



اسم المقال: العلاقة بين الدولرة (Dollarization) ومعدل التضخم: "جمهورية مصر العربية للمدة 1994 - 2016 أنموذجًا"

اسم الكاتب: أ.د. بشار أحمد العراقي، م.د. محمد فوزي العمري

رابط ثابت: <https://political-encyclopedia.org/library/3638>

تاريخ الاسترداد: 2025/05/13 20:52 +03

الموسوعة السياسية 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 السياسية – Encyclopedia Political – يرجى التواصل على

[info@political-encyclopedia.org](mailto:info@political-encyclopedia.org)

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام

<https://political-encyclopedia.org/terms-of-use>

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الراذدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسية مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي يتضمن المقال تحتها.



## **تنمية الرافدين**

العدد ١٢١ المجلد ٣٨ لسنة ٢٠١٩

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

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

الدكتور محمد فوزي العمري  
مدرس

قسم العلوم المالية والمصرفية  
كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة الموصل

الدكتور بشار احمد العراقي  
أستاذ مساعد

**Mohammed F. AL.Omari(PhD)**  
Department Financial and Banking Sciences  
College of Administration and Economic  
University of Mosul  
[mfm80\\_2006@yahoo.com](mailto:mfm80_2006@yahoo.com)

**Bashar A. AL-Iraqi(PhD)**  
basher\_a92@yahoo.com

### المستخلص

يهدف البحث إلى إثبات نظرية شمولية على الأطر النظرية التي حددت طبيعة العلاقة التي تربط ظاهرة الدولرة بمعدلات التضخم وتذبذبها، وتقدير وتحليل آلية التأثير الذي يمكن أن يمارسه أحدهما تجاه الآخر، فضلاً 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 منهجة الانحدار الذاتي للجوانب 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 للنقبات 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 determine the relationship between dollarization phenomenon and inflation rate and fluctuation. It also aims at analyzing and explaining the mechanisms on the impact played by one toward the other . The paper, as well as, tries to make a quantitative 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 حيارة واستخدام الوحدات الاقتصادية المقيمة في دولة ما للعملات الأجنبية (عادةً ما تكون الدولار الأمريكي وليس شرطاً) بالتزامن أو بدلًا من العملات المحلية للقيام بجزء أو جميع الوظائف الأساسية للنقد (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 النقد (Quispe-Agnoli and Whisler, 2006) كما هي الحال في بينما منذ عام ٢٠٠١، والأكوادور بدأ من عام ٢٠٠٠، 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 للنقد، كما هي

في هايبتي ولاؤس وكمبوديا (Kessy, 2011). في حين يعرف النوع الثالث من الدولة بالدولة 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 كالارجنتين والبيرو والمكسيك، فضلاً 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 انعكاساً لفقدانهم الثقة بعملتهم المحلية، والناتج في جزء كبير منه عن فشلها في أداء وظائفها الأساسية بكفاءة وفاعلية، الأمر الذي يدفع باتجاه عد الدولرة تحسيناً لكافة المتغيرات الاقتصادية والسياسية والمؤسسية غير المتوازنة القادر 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 نقلص معدلاتها، وبالتالي تجاوز الآثار السلبية التي يمكن أن تمارسها نتيجة لفقدان الثقة بالعملة المحلية وتختلفها بما يجب أن تؤديه من وظائف وما يتربّط على ذلك من نتائج، يتطلب الأمر الوقوف على أهم مسببات انتشارها وارتفاع معدلاتها في تلك البلدان، ومن ثم تحديد وتشخيص أهم المتغيرات الاقتصادية والسياسية والمؤسسية المسؤولة عن تقلباتها ارتفاعاً وانخفاضاً، بهدف معالجة عدم توازنها وبالشكل الذي يدفع الوحدات الاقتصادية للعودة إلى الاحتفاظ واستخدام العملة المحلية كعملة تقوم بأداء ما أنيط بها من وظائف وبشكل كفؤ وفعال، ونظراً لإمكانية ترجمتها العالية إلى تخفيض القوة الشرائية للعملة المحلية وإفادتها المصداقية اللازمة لأداء وظائفها الأساسية، وبالتالي رفع مستويات عدم ثقة الوحدات الاقتصادية بها، يمكن لمعدلات التضخم وتقلباتها أن تؤدي دوراً أساسياً ومهماً 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 بالآتي: هل يرتبط توسيع ظاهرة الدولة 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 الدولة بمعدلات التضخم وتذبذبها، وتفسير وتحليل آلية التأثير الذي يمكن أن يمارسه أحدهما تجاه الآخر، فضلاً 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 الدولة.

### منهجية البحث

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

إلى طرائق الاقتصاد القياسي وأساليبه الحديثة المتمثلة بمنهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لغرض تقييم واختبار درجة التأثير الذي يمكن أن يمارسه أحدهما في الآخر في جمهورية مصر العربية وللمدة (1994-2016).

#### أولاً- الإطار النظري

بالرغم من غياب عدم الاتفاق على طبيعة العلاقة التي تربط التضخم بالدولار، إلا أن معظم الأدبيات الاقتصادية قد ميزت بين الآيتين رئيسيتين 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 وتقليلها يعدان من أكثر العوامل تحفيزاً للوحدات الاقتصادية لاتجاه نحو استخدام العملة الأجنبية كبديل عن العملة المحلية للقيام بجزء أو كل وظائف النقد، ومن ثم التهيئة لظهور وانتشار ظاهرة الدولرة. فارتفاع معدلات التضخم وما ينبع 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 حقيقة أو عملات أجنبية يتم المعاوضة 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) القادر على استيعاب خسائر التضخم والحصول على عوائد إيجابية تغطي هذا الانخفاض فإن الوحدات الاقتصادية ستلجأ إلى استبدال عملاتها وموgotاتها المقيدة بالعملة المحلية إلى عملات وموجودات أخرى مقيدة بعملة أجنبية فتظهر بذلك الدولرة وتزداد معدلاتها.

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

ويبيّن (Calvo, 1978)، وانطلاقاً من كون تخفيضه إلى أدنى مستوى ممكن والمحافظة على ذلك يعد أحد أهم الأهداف النهائية للسياسة النقدية، فإن معدلات التضخم المرتفعة ستقضي على جزء كبير من مصداقية السياسة النقدية، وهو ما ينعكس إيجابياً على مستويات الدولرة. كما قد تجرم معدلات التضخم المرتفعة السلطة النقدية وبدافع المحافظة على قيمها الحقيقة 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 انخفاضاً 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 أيضاً إلى الحواجز التي تدفع المؤسسات المالية في ظل المعدلات المرتفعة من التضخم إلى تطوير وابتكار أدوات مالية جديدة ذات أسعار مرتفعة لا ترغب الوحدات الاقتصادية التخلّي عنها حتى بعد انخفاض معدلات التضخم. كما

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

و ضمن الاتجاه السابق نفسه يرى (Yinusa, Kildegaard and Fernández, 1999) أن الانقال إلى استخدام العملات الأجنبية نتيجة لفقدان الثقة بالعملة المحلية يجر الوحدات الاقتصادية على تحمل بعض التكاليف وخسارتها البعض الوقت والجهد الأمر الذي يدفع بالوحدات الاقتصادية، ولكن 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 تأثيراً إيجابياً فعالاً 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 لارتفاعه وأو 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. فوفقاً لمدخل المحفظة، فإن علاقة معدلات التضخم وتذبذبها بمعدلات الدولرة تتم من خلال آلية تستند على فكرة المقارنة بين تقلبات معدلات التضخم وتقلبات أسعار الصرف الحقيقة للعملة المحلية (باتجاه الانخفاض) اللذين يعملان معاً في التأثير على معدلات الدولرة، فتقلبات معدلات التضخم نسبة إلى تقلبات أسعار الصرف الحقيقة هي العامل الأساسي في توضيح الدولرة، وبالتالي فإن مستويات الدولرة وبحسب مدخل الحقيقة هي دالة لتقلبات كل من معدلات التضخم وأسعار الصرف الحقيقة.

يبداً مدخل الحقيقة لدى (Ize and Levy-Yeyati, 2003) من افتراض أساسى يتمثل بميل المستثمرين المقيمين الكارهين للمخاطرة نحو اختيار مكونات حفائدهم استناداً إلى قدرتها على تحقيق الامثلية في التوفيق بين العائد/المخاطرة، وبينما العائد الحقيقى على الموجودات بالعملة المحلية يتاثر بالتغييرات الحاصلة في معدلات التضخم وبالتالي فهي تفتقر إلى حالة التأكيد بسبب مخاطره، فإن العوائد الحقيقة للموجودات بالعملة الأجنبية تتاثر بالتغييرات المتوقعة بانخفاض أسعار الصرف الحقيقة، ومن ثم فهي الأخرى تفتقر إلى حالة التأكيد بسبب مخاطر تلك الأسعار. فالمقيمين يتذذبون من تقلبات معدلات التضخم نسبة إلى التقلبات الحاصلة في أسعار الصرف الحقيقة كمؤشر للاحتفاظ أو عدم الاحتفاظ بالحصة الأكبر من حفائدهم بموجودات مقومة بالعملة الأجنبية، فعندما تصبح معدلات التضخم ذات تقلبات نسبية أكبر من التقلبات في أسعار الصرف الحقيقة، وتزداد مخاطر التضخم غير المتوقع وبالتالي تصبح القيمة الحقيقة للموجودات بالعملة الأجنبية مقاسه بالقوة الشرائية المحلية أكثر استقراراً فان الوحدات الاقتصادية ستوجه خياراتها نحو الاحتفاظ بالموجودات بالعملة الأجنبية، ومن ثم تزداد حصة هذه الموجودات في الحقيقة، مما يسبب ارتفاعاً في معدلات الدولرة (Us and Metin-Ozcan, 2007).

من جانب آخر ، طور (Ize and Levy-Yeyati, 2003) ما يعرف بأنموذج الحد الأدنى لبيان الحقيقة (MVP) (Minimum Variance Portfolio)، الذي يقوم على أساس أن عملية مزج وإعادة بناء الحقيقة من موجودات بالعملة الأجنبية وموجودات بالعملة المحلية، والوصول إلى الحد الأدنى لبيان القيمة الحقيقة لعوائد الحقيقة، يعتمد على التباين في معدلات التضخم ومقارنتها بالبيان في أسعار الصرف الحقيقة، فعند مستوى معطى من التباين في أسعار الصرف الحقيقة فإن ارتفاع التباين في

معدلات التضخم المحلي يرفع من حصة الودائع بالعملة الأجنبية، ومن ثم توسيع مستويات الدولرة، بينما عند مستوى معطى من التباين في معدلات التضخم فإن ارتفاع التباين في أسعار الصرف الحقيقة ستاغي الكثير من منافع التحوط بالودائع الأجنبية، وبالتالي تخفض حصتها في الحقيقة فتكتفى بمستويات الدولرة (').

فبافتراض أن البذائل المتاحة أمام المستثمرين المقيمين الكارهين للمخاطر تمثل بالودائع الحاملة للفائدة بالعملة الأجنبية (  $p$  ) والودائع الحاملة للفائدة بالعملة المحلية (  $d$  )، وأن العوائد

$$r_p = E(r_p) - \mu_\pi - \mu_s \quad \text{الحقيقة ل الخيار الأول تساوي :}$$

$$d = E(r_d) - \mu_s \quad \text{وان العوائد الحقيقة ل الخيار الثاني تساوي :}$$

حيث ان  $\mu_\pi$  ،  $\mu_s$  : حد الاضطراب للتضخم المحلي ومعدل تخفيض سعر الصرف الحقيقي على التوالي يفترض أن يوزع بمتوسط يساوي صفرًا (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 :

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

$$r = \sum_j x_j r_j$$

$x_j$  : مكونات الحقيقة الاستثمارية

$$r = r_p + r_d \quad r : \text{العائد الحقيقي للحقيقة .}$$

وعليه، يتضح أنه وفي ظل تعادل أسعار الفائدة، فإن حصة الودائع بالعملة الأجنبية في الحقيقة الاستثمارية المثلثة والتي تتضمن أو تتبع في الحد الأدنى لتباين الحقيقة تأخذ الآتي:

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

إذ إن:

( MVP : الحد الأدنى لتباين الحقيقة ( Minimum Variance Portfolio)

$\pi$  : التضخم المحلي

$S$  : انخفاض سعر الصرف الحقيقي .

وفقاً للمعادلة السابقة فإن زيادة التباين في معدلات التضخم في ظل ثبات التباين في انخفاض أسعار الصرف الحقيقة سيرفع من معدلات الدولرة (Bailey, 2005).

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

حيث تمثل  $e$  معدل انخفاض سعر الصرف الاسمي

فإن معدل دولرة الودائع تتمثل بـ :  $MVP = var(\pi) / cov(\pi,e)$

وفي ظل غياب الاختلافات بين أسعار الفائدة على الموجودات بالعملات المحلية والأجنبية فإن المستثمرين سيختارون تركيبة من الموجودات بالعملتين اعتماداً على التباين في معدلات التضخم والتباين في معدلات الانخفاض في أسعار الصرف الحقيقة 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 يتخد مسلكاً آخر يبدأ من الدولرة وينتهي بالتضخم، بحيث تمارس الدولرة تأثيراً إيجابياً في تخفيض معدلات التضخم، اطلاقاً من كون اتخاذ العملة الأجنبية كمرساة لسعر صرف العملة المحلية من

١. للإطلاع على الأنماذج 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 يسمم في تخفيض معدلات التضخم ويعني تذبذبه (Banchs, 2004; Quispe-Agnoli, 2009; Imam, 2002) هذا التأثير للدولرة ولكن ضمن اتجاه آخر من التحليل، حيث وبين أن إزالة مخاطر انهيار سعر صرف العملة المحلية والذي يعد العامل الأكثـر حسماً لتوليد الضغوط التضخمية، وما ينتج عنه من هبوط معدلات التضخم وانعدام التوقعات التضخمية يعد أحد النتائج قصيرة الأجل التي يمكن أن يولـدها تطبيق الدولرة الكاملة، التي تستطيع أيضاً ومن خلال ما تسببه من تكاليف عالية أن تعـدـ الثقة في التزام صناعـة الاقتصادـية الطويل المدى باستقرار الأسعار والانضباط المالي، وهو ما يعزـزـ بالتأكيد إمكانية التخفيض الفعلى من مخاطر التضخم.

ويضيف (Curutchet, 2001) إلى أن الدولرة الجزئية والدولرة الكاملة ومن خلال مساهمتها في رفع درجات الانضباط المالي وما يسببه من حرمان الحكومة من استخدام سياسة تمويل عجز موازنـتها عن طريق الإصدار النقدي يمكن أن يحدـداً من قدرتها على توليد الضغوط التضخمية، فالاقتصادـاتـ المـدولـرةـ وكـماـ يـشـيرـ كلـ منـ (Heathcote and Arellano, 2009) تمـيلـ عـادـةـ إلىـ التـمـتنـعـ بـمـسـتوـبـاتـ مـنـ تـضـخمـ،ـ فـضـلاـ عـنـ إـمـكـانـيـةـ تـقـلـيـداـ إـلـىـ قـدـدانـ الحـكـومـةـ لـكـلـ أوـ جـزـءـ مـنـ قـدـرتـهاـ عـلـىـ اـسـتـخـادـ آـلـيـةـ إـلـيـةـ إـلـصـادـارـ النـقـدـيـ فـيـ تـموـيلـ العـجـزـ الـذـيـ يـمـكـنـ أـنـ تـعـانـيـ مـنـهـ مـواـزـنـتهاـ.ـ كـماـ يـشـيرـ بـعـضـ الـاـقـتـصـادـيـنـ وـلـقـسـيرـ أـثـرـ الدـولـرـ فـيـ تـخـفـيـضـ مـعـدـلـاتـ التـضـخمـ إـلـىـ اـنـ الدـولـرـ وـمـنـ خـلـالـ مـاـ تـعـكـسـهـ مـنـ اـتـخـاذـ عـلـمـةـ أـجـنبـيـةـ لـلـقـيـامـ بـوـظـائـفـ الـقـوـدـ،ـ يـمـكـنـ أـنـ تـسـهـمـ فـيـ تـوجـيهـ الـأـسـعـارـ الـمـحـلـيـةـ بـاـتـجـاهـ التـسـاوـيـ معـ أـسـعـارـ دـولـةـ الـمـرـسـاـةـ مـعـ تـوقـعـ هـامـشـ صـغـيرـ مـنـ الـانـحرـافـ،ـ فـعـمـعـ تـجـارـبـ الـاـقـتـصـادـاتـ الـمـدـولـرـةـ قـدـ أـكـدـتـ عـلـىـ تـحـيـزـ مـعـدـلـاتـ تـضـخمـهاـ فـيـ الـمـدـىـ الطـوـيـلـ نـحـوـ الـمـساـواـةـ مـعـ مـعـدـلـاتـ التـضـخمـ فـيـ الـبـلـدـ ذاتـ الـعـلـمـةـ الـمـرـسـاـةـ (Fabris, 2004).ـ ويـضـيفـ (Curutchet, 2001)ـ فـيـ ذـلـكـ،ـ إـلـىـ أـنـ مـعـدـلـ التـضـخمـ يـمـكـنـ أـنـ يـزـدـادـ وـالـىـ حدـ ماـ فـيـ الـمـراـحلـ الـأـوـلـىـ مـنـ الدـولـرـ بـسـبـبـ تـعـدـيلـ الـأـسـعـارـ،ـ إـلـاـ أـنـ اـسـتـقـرـارـ الـأـسـعـارـ بـالـنـتـيـجـةـ سـيـتـحـقـقـ فـيـ الـمـرـاحـلـ الـلـاحـقـةـ،ـ وـلـنـ تـعـودـ الـأـسـعـارـ إـلـىـ سـابـقـ عـهـدـهـاـ،ـ خـصـوصـاـ فـيـمـاـ يـتـعـلـقـ مـنـهـاـ بـالـسـلـعـ وـالـخـدـمـاتـ غـيرـ الـمـتـاجـرـ بـهـاـ الـتـيـ تـمـيلـ إـلـىـ الـإـرـتـقـاعـ وـبـمـعـدـلـاتـ أـسـرـعـ كـثـيرـاـ مـاـ يـنـتـظـرـ أـنـ تـحدـدـهـ الـمـنـافـسـةـ (Fabris, 2004).

## ثانياً. الاستعراض المرجعي

في اتجاه أهم الدراسات التجريبية المتناولـةـ لـطـبـيـعـةـ الـعـلـاقـةـ الـتـيـ تـرـبـطـ الدـولـرـ بـالتـضـخمـ قـدـمـ (De Nicolo, Honoham and Ize, 2003) دـلـيلـاـ عـلـىـ أـنـ الـاـقـتـصـادـاتـ الـتـيـ تـمـتـلكـ مـعـدـلـاتـ تـضـخمـ تـتـجـاـوزـ 20-30% تـرـتفـعـ مـسـتوـبـاتـ دـولـرـ الـوـدـائـعـ فـيـهـاـ وـتـزـادـ درـجـةـ العـمـقـ الـمـالـيـ،ـ كـماـ أـنـ الـزيـادةـ فـيـ دـولـرـ الـوـدـائـعـ قـدـ تـخـفـضـ مـسـتوـبـاتـ الـعـمـقـ الـمـالـيـ عـنـدـماـ تـكـونـ مـعـدـلـاتـ التـضـخمـ أـقـلـ مـنـ 20-30%ـ كـماـ هـيـ الـحـالـ فـيـ كـمـبـودـيـاـ وـفـيـتـنـامـ فـيـ مـعـظـمـ الـفـترـاتـ وـدـعمـ (Uzun, 2005) تـجـريـبيـاـ الـفـرضـيـةـ الـقـائـلـةـ بـاـنـ تـبـنـيـ نـظـامـ اـسـتـهـادـفـ التـضـخمـ يـقـللـ وـبـصـورـةـ فـعـالـةـ مـسـتوـبـاتـ الدـولـرـ الـمـالـيـ.ـ وـأـكـدـ (Arteta, 2002) عـلـىـ ضـعـفـ تـأـثـيرـ التـضـخمـ الـجـارـيـ فـيـ دـولـرـ الـمـالـيـ،ـ بـيـنـماـ تـمـارـسـ مـسـتوـبـاتـ الـعـلـيـاـ وـالـمـسـتوـبـاتـ الـعـلـيـاـ السـابـقـةـ مـنـ التـضـخمـ تـأـثـيرـ مـهـمـ فـيـ كـلـ مـنـ دـولـرـ الـوـدـائـعـ وـدـولـرـ الـاـئـتمـانـ.ـ فـيـ حـينـ يـؤـكـدـ (Honig, 2005) عـلـىـ عـدـمـ مـعـنـوـيـةـ مـعـاـمـلـاتـ التـضـخمـ أـوـ ضـعـفـهاـ الشـدـيدـ فـيـ التـأـثـيرـ عـلـىـ الدـولـرـ وـالـذـيـ يـرـجـعـ إـلـىـ مـاـ يـعـرـفـ بـبـقاءـ الـأـثـرـ بـعـدـ زـوـالـ الـأـسـبـابـ (Hysteresis)ـ إـذـ تـسـتـمـرـ مـعـدـلـاتـ الدـولـرـ بـالـإـرـتـقـاعـ بـالـرـغـمـ مـنـ انـخـفـاضـ مـسـتوـبـاتـ التـضـخمـ.ـ وـيـؤـيـدـ (Uzun, 2005)ـ وـجـهـةـ الـنـظرـ الـتـقـلـيدـيـةـ الـقـائـلـةـ بـاـنـ ظـاهـرـةـ الدـولـرـ هـيـ أـكـثـرـ اـحـتمـالـاـ لـلـظـهـورـ فـيـ الـبـلـادـ الـتـيـ تـعـانـيـ مـنـ اـرـتـقـاعـ وـتـقـلـبـ مـعـدـلـاتـ التـضـخمـ كـاسـتـجـابـةـ عـقـلـانـيـةـ مـنـ قـبـلـ الـوـحدـاتـ الـاـقـتـصـادـيـةـ لـضـعـفـ سـيـاسـاتـهاـ الـنـقـدـيـةـ وـفـقـدانـ جـزـءـ كـبـيرـ مـنـ ثـقـتهاـ بـالـعـلـمـةـ الـمـلـحـيـةـ،ـ الـأـمـرـ الـذـيـ يـدـفـعـهاـ إـلـىـ تـحـوـيلـ الـقـدـرـ الـأـكـبـرـ مـنـ وـدـائـهاـ وـقـرـوـضـهاـ إـلـىـ الـعـلـمـةـ الـأـجـنبـيـةـ،ـ كـماـ أـنـ تـبـنـيـ سـيـاسـةـ اـسـتـهـادـفـ التـضـخمـ وـتـقـويـةـ الـبـيـئةـ الـمـؤـسـسـاتـيـةـ قـدـ

يسهم في تخفيض معدلاتها. وتوصل (Ivanov, et al., 2011) إلى أن التقلبات في معدلات التضخم تمارس تأثيراً مماثلاً في كل من دولرة القروض ودولرة الائتمان في كرواتيا. وتدعم دراسة (Kessy, 2011) الرأي القائل بأن الاقتصادات المدولرة عادةً ما تتمتع بمستويات منخفضة من التضخم، فضلاً عن تدني إمكانية تقليلها، وهو ما جاء متناسقاً 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 انخفاضاً في معدلات التضخم ومعدلات تقليلها. وفي هذا الاتجاه تؤكد عدد من الدراسات منها دراسات (Edwards and Magendzo, 2001)، على أن الاقتصادات المدولرة تمتلك معدلات من التضخم أكثر انخفاضاً مقارنة بالبلدان غير المدولرة.

أما دراسة (Reinhart, Rogoff and Savastano, 2003) فقد أكدت على أن معدل التضخم يكون عادةً أعلى قيمة وأكثر تقلباً 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 التجربى 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 مماثلة بين عدم استقرارية التضخم ودولرة الودائع في أمريكا اللاتينية.

### ثالثاً-المنهج والأنموذج المستخدم

بناءً على ما نقدم، واستناداً إلى الطر宦ات النظرية والتجربيّة المؤيدة بدراسات العديد من الاقتصاديين، والإثبات فرضيات البحث الأساسية، وبهدف صياغة تشخيص كمي لطبيعة العلاقة التي تربط بين معدلات التضخم وتقلباتها وظاهره الدولرة المالية اعتمدت بيانات جمهورية مصر العربية لتلك المتغيرات وللمدة (1994-2016) وبالرجوع إلى التقارير السنوية الصادر عن البنك المركزي المصري.

#### أ. متغيرات الأنماذج

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

يطرح الأدب الاقتصادي والمالي عدة مقاييس للتعبير عن الدولرة انطلاقاً من تعدد مفاهيمها وتبين مكوناتها وانطلاقاً من أطر وسياسات المؤشرات النقدية والمالية<sup>٢</sup>، إلا أنه ونظراً لوجود بعض

٢. استخدمت عدة مقاييس للتعبير عن الدولرة وهي :

أ. مؤشر الدولرة لصندوق النقد الدولي (IMFFD)

حيث إن

وبالتالي فإن :

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

$UDI = (FCC + FCD) / EBM$

إذ  $EBM$  : عرض النقود بمعناه الواسع الفعال الذي يتضمن ( $EBM = BM + FCC$ ) ،  $BM$  : عرض النقود بمعناه الواسع . وعليه فإن :  $EBC = LCC + LDD + LTD + FCD$  . حيث تمثل  $LCC$  : العملة المحلية في التداول. وبالتالي فإن 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 الازمة لذلك وصعوبة تقديرها بدقة، ولكونه المقاييس 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:

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

$$QM = LTD + FCD$$

حيث تمثل QM : أشباه النقود

وبالتالي فان:

$$FD \text{ (or AS)} = FCD / (LDD + LTD + FCD)$$

حيث أن : FCD : الوداع بالعملة الأجنبية لدى البنوك المحلية، LTD : الوداع تحت الطلب بالعملة المحلية لدى البنوك المحلية، LTD : الوداع الزمنية والإدارية بالعملة المحلية لدى البنوك المحلية.

#### ب. المتغيرات المستقلة (التوضيحية)

لتوضيح علاقة التضخم بالدولرة تجربيا 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 الحقيقة (Us and Metin Ozcan, 2007).

#### ج. منهجية تقدير الأنماذج.

بهدف الوصول إلى نتائج أكثر دقة وواقعية 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 للجولات الزمنية الموزعة (ARDL) (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).

$$TDI \text{ (or CSI)} = FCC / (FCC + LCC) , \quad TDI_N \text{ (or CSI}_N\text{)} = FCC / (ENM)$$

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

$$TDI_N \text{ (or CSI}_N\text{)} = FCC / (LCC + LDD + FCC)$$

وبالتالي فان :

د. مؤشر مصداقية الجهاز المصرفـي (BCI) . (Zoryan,2005) BCI = (LDD+FCD+LTD) / (LCC+FCC) 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، فضلاً عن ذلك فإن منهجية ARDL تعتمد على خاصية Schwarz Bayesian Criteria (SBC) والتي تستخدم لتحديد الحد الأمثل من الابطاءات الزمنية (Optimal Lag Length) كما تعمل منهجية ARDL على إزالة المشاكل المتعلقة بالارتباط الذاتي، وبالتالي فهي تعطي نتائج تتبع بالكفاءة وعدم التحيز، علاوة على ذلك إعطاءها نتيجة لتصحيح الخطأ (ECM) (Error Correction Model) والتي تقيس قدرة الأنماذج في العودة إلى التوازن بعد حدوث أي اضطراب أو خلل نتيجة لأمر طاري (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  $\varepsilon_{1i}$  = حد الخطأ العشوائي.

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

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) بعد تتحقق من عدم التكامل المشترك بين المتغيرات للكشف عن العلاقة التوازنية بين المتغيرات على المدى الطويل.

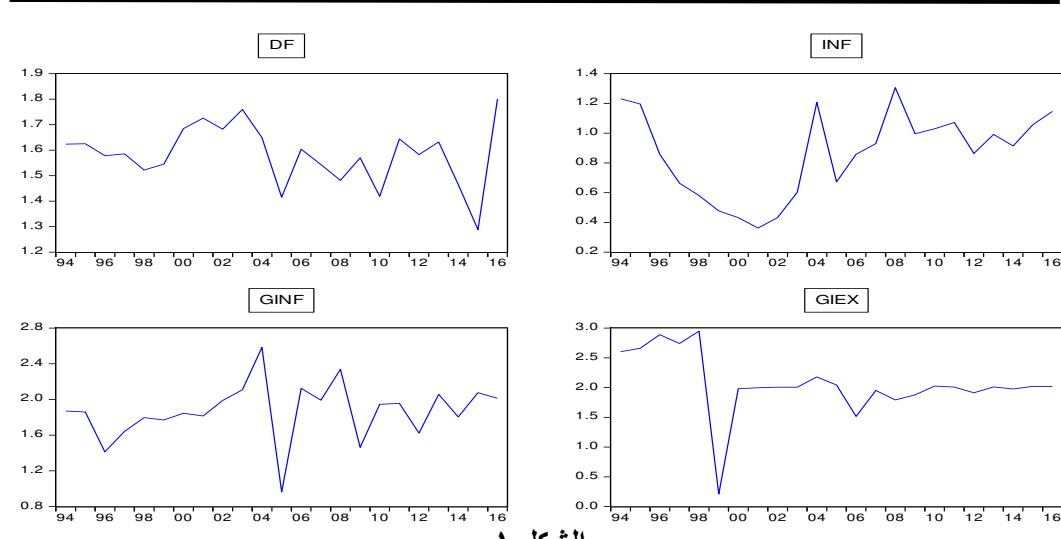
من جانب آخر، يمكن توصيف العلاقة الديناميكية في الأجل القصير في أنموذج ARDL من خلال اشتراكه في خصائص تصحيح الخطأ (Error Correction Model) وكما يأتي:

$$\Delta(FD) = \gamma_0 + \sum_{i=1}^p \gamma_1 \Delta(FD)_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_2 \Delta(INF)_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_3 \Delta(GINF)_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_4 \Delta(GIEX)_{t-1} + \delta_1(ECT)_{t-1} \varepsilon_{1i}$$

حيث  $ECT$  : حد تصحيح الخطأ.  $\delta_1$  : سرعة التصحيح.  $\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4$ : معاملات المعادلة قصيرة المدى، وهي تعكس المعاملات المرتبطة بحركة أنموذج التقارب الزمني.

#### رابعاً- تقييم النموذج وتحليل النتائج

عكست الرسوم البيانية التي أدرجت في الشكل ١ الناتجة عن إسقاط بيانات السلسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ( $FD$  ،  $(GINF)$  ،  $(GIEX)$  ،  $(INF)$ ) وبقيمهم اللوغارitmية، واختبار جذر.



الشكل ١

### الرسوم البيانية لبيانات السلسلات الزمنية لمتغيرات الدراسة

- الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews (9) الوحدة لـ (PP) (Phelli-Perron 1988) الموضحة نتائجه في الجدول ١ عدم استقرارية السلسلات الزمنية عند المستوى ولجميع متغيرات الدراسة. وبأخذ الفروق الأولى لتلك المتغيرات غير المستقرة وإجراء اختبار جذر الوحدة لـ (PP) (Phillip Perron 1988) عليها أصبحت نتائج القيم المحسوبة لـ (pp) ذات معنوية إحصائية وبالصيغة الثلاث (None, Intercept and Intercept) (None, Intercept and Intercept) إذ لم تتجاوز قيمة الـ Prob. لها قيمة الـ 0.05 ، مما يدل على أن بيانات السلسلة الزمنية لتلك المتغيرات مستقرة عند فروقها الأولى.

### الجدول ١

#### نتائج اختبار Phillips-Perron (pp) لبيانات السلسلة 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 السلسلة الزمنية لمتغيرات الأنموذج تم اعتماد اختبار فيليبس- بيرون (pp) كديل عن اختباري ديكى- فولر (DF) وديكى- فولر الموسع (ADF)، كونه ينبع علىهما باستناده على تصحيح الارتباط الذاتي في بواقي معادلة اختبار جذر الوحدة بطريقة مختلفة عن اختبار (DF)، 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).

ونظراً لعدم تجاوز عدم استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الانموذج حاجز الفرق الثاني وبقائها ضمن حدود الفرق الأول، لذا فإن تلك السلاسل الزمنية مستوفية لشروط اختبار التكامل المشتركة بين متغيرات الانموذج باستخدام منهجة 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 والدولارة تم التوصل إلى نتائج اختبار التكامل المشتركة وفقاً لأنموذج (ALRD) للعلاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج وكما ثبت في الجدول ٢، والتي تؤكد وجود علاقة تكامل مشتركة 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
		%٢٥	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 (GINF)، (INF)، (FD) إلى (GIEX).

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 المشتركة وفقاً 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				
<b>Cointegrating Form</b>				
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 )				
<b>Long Run Coefficients</b>				
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).

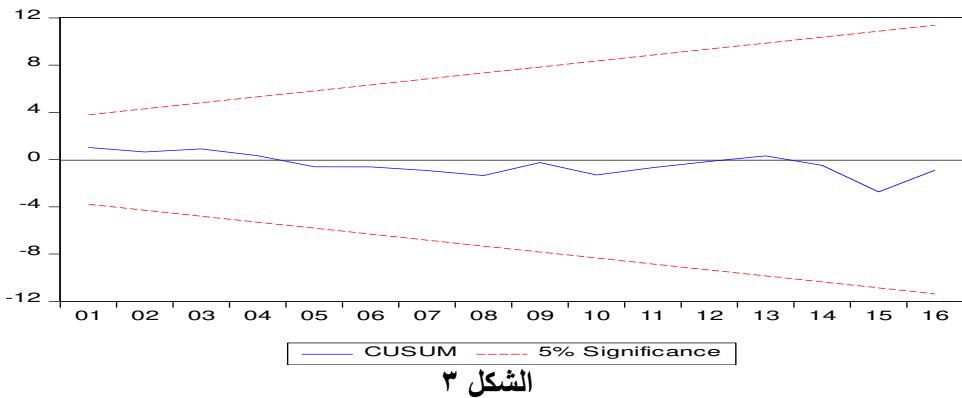
وللتتأكد من خلو الأنماذج من مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، تم اعتماد اختبار Serial Correlation LM Test الذي أدرجت نتائجه في الجدول ٤، والذي أكدت افتقار الأنماذج لمشكلة الارتباط الذاتي، إذ تجاوزت احتمالية F-Statistic قيمة  $\alpha = 0.05$ .

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



**نتائج اختبار CUSUM لاستقرارية النموذج**

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

في الشكل ٣، يتبيّن ومن خلال وقوع الشكل البياني لاختبار CUSUM داخل الحدود الحرجة عند مستوى 5%， تمتّع المعاملات المقدرة طويلاً الأجل للأنموذج بالاستقرار والانسجام مع المعلومات قصيرة الأجل، وهي بذلك تكون مناسبة للتحليل.

لقد جاءت النتائج السابقة لتبيّن ما يأتي:

- وفقاً لنتائج التقدير طويلة الأجل فإن معدل التضخم (INF) قد نجح في إثبات تأثيره في معدل الدولرة في جمهورية مصر العربية وبمعامل قدره (-0.207648)، إلا أن تأثيره هذا قد جاء سلبياً مناقضاً للأطر النظرية والدراسات التجريبية التي أكدت أن ارتفاع معدلات التضخم تسهم في رفع معدلات الدولرة (معدلات نمو الدولرة)، لكنه من جانب آخر جاء متوافقاً 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 لوقوع تحت تأثير ما يعرف ببقاء الآثر بعد زوال الأسباب (Hysteresis)، فمعدلات الدولرة ربما تفقد أو تنخفض 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 انخفاضاً في مستويات الدولرة، فالعديد من الدول ذات الاقتصاديات المدولرة (خاصة دول أمريكا اللاتينية) والتي حققت نجاحات مقبولة في معالجة التضخم لم يتبعها، وكما ويؤكد (Reinhart, et al. 2003) 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 -0.1428%， مما يعني أن ما يقارب -٥٦% من التغيرات الحاصلة في معدلات الدولرة تعود إلى متغيرات لم يتضمنها الأنماذج. كما أن عامل التوقعات الذي يميل باتجاه انخفاض التضخم وارتفاع أسعار الصرف في المستقبل قد يدفع معدلات الدولرة باتجاه التأثير العكسي بمعدلات التضخم، فكما يشير (Ize and Levy-Yeyati, 2003) فإن عدم انخفاض مستويات الدولرة في دول أمريكا اللاتينية بالرغم من انخفاض معدلات

- التضخم ربما يعود إلى أن التقلبات المتوقعة باتجاه انخفاض أسعار الصرف الحقيقة نسبة إلى تقلبات معدلات التضخم هي التي تحدد معدلات الدولرة.
- نجحت التقلبات في معدلات التضخم (GINF) ووفقاً لنتائج التقدير طويلة الأجل في إثبات تأثيره في معدل الدولرة في جمهورية مصر العربية وبمعامل قدره (0.248067)، وبإشاره 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  $\alpha$  Prob. أن تصل أو تنخفض عن مستوى 0.05، الأمر الذي يعكس ضعف أو انتقاء قابلية تحليل المحفوظة 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<sub>-1</sub>) الذي حق 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 (4.186930) معنوية الأنماذج كل، حيث انخفضت قيمة Prob.(F-statistic) عن 0.05 باللغة ما قيمته (0.012668).

#### خامساً. الخاتمة

شكلت دراسة العلاقة بين التضخم ومعدلات الدولرة الهدف الرئيس الذي سعى البحث إلى تحقيقه، مستخدماً جمهورية مصر العربية وللفترة (1994-2016) أنموجا لإثبات ذلك، متوصلاً 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 إيجابي معنوي لـ (GINF) 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 الأنماذج) قد عملت كقوى مؤثرة وبصورة فعالة في معدلات الدولرة بحيث ألغى التأثير الطبيعي لمعدلات التضخم وحولته إلى الاتجاه المعاكس. كما يمكن الإفصاح عن أن اتجاه الإفراد نحو الاحتياط بالموجودات المالية بصيغة عملة أجنبية يرتبط بمتغيرهم للتقلبات الحاصلة في مستويات التضخم كونها هي التي تحدد مقدار الأرباح والخسائر التي يمكن التعرض لها عند الاحتياط بذلك الموجودات. علاوة على ما تقدم، فإن ضعف الأسواق المالية المصرية يمكن أن يكون قد أضعف وألغى من تأثير الفرق بين تقلبات التضخم وتقلبات أسعار الصرف. الأمر الذي يتطلب أولاً توسيع دراسة جميع العوامل والمتغيرات الاقتصادية وغير الاقتصادية المؤثرة في معدلات الدولرة للوقوف على طبيعة تأثيرها، بعد التعمق بشكل أكبر في طبيعة الاقتصاد المصري وفترات أكثر طولاً، لكي يتسعى لمتخذي القرار اتخاذ الإجراءات الكفيلة بتقليل حجم الدولرة والعودة إلى الاحتياط واستخدام العملة المحلية كعملة تقوم بآداء ما أنيط بها من وظائف وبشكل كفؤ وفعال. كما أن 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 الدولارة.

#### 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 Substitution, 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* . 4<sup>th</sup> 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. Kildsgaard, 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 41<sup>st</sup> 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](http://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.