Japanese Economic Review*, 46(2):191-205
24. Pesaran, M. Hashem., Yongcheol Shin(1999).An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach To Cointegration Analysis. In: S. Strom (ed.), Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium.(1999). Ch. 11. Cambridge University Press, Cambridge
25. Pesaran, M. Hashem., Yongcheol Shinn and Richard J.Smith.(2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of applied econometrics*, 16(3):289-326
26. Quispe-Agnoli, Myriam and Whisler, Elena (2006).Official Dollarization and the Banking System in Ecuador and El Salvador. *Economic Review*,Federal Reserve Bank of Atlant ,Third Quarter,55-71
27. Reinhart, C., Rogoff, K. and M. Savastano. (2003). Addicted to Dollars. *NBER Working Paper*, (10015) .
28. Rennhack, Robert and Nozaki, Masahiro,2006, Financial Dollarization in Latin America . *IMF Working Paper* (7) .
29. Serdaroglu, Tuncay. (2011). Financial Dollarization the Turkis Economy: the Portfolio View. Thesis for Master of Science in Economics, *Middle East Technical University*, Turkey.
30. Us, Vuslat and Metin-Ozcan,Kivilcim (2007). Dedollarization in Turkey after decades of dollarization: myth or reality?. *Physica A*(385),292-306.
31. Uzun, Arzu. (2005). Financial Dollarization, Monetary Policy Stance and Institutional Structure: the Experience of Latin America and Turkey. Thesis for Master of Science in Economics, *Middle East Technical University*.
32. www.federalreserve.gov/pubs/ifdp.
33. Yinusa, Dauda Olalekan. (2009). Macroeconomic Fluctuations and Deposit Dollarization in Sub-Saharan Africa: Evidence from Panel Data. *Munich Personal RePEc Archive MPRA*, Paper (16259) .
34. Zoryan, Hakob. (2005) . The Measurement of Co-Circulation of Currencies and Dollarization in the Republic of Armenia, *The European Journal of Comparative Economics*, 2(1),41-65.