

## مجلة بحوث الأعمال

<https://abs.journals.ekb.eg>

المعهد العالى للإدارة وتكنولوجيا المعلومات

بكفر الشيخ

العدد: الثاني

المجلد: الثاني

يوليو ٢٠٢٥

# أثر الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر خلال الفترة (١٩٩٥ - ٢٠٢٤)

د. نسرین فايز أحمد بدوي

مدرس الاقتصاد بالمعهد العالي للحاسب الآلي

كينج مريوط الاسكندريه

## مستخلص الدراسة:

اتجه معظم المستثمرين في عديد من دول العالم إلى تحقيق الربح السريع من خلال الاستثمار قصير الأجل (الأموال الساخنة) في الدول التي ترفع فيها معدلات الفائدة، وأيضاً تتخفف قيمة عملتها بالمقارنة بالدولار الأمريكي للاستفادة من فروق أسعار الفائدة. وعند قيامهم بالسحب المفاجئ لأموالهم تحت أي ظروف سياسية أو أوبئة. مما يؤثر سلبياً على الدول المستقبلية للأموال الساخنة، ويرفع عجز ميزان مدفوعاتها، ويعرقل عمل سياسة سعر الصرف الأجنبي فيها. ولعل دولة مصر من أبرز تلك الدول التي تستقبل الأموال الساخنة وتستخدمها في تمويل مشروعاتها. وعليه اهتم عديد من الدراسات بتحليل الأموال الساخنة وعلاقتها بالنمو الاقتصادي. وبالرغم من ذلك لم يكن هناك عدداً كافياً من الاهتمام بدراسة تأثير الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. ومن أجل ذلك تأتي هذه الدراسة لدراسة أثر الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر من خلال تحليل فرضية الدراسة وهي: "تؤدي الأموال الساخنة إلى تقليل فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر". ولذلك استعانت الدراسة ببعض الدراسات التي تناولت الأموال الساخنة وسياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر لتحليل العلاقة بينهما .

وتم اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة باستخدام بيانات سلسلة زمنية تضم ٣٠ مشاهدة خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠٢٤) باستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية. OLS وقد أشارت النتائج إلى التأثير المعنوي للعلاقة السلبية بين الأموال الساخنة وفعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. وبذلك توصلت الدراسة إلى أن الأموال الساخنة تعمل على تقليل فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، وأوصت الدراسة بضرورة اتخاذ تدابير لتقنين دخول وخروج الأموال الساخنة في مصر حتى لا تؤثر بالسلب على السياسات الاقتصادية لها وخاصة سياسة سعر الصرف الأجنبي.

**الكلمات المفتاحية:** الأموال الساخنة، الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ميزان المدفوعات، سياسات سعر الصرف الأجنبي.

## Abstract

Most investors in many countries around the world have turned to making quick profits through short-term investments (hot money) in countries with rising interest rates and depreciating currencies relative to the US dollar to capitalize on spreads. When investors suddenly withdraw their funds under political circumstances or epidemics, this negatively impacts the countries receiving the hot money, widening their balance of payments deficits and hampering their exchange rate policies. Egypt is perhaps the most prominent country receiving hot money and using it to finance its projects. Accordingly, numerous studies have focused on analyzing hot money and its relationship to economic growth. However, there has been insufficient research on the impact of hot money on the effectiveness of exchange rate policy in Egypt. To this end, this study examines the impact of hot money on the effectiveness of exchange rate policy in Egypt by analyzing the study's hypothesis: "Hot money reduces the effectiveness of exchange rate policy in Egypt." The study therefore drew on studies that addressed hot money and exchange rate policy in Egypt to analyze the relationship between them.

The relationship between the study variables was tested using time series data comprising 30 observations spanning the period 1995-2024 using an ordinary least squares (OLS) linear regression model. The results indicated a significant negative relationship between hot money and the effectiveness of exchange rate policy in Egypt. The study concluded that hot money reduces the effectiveness of exchange rate policy in Egypt, and accordingly, the study presented several recommendations.

**Key Words:** Hot money, Foreign Indirect Investment (FII), Balance of payments (Bop), Exchange rate policies.

## المقدمة

تعاني عديد من دول العالم من اتساع انتشار الأموال الساخنة فيها نتيجة الظروف الاقتصادية التي تمر بها، وكذلك اتجاه معظمهم إلى استخدامها في تمويل مشروعات تنموية أساسية. وعند خروجها السريع من الأسواق يعمل على زيادة عجز ميزان المدفوعات، الأمر الذي يزيد العبء على حكومتها والأجيال القادمة، ويعرقل عمل سياسة سعر الصرف الأجنبي فيها، ويُقلل فعاليتها. ولعل مصر من أبرز الدول التي يرتفع تدفق الأموال الساخنة فيها، الذي لها آثاراً سلبية على اقتصادها، هذا بالرغم من اتباعها سياسات اقتصادية للحد منها. ولكن في ظل التطور السريع لجميع اقتصادات العالم رقمياً، فكان على مصر أن تتبّع عدة إجراءات وسياسات تساعد على التحكم في تأثير خروج الأموال الساخنة حتى يمكنها اتخاذ سياسة سعر صرف أجنبي فعالة.

وعليه، تتلخص مشكلة الدراسة: في معاناة عديد من دول العالم وخاصة مصر من انتشار الأموال الساخنة فيها. وكان عليها تقنين انتشاره حتى يمكنها الحفاظ على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي فيها. بسبب أن الخروج المفاجئ لتلك الأموال يعمل على زيادة عجز ميزان المدفوعات في مصر ويعرقل عمل الحكومة في حل المشكلات الاقتصادية باستخدام سياسة سعر الصرف الأجنبي فيها. ووفقاً لما تقدم يتضح أن الأموال الساخنة تُقلل فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. وبالتالي يمكن صياغة مشكلة الدراسة في تساؤل رئيس قوامه: "إلى أي مدى تؤثر الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠٢٤)؟".

وتكمن أهمية الدراسة، في أنه بالرغم من تعدد الدراسات التي تناولت الأموال الساخنة، وتلك التي تناولت سياسات سعر الصرف الأجنبي في مصر، إلا أن هناك ندرة في الدراسات التي تناولت تأثير الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. حيث إن زيادة تدفق الأموال الساخنة تعرقل عمل سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. وبالتالي تبرز أهمية هذا الدراسة في تقديمها إسهاماً لبحث وتحليل الأموال الساخنة، وإظهار الظروف التي تساعد على زيادة تدفقه في مصر، ومدى مساهمته في تقليل فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي فيها. وعليه ستقوم الدراسة بمساعدة السلطات في مصر لاتخاذ السياسات اللازمة لتحجيم تدفق الأموال الساخنة وفقاً لظروفها.

ويتمثل الهدف الرئيس للدراسة في التحقق من مدى مساهمة الأموال الساخنة في التقليل من فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠٢٤). وعليه يمكن توضيح هذا الهدف تفصيلاً عن طريق:

- استعراض مفهوم الأموال الساخنة وتطورها في مصر.
  - تحديد العوامل المؤثرة على سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر.
  - قياس أثر الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر.
- تعتمد منهجية هذه الدراسة على المنهج الاستنباطي في توضيح العلاقة بين الأموال الساخنة وفعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. وذلك من خلال تحليل الدراسات التي تناولت القضايا المتعلقة بالأموال الساخنة، وسياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. وتقوم الدراسة باختبار تأثير الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر لبيان العلاقة بينهما، وذلك باستخدام بيانات سلسلة زمنية تضم ٣٠ مشاهدة خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠٢٤). ولتحقيق أهداف الدراسة، فإنها تسعى لاختبار الفرضية التالية: "تؤدي الأموال الساخنة إلى تخفيض فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر".

وتُقسم الدراسة إلى خمسة أقسام بخلاف المقدمة والنتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية، يتناول أولها: الأدب الاقتصادي التطبيقي لأثر الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي، ويختص ثانيها: بدراسة الإطار النظري للأموال الساخنة من حيث مفهوم الأموال الساخنة، وخصائصها؛ أهدافها؛ وآلية عملها؛ ومزاياها وعيوبها. ويوضح ثالثها: مفهوم سعر الصرف الأجنبي، وأنواعه، وأنظمتها المختلفة، ومحدداته، وتطور سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. ويبين رابعها: دور الأموال الساخنة في تخفيض فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، ويتناول خامسها: نموذج قياسي لتقدير العلاقة بين الأموال الساخنة وفعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر.

## ٢- الأدب الاقتصادي التطبيقي لأثر الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي:

تزايد تدفق الأموال الساخنة إلى معظم دول العالم وأبرزها مصر وخاصةً في العقد الأخير، وقد اعتمدت مصر على تلك التدفقات قصيرة الأجل لتحقيق التنمية الاقتصادية.

وبالرغم من ذلك تتدور الأدبيات التي حاولت مراقبة علاقة الأموال الساخنة بفعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي، لكشف مدى تأثير الأموال الساخنة على سعر الصرف الأجنبي. فركزت معظمها على علاقة الأموال الساخنة والمتغيرات الاقتصادية الكلية معتمدين على أنه يؤثر عليها في مصر.

فاستهدفت دراسة السقا (1999) إلى تحليل المحددات الاقتصادية الكلية لعملية هروب رؤوس الأموال الساخنة من دولة الكويت. ومن أجل التأكد من ذلك قامت بتقدير حجم رؤوس الأموال الهاربة من دولة الكويت باستخدام مقاييس الهروب التي تقوم على أساس تدفق الأموال الساخنة إلى الخارج. وقد قدرت نموذج اقتصادي مكون من معادلة واحدة يحتوي على المحددات الاقتصادية الكلية لهروب رؤوس الأموال الساخنة. وتوصلت الدراسة إلى أن العوامل المسؤولة عن هروب رؤوس الأموال الساخنة من دولة الكويت هي: الكبح المالي (المتمثل في عدم تماشي معدلات الفائدة المحلية مع معدلات الفائدة في الخارج)؛ وفروق معدلات التضخم بين الداخل والخارج؛ وانحراف معدل صرف الدينار الكويتي عن معدله التوازني في الأجل الطويل؛ وارتفاع درجة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي؛ ومستويات التهريب في فترات زمنية سابقة.

وقدمت دراسة McKinnon & Liu (2013) تحليلاً عن تدفقات الأموال الساخنة، ودورات أسعار السلع الأساسية، والكبح المالي في الولايات المتحدة وجمهورية الصين الشعبية. وأوضحت عواقب أسعار الفائدة الأمريكية القريبة من الصفر التي في ظلها تتعطل سياسة صرف الدولار، وإغراق الأسواق الناشئة ذات أسعار الفائدة المرتفعة بتدفقات "الأموال الساخنة". وأقرت الدراسة أن البنوك المركزية تتدخل في الأسواق الناشئة لمنع عمالتها من الارتفاع الحاد نتيجة زيادة الأموال الساخنة. ولكن قد تفقد السيطرة النقدية وتبدأ في التضخم، وخاصة بالنسبة لأسعار السلع الأساسية في جميع أنحاء العالم ما لم تقطعها أزمة مصرفية دولية. وتوصلت الدراسة إلى أن سياسة سعر الفائدة الصفري قد تقشل في تحفيز الاقتصاد الأمريكي حيث يتم كبح الوساطة المالية المحلية من قبل البنوك وصناديق الاستثمار المشتركة في سوق المال. كذلك توصلت إلى أن جمهورية الصين الشعبية مجبرة على إبقاء أسعار فائدها أقل من مستويات المقاصة السوقية، فإنها تعاني أيضاً من "الكبح المالي"، وإن كان بشكل مختلف عن ذلك الموجود في الولايات المتحدة.

وقامت دراسة (Chari & Kehoe (2003 بتحليل الأموال الساخنة وخاصة بالنسبة للأسواق الناشئة، فقدمت عرضاً لعلاقة الأزمات المالية بأساسيات الاقتصاد الكلي، التي عادةً ما تكون ضعيفة بالنسبة لتلك الدول. وعليه بنت الدراسة نموذجاً بسيطاً عن الاحتكاكات المعلوماتية بالأسواق المالية في الدول الناشئة فيما يتعلق بمشكلات تدفق الأموال الساخنة على تعثر سداد ديونها التقليدية. وقد أظهرت أن السبب الرئيسي للأزمات المالية في هذه الدول هو ضعف أساسيات الاقتصاد الكلي نتيجة تدفق الأموال الساخنة، وقد أوصت بضرورة الإكثار من الدراسات التي تتناول تلك العلاقة. وقدمت دراسة صالح (٢٠٢٤) تحليلاً وصفيًا حول الأموال الساخنة ودورها في الاقتصاد المصري خلال الأزمات المالية عام ٢٠٢٤. فعرضت مفهومها، وخلفيات هذه الأزمات في مصر. وقد أوضحت أنها تحتاج إلى الإبقاء على اجتذاب الأموال الساخنة باستخدام أحد آداتين هما: إما مزيد من التخفيض المدار في قيمة الجنيه المصري؛ ورفع معدلات الفائدة لمستويات قياسية جديدة. وقد أوصت الدراسة بضرورة أخذ أدوات للتحوط بالسماح بالخروج المدار للأموال الساخنة منها من خلال توافر تدفقات استثمارية حقيقية بعملات أجنبية كمشروع "رأس الحكمة" على سبيل المثال.

وأوضحت دراسة سالم (2024) تحليلاً عن تأثير تقلبات سعر الصرف الأجنبي على تقلبات أسعار الأسهم، وبالاستعانة بمتغيري معدل الفائدة والتضخم كمتغيرات تفسيرية، وبتطبيق نموذج (ARDL Lag Distributed Autoregressive)، أشارت النتائج إلى معنوية سعر الفائدة في الأجل القصير، وعدم معنوية المتغيرات المدروسة في الأجل الطويل في المملكة المتحدة، بينما في كندا كانت المعنوية لمتغيري التضخم والفائدة في الأجل القصير. أما على مستوى الدول النامية، فقد أشارت نتائج الدراسة إلى عدم معنوية سعري الفائدة والصرف الأجنبي في نيجيريا في الأجل القصير. أما في مصر فكان متغيري التضخم وسعري الفائدة والصرف الأجنبي معنويين في الأجل القصير، بينما في الأجل الطويل تبين معنوية كلاً من التضخم وسعر الصرف الأجنبي. كما تبين أن أحداث يناير ٢٠١١ كان لها تأثير سلبي على أداء سوق الأسهم المصري، بينما كان لمتغير الإصلاح الاقتصادي تأثير إيجابي والعكس أثناء انتشار جائحة كورونا في مصر.

وبينت دراسة Sabry (2017) تحليلاً لأثر تحرير الجنيه المصري على الأسعار المحلية وبعض المتغيرات الأخرى (١٩٩٠-٢٠١٦). وقد أقرت بخضوع مصر لأنظمة

سعر صرف متنوعة خلال فترة الدراسة، حيث طبقت نظام سعر الصرف المرن منذ عام ٢٠٠٣. وأبرزت الهدف من تحول مصر إلى نظام سعر الصرف المرن وهو جذب تدفقات رأس المال وتمكين الاقتصاد من امتصاص الصدمات الخارجية الحقيقية وتحفيز الصادرات. وأشارت الدراسة إلى أنه بالرغم من ذلك شهدت مصر، معدلات تضخم مرتفعة منذ تحرير الجنيه المصري، وارتفاعاً في قيمة الدين، وعدم زيادة في الصادرات. وقد قامت الدراسة ببناء نموذج قياسي عن تأثير تغيرات سعر الصرف الأجنبي على التضخم في مصر خلال الفترة من يناير ٢٠٠٣ إلى ديسمبر ٢٠١٥، منذ أول تحرير للجنيه المصري. وقد أوضحت نتائج هذه الدراسة وجود تأثيراً كبيراً لتحركات سعر الصرف الأجنبي على مستوى الأسعار. بوجود علاقة إيجابية مستقرة ذات دلالة إحصائية بين سعر الصرف الأجنبي والتضخم خلال فترة البحث، وذلك نظراً لحرص السلطات المصرية على استقرار سعر الصرف الأجنبي والتضخم. وبذلك حققت الدراسة فرضيتها: "سعر الصرف الأجنبي تأثير إيجابي على الأسعار المحلية". واتضح من هذه الدراسة أن لسعر الصرف الأجنبي تأثيراً إيجابياً على الأسعار المحلية. في تحليل الانحدار، وبلغت قيمة ( $R^2 = 95\%$ )، مما يدل على ملاءمة نموذج البحث، وأن لسعر الصرف الأجنبي تأثيراً بنسبة ٥٦.٣٪ على الأسعار المحلية. وفي نموذج تحليل التباين (ANOVA)، تكون قيمة P دالة إحصائياً لأن  $0.0002 > 0.0005$ . ونستنتج من الدراسة أن هناك بعض الخاسرين المحتملين من تحرير الجنيه المصري: الشركات ذات الالتزامات الدولارية، وأصحاب الدخل الثابت، وخاصة موظفي الخدمة المدنية والمتقاعدين.

وعرضت دراسة العلا (٢٠١٠) الدور الاقتصادي لتدفقات رؤوس الأموال الدولية في دول شرق آسيا، وذلك من خلال طرح إشكالية ما هي الأسباب الرئيسية لتدفقات رؤوس الأموال الدولية وما أثرها الاقتصادي على الدول الناشئة. فتناول أنواع هذه التدفقات سواء طويلة الأجل، وقصيرة الأجل. كما عرضت الدراسة الآثار الاقتصادية لتدفقات رؤوس الأموال الدولية، ومخاطر هروبها، وخاصة في دول شرق آسيا مثل الأزمة الآسيوية عام ١٩٩٧. وقد أرجعت الدراسة ذلك إلى عوامل داخلية (عوامل جذب) والتي يترتب عليه تغيرات هيكلية طويلة الأجل. كما عرضت الدراسة الآثار الاقتصادية الإيجابية والسلبية لتدفقات رؤوس الأموال الدولية، وخاصة لدول شرق آسيا (الدول الناشئة). وقد أثبتت تجارب هذه الدول أن هذه التدفقات أدت إلى حدوث أزمات مالية وخاصة للدول النامية

كما حدث في المكسيك عام ١٩٩٤، ودول جنوب شرق آسيا ١٩٩٧، البرازيل وروسيا ١٩٩٩، .... وغيرهم. وأوضحت أن التدفقات الدولية لرؤوس الأموال تؤثر سلبياً على فعالية الاقتصاد المحلي للدول النامية. وأشارت الدراسة أنه لم تثبت الدراسات العلاقة الإيجابية بين تدفقات رؤوس الأموال والنمو الاقتصادي في الدول النامية الناشئة.

وهدفت دراسة أبو ضيف (٢٠٢١) إلى تحليل مكونات ومحددات سعر الصرف الأجنبي في مصر وتوضيح انعكاساتها على التنمية الاقتصادية. وقد استخدمت الدراسة لقياس تأثير هذه المحددات في مصر نموذجاً مزدوجاً يتم في الجزء الأول منه تقييم محددات سعر الصرف الأجنبي وتأثيراتها على سعر الصرف الأجنبي في مصر، ثم يتناول الجزء الثاني دراسة العلاقة بين سعر الصرف الأجنبي والتنمية الاقتصادية (مقاسه بالنتائج المحلي الاجمالي) في مصر من خلال استخدام أسلوب جوهانسون للتكامل المشترك وباستخدام بيانات السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج لفترة حوالي ٤٧ عاماً والتي تبدأ منذ ١٩٧١ وحتى عام ٢٠١٨. وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج فبالنسبة لنموذج سعر الصرف الأجنبي أن هناك عكسية بين التضخم وسعر الصرف الأجنبي، وهناك علاقة طردية بين سعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي. أما بالنسبة لنموذج التنمية الاقتصادية فهناك علاقة طردية بين الواردات السلعية ومعدل النمو الاقتصادي، وعلاقة عكسية بين سعر الصرف الأجنبي ومعدل النمو الاقتصادي.

وفيما يتعلق بفعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي فقامت دراسة لوزارة التخطيط العراقية (٢٠٢٢) بقياس فاعلية سياسة سعر الصرف الأجنبي على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في العراق. ومن أجل ذلك قدمت تحليلاً لسعر الصرف الأجنبي من حيث مفهومه، وأنواعه، أهدافه. كما درست كيفية تحديد أسعار الصرف والعوامل المؤثرة فيها وخصائصها. وكذلك تعرضت الدراسة إلى تقلبات سعر الصرف الأجنبي، وواقعه في العراق خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠٢١). وقد قامت برصد مسار المتغيرات الاقتصادية الكلية لتحليل الهيكل الاقتصادي القائم في العراق. واختبرت الدراسة علاقة سعر الصرف الأجنبي كمتغير تابع، ومجموعة من المتغيرات المستقلة المؤثرة عليه (عرض النقود بالمفهوم الواسع؛ وعجز الموازنة العامة للدولة) باستخدام نموذج قياسي. وقد توصلت الدراسة إلى أن الاحتفاظ بسياسة سعر الصرف الثابت قائمة لها آثاراً سلبية على العوائد المالية بسبب تفاوت عرض النقود وزيادة الإنفاق العام، مما ينعكس على زيادة الطلب

الكلي، بالتزامن مع انخفاض العرض الكلي، وهذا يؤدي إلى زيادة الاستيراد من العالم الخارجي. وهذا بدوره يستدعي لتعديل سياسة سعر الصرف الدينار العراقي. كما استعرضت دراسة سالم (٢٠٢٤) تأثير تقلبات سعر الصرف على تقلبات أسعار الأسهم، وقدمت نموذجاً قياسيياً (ADPL) قد استعانت فيه بمتغيري معدل الفائدة والتضخم كمتغيرات تفسيرية. وقد أشارت نتائج النموذج القياسي إلى معنوية سعر الفائدة في الأجل القصير، وعدم معنوية المتغيرات كلها في الأجل الطويل في المملكة المتحدة، بينما في كندا كانت المعنوية لمتغيري التضخم والفائدة في الأجل القصير. كما توصلت إلى عدم معنوية المتغيرات في الأجل القصير على مستوى الدول النامية، بينما في الأجل الطويل بينت الدراسة معنوية كلا من سعري الفائدة والصرف الأجنبي. أما في مصر أثبتت معنوية التضخم، وسعري الفائدة والصرف الأجنبي في الأجل القصير. أما في الأجل الطويل فإن التضخم وسعر الصرف الأجنبي معنويين. الأجنبي

ويتضح مما سبق، أن الأدبيات السابقة التي تم عرضها قدمت تحليلاً للأموال الساخنة، ومؤشراته. كما أن هناك عديد منها اختبرت علاقة الأموال الساخنة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، ولكن بالتطبيق على دول مختلفة، فأوضحت دراسة السقا (١٩٩١) هذه العلاقة في الكويت، وأخرى في دولة مصر. وقدمت بعض الأدبيات اتجاهات التأثير بين التضخم والفائدة والأموال الساخنة في دولة مصر، ودول شرق آسيا. وبينت دراسة أبو ضيف (٢٠٢١) تأثير تقلبات سياسة سعر الصرف الأجنبي ومحدداتها في مصر، وفعاليتها في العراق. وتعتبر دراستنا هذه، استكمالاً للأدبيات السابقة التي تناولت مؤشرات الأموال الساخنة، ولقد تشابهت الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في بعض الجوانب النظرية للدراسة، وتتناول تأثير تحقيق الأموال الساخنة وفعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي فيها، وتختبر العلاقة بينهما.

وبالرغم من تعدد الدراسات التي تناولت الأموال الساخنة وتأثيرها على المتغيرات الكلية في مصر، إلا أنه تندر الدراسات التي توضح التأثير المباشر للأموال الساخنة على فعالية السياسة النقدية في مصر. من خلال تناول الأموال الساخنة بالمناقشة والتحليل، وأيضاً فعالية السياسة النقدية في مصر، ثم قياس أثر الأموال الساخنة على فعالية السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (١٩٩٥ - ٢٠٢٤). كما يلي في الأقسام التالية من الدراسة.

## ٣- الإطار النظري للأموال الساخنة (Hot Money):

ظهر مصطلح الأموال الساخنة حديثاً، حيث إنه لم يكن متعارف عليه من وقتٍ بعيدٍ. بالرغم من انتشاره منذ القدم، ولكن اتسع انتشاره في الأونة الأخيرة، ولعل هذا الانتشار أثر على عديد من الدول المستقبلية للأموال الساخنة. ومن أجل إبراز هذا سيتم تناول الأموال الساخنة من حيث: مفهومها؛ وخصائصها؛ وآلية عملها؛ ومزاياها وعيوبها فيما يلي.

## ٣-١- مفهوم الأموال الساخنة، وخصائصها، وآلية عملها:

يستخدم مصطلح الأموال الساخنة للإشارة إلى تدفق رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى لكسب فائدة بسيطة على سعر الفائدة لتغيير سعر الصرف، وقد أطلق عليها هذا الاسم لسرعة تحرك الأموال داخل وخارج الأسواق. فتُعرف على أنها: تدفق الأموال (أو رأس المال) من دولة إلى أخرى لتحقيق ربح قصير الأجل من فروق أسعار الفائدة و/أو التغيرات المتوقعة في أسعار الصرف. وتُسمى هذه التدفقات الرأسمالية المضاربة "بالأموال الساخنة" لأنها تتحرك بسرعة كبيرة داخل الأسواق وخارجها، مما قد يؤدي إلى عدم استقرارها (Martin & Morrison, 2008). كما تُعرف الأموال الساخنة بأنها التدفقات السريعة لرأس المال الاستثماري المضارب من سوق مالي إلى آخر بحثاً عن معدلات فائدة وعوائد أعلى، وتكون هذه الاستثمارات قصيرة الأجل وعالية الحساسية لتغيرات أسعار الفائدة، حيث تتحرك بسرعة عبر الحدود استجابةً للتطورات الاقتصادية والسياسية. كذلك يمكن تعريف الأموال الساخنة بأنها نوع من استراتيجيات الاستثمار قصيرة الأجل، تمكن المستثمرين من نقل أموالهم بسرعة بين الأسواق المالية للاستفادة من تقلبات أسعار الفائدة. وغالباً ما تتضمن هذه الاستراتيجية نقل الأموال بين البلدان والعملات، سعياً لتحقيق أعلى عوائد في أقصر وقت. كما تم تعريف الأموال الساخنة على أنها: رؤوس أموال متدفقة من دولة إلى أخرى بحثاً عن جني ربح قصير الأجل ناتج عن فروق أسعار الفائدة أو التغيرات المتوقعة في أسعار صرف العملة المحلية مقابل الدولار (Saleh, 2024).

وتجدر الإشارة إلى أن مصطلح "الأموال الساخنة" يعكس الطبيعة المؤقتة لهذه الاستثمارات، فنادراً ما تبقى الأموال في سوق واحدة لفترة طويلة. مع أن تلك الاستراتيجية قد تحقق أرباحاً سريعة، إلا أنها تتطوي أيضاً على مخاطر كبيرة، بما في ذلك تقلبات

العملات واحتمالية عدم استقرار السوق. علماً بأنه قد يقوم المستثمرون بنقل أموالهم من دولة ذات معدلات فائدة منخفضة إلى أخرى ذات معدلات فائدة مرتفعة للاستفادة من عوائد أفضل على الودائع أو السندات داخل الاقتصاد المحلي، حيث يبحث المستثمرون عن أسعار فائدة قصيرة الأجل تُقدمها البنوك المحلية. وينتقل استثمار الأموال الساخنة المحلية بين البنوك، بحثاً عن أعلى سعر فائدة مُقدم على المنتجات المصرفية قصيرة الأجل. وكما هو الحال مع الأموال الساخنة العالمية، يميل المستثمرون إلى نقل أموالهم بشكل متكرر، باحثين دائماً عن أي مؤسسة تُقدم أفضل أسعار الفائدة (Guliyeva, 2022).

ويختلف مصطلح الأموال الساخنة ومصطلح الاستثمار الأجنبي غير المباشر من حيث الغرض من الاستثمار والمدة التي يقضيها المال في السوق. فالأموال الساخنة هي استثمارات قصيرة الأجل تهدف إلى الربح من التغيرات في سعر الصرف أو أسعار الفائدة، بينما الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو ما يسمى (باستثمار المحفظة)، هو استثمار طويل الأجل يهدف إلى تحقيق نمو اقتصادي وتعزيز الروابط بين الدول. ويشير إلى الاستثمار في الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات دون السيطرة على إدارة الشركات. يُعتبر هذا النوع من الاستثمار أكثر تقلباً مقارنة بالاستثمار المباشر، ويتأثر بعوامل مثل تقلبات الأسواق العالمية وسياسات الاقتصاد الكلي (Mosaad, 2024).

ويتضح مما سبق، أن الأموال الساخنة هي عبارة عن تدفقات مالية قصيرة الأجل تنتقل بين الأسواق العالمية بسرعة لتحقيق أرباحاً سريعة من فروق أسعار الفائدة أو تغيرات أسعار الصرف أو المضاربة في الأصول، وهي تتحرك من الدول ذات أسعار الفائدة المنخفضة (مثل الولايات المتحدة) إلى الدول ذات العوائد المرتفعة (مصر). وبذلك يكون هدفها تحقيق الربح الفوري دون الإلتزام باستثمارات طويلة الأجل، مما يجعلها شديدة التقلب. وأيضاً فروق أسعار الصرف الأجنبي، وتعتبر الأموال الساخنة استثمارات قصيرة الأجل، يمكن أن تدخل السوق وتخرج منه بسرعة كبيرة. وتميل هذه الأموال إلى التأثير على أسعار الصرف الأجنبي بشكل كبير، مما قد يؤدي إلى عدم استقرار سوق الصرف الأجنبي.

وبناءً على ما سبق عرضة لمفهوم الأموال الساخنة، فإنه يمكن استنتاج خصائصها فيما يلي:

- ١- تسعى الأموال الساخنة إلى تحقيق أرباح سريعة من فروق أسعار الفائدة.
  - ٢- سرعة انتقالها، تتحرك بسرعة بين الأسواق والدول المختلفة.
  - ٣- حرية الدخول والخروج من وإلى الدولة، وقد يكون بشكل مفاجئ.
  - ٤- يمكن أن تؤثر على أسعار العملات واستقرار الأسواق المالية.
  - ٥- تتسم بالمرونة، حيث يتمتع المستثمرون بنقل أموالهم بسهولة ويسر، بالإضافة إلى إمكانية خلق سيولة قصيرة الأجل للبلد المتلقي.
  - ٦- تؤثر الأموال الساخنة على تدفق رأس المال في الدولة وسعر صرف العملة المستقبلية.
  - ٧- ذات خطورة عالية، الاستثمارات (الأموال الساخنة) غالبًا ما تكون عالية المخاطر وقصيرة الأجل بطبيعتها، بالرغم من قدرتها على توليد مدفوعات كبيرة تشتمل على بعض الطرق الأكثر شيوعًا للأموال الساخنة الأسهم والودائع والسندات والسلع والعملات والابتكارات المالية<sup>(١)</sup>.
- وفيما يتعلق بآلية عمل الأموال الساخنة فيتضح أن المؤسسات المالية محلية أو أجنبية تقوم بجذب الاستثمارات من مستثمري الأموال الساخنة عن طريق إصدار أدوات الاستثمار المختلفة (مثل شهادات الإيداع) التي تقدم معدلات فائدة تنافسية. فعلى سبيل المثال، عندما يقوم البنك بتخفيض سعر الفائدة الخاص به بحيث يقدم سعرًا أقل من البنوك الأخرى، فإن مستثمري الأموال الساخنة يسحبون أموالهم على الفور من البنك بسعر أقل ويودعون الأموال في أي بنك يقدم سعرًا أعلى. وعادةً ما تجذب البنوك "الأموال

(١) تُعرف الابتكارات المالية بعملية خلق منتجات ومؤسسات وخدمات وأسواق مالية جديدة، حيث ترتبط المنتجات المبتكرة بالطرق التي تتم بها الأعمال المالية مثل الخدمات المصرفية عبر الإنترنت، والهاتف المصرفي. أما فيما يخص الابتكارات المؤسسية فهي ترتبط بخلق شركات مالية جديدة مثل: شركات الإئتمان الخاصة، وبنوك الإنترنت. وأيضاً تحديث الخدمات المالية كأجهزة الصرف الآلي والخدمات المصرفية الإلكترونية.. وغيرها. فهي إذاً تعد أي تطور جديد في نظام مالي محلي أو دولي يعمل على تحسين الكفاءة التشغيلية له عن طريق خفض التكاليف، ومخاطر المعاملات في الأسواق المالية الأولية والثانوية (Badawy, 2018).

الساخنة" من خلال طرح شهادات إيداع قصيرة الأجل نسبياً بأسعار فائدة أعلى من المتوسط. بمجرد أن تخفض المؤسسة أسعار الفائدة أو تقدم مؤسسة أخرى أسعار فائدة أعلى، يسحب المستثمرون أصحاب "الأموال الساخنة" أموالهم وينقلونها إلى مؤسسة أخرى بأسعار فائدة أعلى. وتدخل الأموال الساخنة أو تخرج عبر ثلاث قنوات أساسية (Central Bank of Egypt (CBE), 2024):

- ❖ **أدوات الدين الحكومي:** مثل أدون الخزنة (ذات الآجال الأقل من عام)، والسندات (ذات الآجال المتوسطة). وعلى سبيل المثال، استثمار ٣٠ مليار دولار في أدون الخزنة المصرية عام ٢٠٢٤ بعد رفع سعر الفائدة إلى ٣٢٪.
- ❖ **الأسواق المالية:** ك شراء أسهم الشركات المدرجة في البورصات المحلية عند انخفاض قيمة العملة، ثم بيعها بعد ارتفاعها.
- ❖ **الحسابات المصرفية:** شهادات الإيداع (CDs) ذات العوائد المرتفعة، والتي تُسحب منها الأموال فور انخفاض الفائدة.

### ٢-٣- مزاي وعيوب الأموال الساخنة:

- ينتج عن تدفق رؤوس الأموال الساخنة إلى أي دولة عدة مزايا ولكنها قصيرة الأجل، وأيضاً عدة عيوب (International Monetary Funds (IMF), 2024)، سيتم تناولها بالمناقشة والتحليل:

### ١-٢-٣- المزايا قصيرة الأجل للأموال الساخنة:

- ١ - **زيادة السيولة:** حيث تُسهم هذه الأموال في تعزيز الاحتياطيات النقدية الأجنبية للدول، كما حدث في الصين (٢٠٠٦-٢٠١٤) حيث وصل احتياطياتها إلى ٤ تريليونات دولار بفضل تدفقات الأموال الساخنة.
- ٢- **استقرار مؤقت في سعر الصرف:** وخاصة في مراحل الدخول، حيث إنها قد تدعم العملة المحلية، كما حدث في مصر قبل ٢٠٢٢ عندما ساهمت في استقرار الجنيه. كذلك سويسرا كان تدفق الأموال الساخنة "ملاذ آمن" خلال أزمة اليورو، مما رفع قيمة الفرنك السويسري.

٣- تمويل عجز الميزانية: تُستخدم الأموال الساخنة في شراء سندات حكومية قصيرة الأجل، مثل أذون الخزانة، كما حدث في مصر التي جذبت نحو ٢٤ مليار دولار بحلول ٢٠٢٤ (Central Bank of Egypt (CBE), 2025).

٤- تمويل سريع للمشروعات التنموية، كما حدث في مصر.

٣-٢-١- عيوب ومخاطر طويلة الأجل للأموال الساخنة:

١- الخروج المفاجئ للأموال الساخنة: حيث إنه يؤدي الاضطراب السياسي أو الاقتصادي إلى هروب الأموال، كما حدث في مصر عام ٢٠٢٢ مع خروج ٢٢ مليار دولار، مما تسبب في انهيار الجنيه وارتفاع معدلات التضخم.

٢- تأثيرات على سياسة سعر الصرف: حيث يؤدي التدفق الكبير للأموال الساخنة إلى ارتفاع العملة مؤقتاً، لكن الخروج يُضعفها، مما يُضر بالصادرات (مثل حالة سويسرا عام ٢٠١١)، ويعرقل عمل السلطة النقدية لاتخاذ سياسة فعالة لسعر الصرف.

٣- زيادة معدلات التضخم: حيث إن التوسع النقدي السريع الناتج عن تدفق الأموال الساخنة يرفع أسعار الأصول ويُسبب فقاعات، كما حدث في الصين مع ارتفاع أسهم الشركات.

٤- انهيار العملة المحلية: حيث يؤدي الخروج السريع إلى انخفاض حاد في الطلب على العملة المحلية، كما حدث للجنيه المصري (من ١٥.٦ إلى ٢٩.٨ دولاراً عام ٢٠٢٢).

٥- نضوب الاحتياطي الأجنبي: حيث تضطر البنوك المركزية لبيع الدولار لدعم العملة عند خروج الأموال الساخنة، مما يستنزف الاحتياطيات النقدية.

وبذلك تعمل الأموال الساخنة كمسكنات اقتصادية سريعة المفعول ترفع السيولة، وتدعم سعر الصرف الأجنبي مؤقتاً، لكنها تشكل مخاطر كبيرة بسبب سهولة تحولها إلى "نزيف مالي" عند أول مؤشر لأي أزمة. ويتضح مما سبق أن الأموال الساخنة تؤثر على سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر بسبب زيادة تدفقها فيها، وحتى نتأكد من ذلك يتعين إبراز سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر.

## ٤- سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر:

تعتبر سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر أداة محورية في إدارة الاقتصاد المصري، خاصة مع تعرض البلاد لتقلبات اقتصادية متكررة. وتُدار هذه السياسة عبر أدوات متنوعة تهدف إلى تحقيق الاستقرار النقدي ودعم النمو الاقتصادي، مع مواجهة تحديات مثل التضخم والاستثمار الأجنبي. خاصة في ظل الاعتماد الكبير على الواردات وتراجع مصادر النقد الأجنبي. وقد اتبعت مصر أنظمة مختلفة لسعر الصرف الأجنبي عبر الزمن وفقاً للظروف التي مرت بها، وفيما يلي تحليل لسياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر من حيث مفهومه، ومراحل تطوره، وأدوات سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، والتحديات التي تواجهها.

## ٤-١- مفهوم سعر الصرف الأجنبي ومراحل تطوره في مصر:

ويُعرف سعر الصرف الأجنبي بالنسبة التي يحدث على أساسها مبادلة النقد الأجنبي بالنقد الوطني. وعليه يمكن تعريف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات النقدية التي تبدل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية. علماً بأنه يمكن التعبير عن سعر الصرف بإحدى الصيغتين (Iraqi Ministry of Planning, 2022):

❖ عدد وحدات من العملة الأجنبية لكل وحدة واحدة من العملة المحلية أي - على سبيل المثال - عدد الوحدات الأجنبية (الدولار) في مقابل الحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية (الجنيه المصري).

❖ عدد وحدات من العملة المحلية لكل وحدة واحدة من العملة الأجنبية أي - على سبيل المثال - عدد الوحدات المحلية (الجنيه المصري) في مقابل الحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية (الدولار الأمريكي) <sup>(٢)</sup>.

كما يعرف سعر الصرف بالسعر النقدي في بلدٍ واحدٍ تجاه البلد الآخر، علماً بأن هنالك نوعين رئيسيين من أسعار الصرف، وهما: الصرف الآتي النقدي؛ والصرف الآجل. ويمكن توضيح الفرق بينهم في أنه عند الإتفاق على تسليم قيمة البضائع عند تاريخ الشراء بعملة ما، فإن هذا السعر يسمى بسعر الصرف الحالي. أما إذا كان إتفاق الشراء،

(٢) سيتم التعامل في هذه الدراسة بمفهوم سعر الصرف الأجنبي: عدد وحدات العملة المحلية مقابل وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

وتاريخ الاستلام مستقبلاً فإن السعر يسمى سعر الصرف الأجل، ويكون ثابت حتى في ظل تغير سعر الصرف اليومي.

ويتغير سعر الصرف باستمرار خلال اليوم تبعاً للعرض والطلب على العملات. وتجدر الإشارة إلى وجود سعران للصرف: سعر البيع (القيمة بالعملة الوطنية التي يطلبها البنك مقابل وحدة معينة من عملة أجنبية) وسعر الشراء (القيمة بالعملة الوطنية التي يدفعها البنك لك مقابل وحدة معينة من عملة أجنبية)، ويكون سعر البيع عادة أعلى من سعر الشراء.

ويتضح مما سبق أن سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر مرت بعدة مراحل عبر الزمن واختلف فيها نظام سعر الصرف المتبع، وفقاً للظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي تحيط بها. ومن أجل توضيح ذلك يتعين إبراز تطور سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر وآثارها الاقتصادية، حيث يُلاحظ أنها مرت سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر بعدة تحولات منذ منتصف التسعينات نتيجة تأثر الاقتصاد المصري بعوامل اقتصادية وسياسية سواء محلية أم دولية. وعليه يمكن تحليل تطور سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر من خلال تقسيمها إلى عدة مراحل، كما يلي (International Monetary Funds (IMF), 2025):

المرحلة الأولى: سياسة سعر الصرف الأجنبي الثابت في الفترة (قبل عام ١٩٨٩ - ٢٠٠٥): حيث تم ربط الجنيه المصري في هذه الفترة بالدولار عند سعر صرف الجنيه ٠.٤٣ جنيه للدولار الواحد عام ١٩٦٢. أما في ١٩٧٣ وصل سعر صرف الجنيه المصري إلى ٠.٣٩ جنيه للدولار، ووصل إلى ٠.٧ جنيه /دولار عام ١٩٧٨. وقد تبنت مصر سياسة أخرى في الفترة (١٩٨٩ - ٢٠٠٥) وهي سياسة سعر الصرف المرن، ولكن تعويماً مداراً (أي مع تحكم السلطة النقدية في حالة حدوث تقلبات اقتصادية) وهنا بلغ سعر صرف الجنيه المصري نحو ٣.٣ جنيه للدولار، قد ارتفع تدريجياً إلى ٣.٧ جنيه للدولار عند مطلع الألفية الثالثة. وقد حافظ البنك المركزي على استقرار الجنيه المصري بتدخله المباشر في سوق الصرف. وكان لهذه المرحلة دوراً في تحقيق الاستقرار النسبي للأسعار المحلية، وأيضاً عمل على تراجع للاحتياجات النقد الأجنبي بسبب دعم العملة. كما أن هناك أدى إلى ظهور وتنامي السوق السوداء

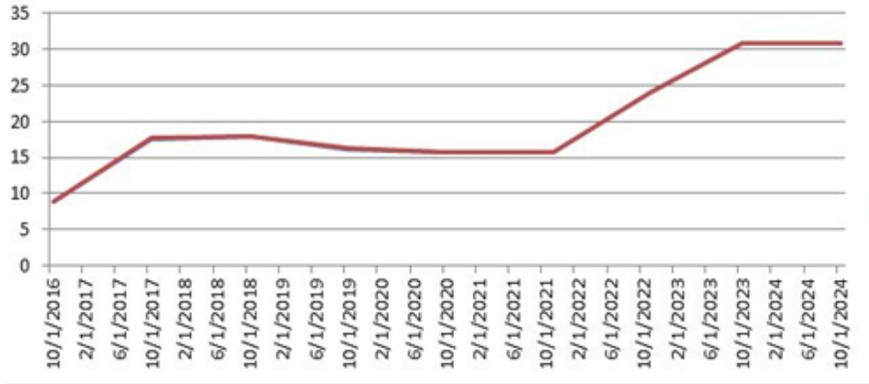
نتيجة انفصال السعر الرسمي عن القيمة السوقية للعملة، بسبب سيطرة الحكومة المصرية على سعر الصرف. لنتقل إلى المحلة الثانية.

**المرحلة الثانية: سياسة التحرير الجزئي لسعر الصرف الأجنبي خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠١٦):** وارتفع سعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠١٠ إلى ٥.٥ جنيه للدولار عام ٢٠٠٨ نتيجة الأزمة المالية العالمية، وهذا مع استمرار سياسة التعويم المدار للصرف. أما في الفترة (٢٠١١-٢٠١٦) فقد قفز الدولار ليساوي نحو ١٣.٢٥ جنيه، وظهرت ونمت السوق الموازية مما جعل سعر الصرف يبلغ ٢٢ جنيه للدولار. وقد أدت هذه السياسة إلى الإدارة المرنة للصرف الأجنبي خلال تلك الفترة مما يؤدي إلى تحسين تنافسية الصادرات المصرية، خاصة النسيج والصناعات الزراعية نتيجة انخفاض قيمة الجنيه المصري؛ وزيادة معدلات التضخم إلى ١٣٪ بسبب ارتفاع أسعار الواردات ونمو الاستثمار الأجنبي المباشر مع تحسين ثقة المستثمرين. لنتقل للمرحلة الثالثة، وهي.

**المرحلة الثالثة: التعويم الكامل لسعر الصرف الأجنبي خلال الفترة (٢٠١٦ - ٢٠٢٠):** وقد تم تحرير سعر الصرف الأجنبي بالكامل عام ٢٠١٦ كشرط أساسي لحصول مصر على قرض صندوق النقد الدولي البالغ ١٢ مليار دولار، وهذا أدى إلى انخفاض حاد في قيمة الجنيه المصري بنسبة ٥٠٪ أما الدولار، مما رفع معدل التضخم ليصل إلى نحو ٣٣٪ خاصة عام ٢٠١٧. وبالرغم من ذلك تحسن الميزان التجاري المصري وخاصة عام ٢٠١٩ حيث زاد حجم الصادرات المصرية بنسبة ٢٥٪ بفضل انخفاض التكاليف المحلية. لنتقل إلى المرحلة الرابعة.

**المرحلة الرابعة: الاستقرار النسبي لسعر الصرف الأجنبي (٢٠٢٠ - ٢٠٢٥):** حيث تبنت مصر سياسة هجينة تجمع بين التعويم وتدخلات البنك المركزي لمواجهة صدمات وباء كوفيد-١٩، وحرب أوكرانيا وروسيا، والهجوم على غزة، وأخيراً حرب إيران وإسرائيل. الأمر الذي أدى إلى ارتفاع معدل التضخم إلى ٣٢.٥٪ عام ٢٠٢٤، وحدث عجز مزمن في الميزان التجاري، حيث وصلت صادرات مصر نحو ٥٣.٩ مليار دولار عام ٢٠٢٢ ووارداتها نحو ٩٥.٧ مليار دولار، وزيادة اعتماد السلطة النقدية على تحويلات المصريين من الخارج التي دخلت في ٣٠ مليار دولار سنوياً لدعم العملة المحلية.

وأيضاً على الأموال الساخنة لدعم مشروعاتها التتموية. ويمكن تلخيص بعض مراحل تطور سعر الصرف الأجنبي في مصر، في الشكل رقم (١).



الشكل رقم (١): تطور سعر الصرف الجنيه المصري أمام الدولار خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢٤

**Source:** Central Bank of Egypt (CBE) 2025). *Ensuring monetary stability and banking system soundness, as well as price stability within the context of the general economic policy of the state.*

ويتضح من الشكل السابق رقم (١) أن هناك انخفاضات متتالية لقيمة العملة المصرية في مقابل الدولار خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢٤، ويرجع ذلك إلى عدة عوامل اقتصادية وسياسية واجتماعية عالمية أثرت على العملة المصرية. هذا بالإضافة إلى القرض الذي منحه صندوق النقد الدولي لمصر وشروطه التي تستوجب إزالة الدعم الأمر الذي أثر على المستوى العام للأسعار وعلى الميزان التجاري المصري.

وبذلك تتلخص الآثار الهيكلية لسياسة سعر الصرف الأجنبي المرن على الاقتصاد المصري في (International Monetary Funds (IMF), 2024; World Bank (WB), 2024)

(١) التجارة الخارجية والاستثمار، فيلاحظ تحسن تنافسية المنتجات المصرية بعد التعويم عام ٢٠١٦، وخاصة الإنتاج الزراعي، والصناعات الخفيفة، ولكن في المقابل هناك عدة معوقات هيكلية كضعف الجودة، وعدم تنوع الصادرات. أما الواردات فارتفعت تكلفتها وهذا أدى إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار المحلية. وتواجه فاتورة الواردات بعد عام ٢٠١٦ بنسبة ١٥٪ نتيجة انكماش الطلب المحلي.

- (٢) انخفاض قيمة الجنيه المصري؛ الأمر الذي يرفع أسعار الواردات، ويزيد من التضخم المستورد، وتآكل الدخل الحقيقي للقطاع العائلي، وانخفاض نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي من ٣.٢٢٥ دولار عام ٢٠٢٤ بالمقارنة ب ٤.٥٣٥ دولار عام ٢٠٠٦، ويخفف الأجور الحقيقية رغم زيادة الأجر الأسمي.
- (٣) الدين العام والسياسة المالية، حيث ارتفع عبء خدمة الدين الخارجي، وارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي من ٨٠٪ إلى ٩٥٪ خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢٤. وتقلص الدعم الحكومي، وخاصة دعم الوقود جزئياً.
- (٤) الإتفاقيات الدولية وتنويع الشركاء الدوليين؛ حيث إن اتفاقية الشراكة مع الاتحاد الأوروبي، والكوميسا (السوق المشتركة لشرق وجنوب أفريقيا). وقد ساهمت تلك الإتفاقيات في تخفيض خدمات سعر الصرف عبر تنويع الأسواق التصديرية. علماً بأنه قد ضمنت مصر نحو ٣٢٪ من صادراتها إلى دول عربية عام ٢٠٢٠ كسوق مستقرة نسبياً.

#### ٤-٢: أدوات سياسة سعر الصرف في مصر:

يستخدم البنك المركزي المصري، مجموعة من الأدوات المباشرة وغير المباشرة لإدارة سعر الصرف الأجنبي والمحافظة على استقراره، مع التركيز على تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي. وتُعد أبرز هذه الأدوات في مصر:

١. نظام الكوريدور بين البنوك (وهي آداة رئيسية): فهي تُعد العمود الفقري لإدارة السيولة وتوجيه أسعار الفائدة قصيرة الأجل، مما يساهم في تحقيق استقرارها أسعار الفائدة بين البنوك، وينعكس على ثقة السوق في الجنيه ويقلل من التقلبات الحادة في سعر الصرف الأجنبي. وقد تم رفع البنك المركزي المصري سعر الفائدة التي وصلت إلى ١٩.٢٥٪ عام ٢٠٢٣ لجذب الأموال الساخنة، والحد من هروبها. وهذا بدوره يؤثر بشكل غير مباشر على سعر الصرف الأجنبي، من حيث: تسهيل الإقراض ليلية واحدة: حيث يقدم البنك المركزي قروضاً قصيرة الأجل للبنوك بالجهاز المصرفي بسعر الفائدة الأعلى للكوريدور (الحد الأقصى)، مما يحد من ارتفاع أسعار الفائدة ويحمي الجنيه المصري من ضغوط التضخم. وتسهيل الإيداع ليلية واحدة: حيث إن هذا يمتص فائض السيولة من البنوك بسعر الفائدة الدنيا للكوريدور (الحد الأدنى)، مما يمنع الانخفاضات الحادة في سعر الفائدة ويحافظ على جاذبية الجنيه للمستثمرين الأجانب.

٢. **الاحتياطي الإلزامي:** وهو يُعد أداة هيكلية حيث يُلزم البنك المركزي البنوك بالجهاز المصرفي بإيداع نسبة من ودائع العملاء لديه (نحو ١٨٪ اعتبارًا من ٢٠٢٢) دون عائد. ويُحسب المتوسط خلال ١٤ يومًا، مما يمنح البنوك مرونة في إدارة سيولتها اليومية. ويكون ذلك للتأثير على سعر الصرف، حيث إن رفع النسبة من ١٤٪ إلى ١٨٪ في ٢٠٢٢ يقلص السيولة المتاحة للإقراض، ويحد من الضغوط التضخمية ويحمي قيمة الجنيه. خفض النسبة يزيد السيولة ويحفز الإقراض، لكنه قد يزيد الضغوط على سعر الصرف إذا صاحب ذلك هروب للأموال الساخنة.

٣. **عمليات السوق المفتوحة (إدارة السيولة الهيكلية)،** والتي تهدف إلى امتصاص فائض السيولة المتسبب في انخفاض سعر الفائدة، والذي يهدد استقرار الصرف. وتتمثل خلال ربط البنوك بالجهاز المصرفي الودائع بسعر فائدة ثابت لمدة أسبوع بتقديمها عطاءات يتم الإعلان عنها مسبقًا. وكذلك قيام البنوك بربط الودائع طويلة الأجل لمدة (٢٨ - ٢١٠) يومًا، وتُجرى أسبوعيًا بسعر عائد متغير مرتبط بسعر الكوريدور. فعندما تغير لجنة السياسة النقدية أسعار الفائدة، يتغير سعر العائد على تلك الودائع تلقائيًا ليعكس التعديل، وهذا بدوره يحافظ على جاذبيتها للمستثمرين ويحمي تدفقات رأس المال. وبذلك يتم امتصاص السيولة الزائدة يحد من التضخم ويقلل ضغوط انخفاض قيمة الجنيه، خاصة مع ارتباط أسعار العائد بالكوريدور الذي يعكس ظروف السوق.

٤. **التدخل المباشر في سوق الصرف كأداة تكميلية،** حيث يتدخل البنك المركزي ببيع أو شراء العملات الأجنبية (خاصة الدولار) للتأثير على عرض وطلب الجنيه المصري. ففي فترات نقص السيولة الأجنبية، يقوم البنك المركزي المصري ببيع الدولار من احتياطاته لدعم الجنيه المصري. ويقوم بشراء الدولار ليمنع ارتفاع قيمة العملة المحلية الأمر الذي يضر بالصادرات. وهنا تعتمد السلطة النقدية في مصر على حجم الاحتياطات الدولية لديها. وقد لجأت مصر إلى تخفيض قيمة الجنيه المصري عدة مرات، فعلي سبيل المثال، قامت بتحرير سعر الصرف لتخفيض العجز في الميزان التجاري بها بسبب أن هذا التحرير قد خفض قيمة العملة المحلية، وعمل على زيادة تحويلات المصريين من الخارج بنسبة ٢٠٪ خلال عام ٢٠١٦. كما قامت باستخدام الاحتياطات الأجنبية عام ٢٠٢٢/٢٠٢٣ التي بلغت نحو ٤٠ مليار دولار لامتصاص الطلب على العملة الأجنبية.

٥. عمليات إعادة الشراء (Repo)، وهي تُستخدم لضخ سيولة قصيرة الأجل مقابل ضمانات (مثل أذون الخزانة). ويتم استخدام هذه الآداة في مصر بشكل كبير بتدفق الأموال الساخنة من الخارج، وتعتمد مصر عليها في تمويل العديد من مشروعاتها. وتهدف تلك الأدوات مجتمعة إلى تحقيق استقرار سعر الصرف الأجنبي في مصر كجزء من هدف استهداف التضخم للسياسة النقدية الذي اقترب من ٣٠٪ عام ٢٠٢٣، و٣٣٪ عام ٢٠٢٤، وهذا الاستقرار في سعر الصرف الأجنبي يرفع ثقة المستثمرين في الاستثمار داخل مصر، ويرفع من تدفق الأموال الساخنة فيها. وبالرغم من ذلك فإن سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر تواجه تحديات منها، ضغوط السيولة الأجنبية نتيجة تراجع الاحتياطيات النقدية أو خروج رؤوس الأموال المفاجئ فيما يُعرف بهروب الأموال الساخنة حيث بلغت ما يقرب من ٢٢ مليار دولار بسبب الحروب القائمة عالمياً، وهذا بدوره يزيد من تقلبات الصرف الأجنبي. وأيضاً فجوة سعر الصرف الموازي مما يخلق تشوهات في توزيع العملة. وكذلك اعتماد البنك المركزي المصري على الأدوات غير المباشرة في إدارة السيولة عبر الفائدة (كوريديور) بدلاً من تدخلات الصرف المباشرة وهذا يبطئ استجابة سعر الصرف للضغوط الفورية (Central Bank of Egypt (CBE), 2024).

#### ٤-٣ التحديات التي تواجه سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر:

تواجه أي سياسة تتخذها السلطة النقدية لسعر الصرف في مصر عديد من التحديات نتيجة الظروف العالمية التي تمر بها، أهمها (Central Bank of Egypt (CBE), 2025):

١. تراجع الاحتياطيات النقدية: وهروب رؤوس الأموال قصيرة الأجل (الأموال الساخنة)، مما يضغط على السيولة الأجنبية. كما حدث خلال أزمات كوفيد - ١٩، والحروب العالمية بين أوكرانيا وروسيا؛ وغزة وإيران؛ وبسبب تدخل السلطة النقدية لامتصاص هذه الصدمات فتم تخفيض الاحتياطيات النقدية ٢٨٪ عام ٢٠٢٢، وزيادة سعر الفائدة الجاذب للأموال الساخنة، ولكن يزيد الدين العام.
٢. اتساع الفجوة بين سعر الصرف الرسمي الذي وصل إلى ٤٩.٥ جنية للدولار وسعر الصرف الموازي وخاصة عام ٢٠٢٥، مما يخلق تشوهات في العملة المحلية.

٣. تركيز السلطة النقدية على أدوات نقدية غير مباشرة لإدارة السيولة بدلاً من التدخل في سوق الصرف بشكل مباشر، مما يقلل فعالية سياسة سعر الصرف واستجاباتها عند الضغوط العالمية.

٤. التضخم المستورد، حيث ارتبط نحو ٦٠٪ من التضخم في مصر بأسعار الواردات وخاصة من الغذاء والطاقة مما يعمل على انخفاض قيمة الجنيه المصري ورفع تكاليف هذه السلع وهذا بدوره يسهم في اتساع دائرة الفقر في مصر.

ويتضح مما سبق، أن سعر الصرف في مصر يتأثر بعدة عوامل أبرزها تدفقات الأموال الساخنة إليها، وخروجها المفاجئ منها، مما يؤدي إلى تقليل فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي فيها. ومن أجل إبراز ذلك يتعين توضيح دور الأموال الساخنة في تقليل فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر.

#### ٥- دور الأموال الساخنة في تقليل فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر:

شهدت مصر تدفقات متزايدة للأموال الساخنة وخاصة في الفترة الأخير نتيجة توافر عوامل لجذب هذه الأموال. ولمعرفة ذلك يتعين إبراز تطور ظهور الأموال الساخنة في مصر، حيث بدأت مصر في جذب الاستثمار قصير الأجل في أدوات الدين الحكومي كأذونات الخزنة بعد التحرير الجزئي لسعر الصرف عام ٢٠١٦، وقد ارتفع سعر صرف الجنيه من ٧-١٧ جنيه مصري للدولار الواحد. وبذلك يمكن إبراز العوامل الجاذبة للأموال الساخنة فيها، فيما يلي (Central Bank of Egypt (CBE), 2024)

١. أسعار الفائدة المرتفعة: حيث حافظ البنك المركزي المصري على عوائد أذون الخزنة عند ٢٧-٣١٪، وهذا جعلها استثماراً مجدياً للمستثمرين الأجانب برغم مخاطره، ورفع من تدفق الأموال الساخنة لمصر. وقد تفوقت مصر من حيث العائد على السندات الحكومية بالعملة المحلية فهي تحتل المرتبة الثالثة بين ٢٣ دولة نامية.

٢. تحرير سعر الصرف الأجنبي ومرونته: حيث قامت مصر بتحرير سعر الصرف (تعويم الجنيه)، وتطبيق آلية مرنة لسعر الصرف الأجنبي مما عمل على استقرار نسبي في سوق العملة، وهذا بدوره يزيد ثقة المستثمرين الأجانب لجني أرباح. علماً بأن سياسة التحرير للصرف الأجنبي أدت إلى تقليص فجوة سعر الصرف الأجنبي بين القنوات الرسمية والموازية، مما قلل مخاطر خسارة المستثمرين عند تحويل الأرباح. وتسعى مصر إلى تحقيق التوازن بين ضغوط السوق المحلية ومتطلبات

الإصلاح الهيكلي. وبالرغم من تحسن الوضع نسبيًا بعد تحرير سعر الصرف، تظل التحديات قائمة بسبب التضخم والديون الخارجية والاعتماد على التمويل الدولي قصير الأجل. علمًا بأن نجاح سياسة سعر الصرف الحر متوقف على تحقيق استقرار سياسي، وتعزيز الإنتاج المحلي، وتنوع مصادر النقد الأجنبي.

٣. **الدعم المالي الدولي ورفع التصنيف الائتماني:** اتجه مصر إلى أخذ قروض من صندوق النقد الدولي لدعم التنمية الاقتصادية فيها. وقد وافق الصندوق على زيادة القرض بالتدريج حتى وصل إلى ٨ مليار دولار، وهذا بدوره رفع ثقة المستثمرين الأجانب في تدفق الأموال الساخنة إليها. زيادة التصنيف الائتماني لدولة مصر عام ٢٠٢٤، مما يقلل مخاطر الاستثمار في أدوات دينها. وكذلك قامت مصر بعقد صفقة كبرى مع دولة الإمارات "صفقة رأس الحكمة" بقيمة ٣٥ مليار دولار وهو ما ساهم في سد فجوة التمويل الأجنبي ودفعت لاستقرار احتياطي النقد الأجنبي (International Monetary Fund (IMF), 2024).

٤. **تحسين بيئة الاستثمار والاستقرار الاقتصادي:** خفض العجز المالي ومرونة سعر الصرف مما يقلل مخاطر التقلبات المفاجأة، وهذا من إلتزام الحكومة المصرية بالإصلاحات الاقتصادية. علمًا بأنه قد اتجه الاحتياطي الفيدرالي إلى خفض الفائدة، مما زاد جاذبية الأسواق الناشئة ذات العوائد المرتفعة كدولة مصر.

وقد شهدت مصر موجات من الهروب الحاد من الأموال وخاصة بداية من عام ٢٠١١، وقد سجلت استثمارات محفظة الأوراق المالية في مصر نحو ٣.٧ مليار دولار صافي تدفقات الأموال الساخنة الخارجة من مصر خلال النصف الأول من ٢٠٢٤ - ٢٠٢٥، بالمقارنة بنحو ٢٥٢.٨ مليون دولار خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٢ - ٢٠٢٣. ويرجع ذلك إلى عدة عوامل، منها:

١. **تقلبات سوق الصرف الأجنبي، وعدم استقرار سعر صرف الجنيه المصري، مما يزيد من مخاطر تحويل الأرباح.**

٢. **ارتفاع أسعار الفائدة العالمية، خاصة في الدول المتقدمة، التي جذبت رؤوس الأموال بعيدًا عن الأسواق الناشئة مثل مصر.**

٣. **تحسين مصر بيئة الاستثمار غير المباشر عبر إصلاحات تشمل (Central Bank of Egypt (CBE), 2024):** تحرير سعر الصرف الأجنبي، خاصة عام ٢٠٢٤،

وهذا يسهم في تقليل التقييم الزائد للجنيه المصري، وتخفيف مخاطر التقلبات المفاجئة في قيمة العملة. وإصدار سندات دولارية طويلة الأجل، كسندات الـ ٤٠ عاماً، لجذب الاستثمار ذات العائد المستقر. وتبسيط الإجراءات التشريعية، مثل تعديلات قانون الاستثمار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧، وتهدف إلى تعزيز الشفافية وحماية حقوق المستثمرين.

وقد واجهت مصر عدة تحديات أعاقت عمل سياسة سعر الصرف الأجنبي فيها، ومنها (ECES, 2025):

١. هشاشة الاحتياطي من النقد الأجنبي: فبالرغم من ارتفاعه إلى ٤٨.١ مليار دولار في أبريل ٢٠٢٥، إلا أن الخروج المفاجئ لاستثمارات المحفظة قصيرة الأجل (الأموال الساخنة) يزيد الضغط على العملة المحلية. حيث شهدت مصر موجات من الهروب الحاد لهذه الأموال خاصة عام ٢٠١١، وأيضاً في ظل الأزمة المالية العالمية عام ٢٠١٨، وكذلك هرب نحو ٢٠ مليار دولار من استثمارات المحفظة خلال ٢٠٢٢-٢٠٢٣ نتيجة مخاوف المستثمرين من عدم الاستقرار مما أدى إلى حدوث أزمة نتيجة الخروج المفاجئ للأموال الساخنة.

٢. اعتماد الاقتصاد المصري على الاستثمار المباشر في تمويل التنمية: حيث تشكل الاستثمارات المباشرة النسبة الأكبر من التدفقات (مثل صفقة رأس الحكمة الإماراتية بقيمة ٣٥ مليار دولار)، بينما تظل استثمارات المحفظة ثانوية.

٣. التأثير بالأزمات السياسية العالمية: مثل التوترات الإقليمية في الشرق الأوسط، والتي تزيد من تحفظ المستثمرين العالميين. الحروب العالمية إيران واسرائيل التي لها تداعيات سلبية على الاقتصاد المصري.

٤. التضخم المرتفع: الذي تسبب فيه انخفاض قيمة العملة المحلية فبلغ نحو ٣٨٪ عام ٢٠٢٣، وهذا بدوره أدى إلى أسعار الواردات، وخاصة القمح والطاقة.

كل هذا أجبر الحكومة المصرية على قبول شروط صندوق النقد الدولي لتمويل جديد بقيمة ٨ مليارات دولار عام ٢٠٢٤ لتعزيز الاحتياطيات ودعم الإصلاحات الهيكلية. وهذه الشروط هي: تحرير الجنيه المصري بالكامل، حيث قفز الدولار من ٣٠.٧٥ جنيه مصر إلى ٤٧.٣٥ جنيه مصري، ثم ٥٠ جنيه مصري عام ٢٠٢٥. وكذلك إزالة القيود على تحويل العملة، للحد من السوق السوداء. وكان أيضاً أحد شروط صندوق النقد الدولي

رفع الدعم عن بعض السلع، لخفض العبء على الموازنة. ورفع أسعار الفائدة، مما أدى إلى اتساع تدفق الأموال الساخنة إلى مصر، وقد بلغت ٣٤ مليار دولار عام ٢٠٢٤، أما في العام الحالي ٢٠٢٥ قد بلغت نحو ٤١ مليار دولار. وهذا بدوره أثر على المتغيرات الاقتصادية الكلية في الاقتصاد المصري مثل: الواردات التي ارتفعت تكلفة الاستيراد بنسبة ٣٥٪ بين ٢٠٢٢-٢٠٢٤، مما أثر على قطاعات مثل الأدوية والسلع الأساسية. أما الصادرات فقد تحسن تنافسية الصادرات المصرية وخاصة الغاز الطبيعي، والمنسوجات مع انخفاض سعر الجنيه المصري، علماً بأن هناك تقصير في إنتاجهما مما يُضعف الاستفادة من الميزة التنافسية للصادرات هذه. أما فيما يتعلق بالديون الخارجية التي زادت أعباء خدمته بالعملة الأجنبية، حيث تجاوزت هذه الديون ١٦٥ مليار دولار في ٢٠٢٤ (International Monetary Funds (IMF), 2025).

وقد مر الاقتصاد المصري بمراحل متعددة من الاستثمار الأجنبي سواء المباشر وغير المباشر، حيث بدأ تسجيل البيانات الفصلية لهما عبر البنك المركزي المصري خلال الفترة ١٩٩٣-٢٠٠٢، التي مرت بتذبذب ملحوظ بسبب الأزمات الاقتصادية. ففي عام ٢٠٠٢ سجل الاستثمار الأجنبي غير المباشر عند ٤٠.٧ مليون دولار، أما عام ٢٠١١ تأثرت التدفقات سلباً بالاضطرابات السياسية، حيث سجلت صافي تدفق خارجي بقيمة ٨٥٨.٢ مليون دولار. وفي عام ٢٠٢١ حدث تعافي جزئي للاقتصاد المصري مع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إيجابية حيث بلغت ٥.١٢ مليار دولار، أما الاستثمار غير المباشر فظل متقلباً. وبالنسبة لعام ٢٠٢٢ فُيلاحظ ارتفاع الاستثمار الأجنبي المباشر ليصل إلى ١١.٤ مليار دولار، بينما شهد الاستثمار الأجنبي غير المباشر تدفقات إيجابية بقيمة ٢٥٢.٨ مليون دولار. وعام ٢٠٢٣ تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر ليصل إلى ٩.٨٤ مليار دولار، بينما ارتفع الاستثمار الأجنبي غير المباشر بشكل ملحوظ ليصل إلى ٣.٧ مليار دولار في النصف الثاني من العام. وفيما يتعلق بعام ٢٠٢٤ فقد قفز الاستثمار غير المباشر ليسجل نحو ١٤.٤ مليار دولار في مارس ٢٠٢٤، ووصل إلى ٢٥.١ مليار دولار في يونيو ٢٠٢٤. وزادت تدفقات الأموال الساخنة بشكل قياسي في مصر ووصلت إلى ٣٨.١٧ مليار دولار بنهاية أكتوبر ٢٠٢٤، مقارنةً بنحو ١٣.٦ مليار دولار في فبراير من العام نفسه. حيث يعود هذا النمو إلى جاذبية العوائد المرتفعة على أدون الخزنة المصرية (CBE, 2025).

ولكن سرعان ما حدث هروب للأموال الساخنة نتيجة تعرض الاقتصاد المصري لعدة عوامل أدت إلى تقلبات في السياسة النقدية فيها وكانت النتيجة قيام السلطة النقدية برفع أسعار الفائدة بين ٢٠٢٢ - ٢٠٢٣ لجذب الاستثمارات قصيرة الأجل. وأيضاً قامت بتحرير سعر الصرف عام ٢٠٢٤ بشكل كامل بهدف تقليل الفجوة بين السوق الرسمي والموازي، مما عزز ثقة المستثمرين. وأبرز تلك العوامل الأزمات السياسية العالمية والحروب التي دارت عالمياً، حيث تم رفع الفيدرالي الأمريكي للفائدة عام ٢٠٢٢ تسبب في هروب ٢٢ مليار دولار من مصر خلال أشهر، مما تسبب في هروب رؤوس الأموال قصيرة الأجل. ونتيجة الاعتماد الكبير على التدفقات قصيرة الأجل لتمويل مشروعات طويلة الأجل، فهذا جعل الاقتصاد المصري عرضة للتقلبات العالمية وارتفاع الديون الخارجية التي وصلت إلى ١٥٥.٢ مليار دولار عام ٢٠٢٤، مما يسهم في زيادة مخاطر الائتمان. وأدى إلى عرقلة قدرة السلطة النقدية في اتخاذ أي سياسة لسعر الصرف لأن هذا يؤثر بالسلب على العملة المحلية، حيث إن الخروج المفاجئ هذا يضغط على سعر صرف الجنيه المصري، حيث يؤدي الخروج السريع إلى انخفاض حاد في الطلب على العملة المحلية، كما حدث للجنيه المصري (من ١٥.٦ إلى ٢٩.٨ دولاراً عام ٢٠٢٢). كذلك نضوب الاحتياطي الأجنبي حيث اضطر البنك المركزي المصري للبيع الدولار لدعم العملة المحلية، مما يستنزف الاحتياطيات، ويقلل من فعالية سعر الصرف الأجنبي في مصر.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك قنوات لدخول وخروج الأموال الساخنة وهي:

١. أدوات الدين الحكومي: مثل أذون الخزانة (ذات آجال أقل من عام) والسندات (آجال متوسطة). مثال: استثمار ٣٠ مليار دولار في أذون الخزانة المصرية عام ٢٠٢٤ بعد رفع الفائدة إلى ٣٢٪.
٢. الأسواق المالية من خلال شراء أسهم الشركات المدرجة في البورصات المحلية عند انخفاض قيمة العملة، ثم بيعها بعد ارتفاعها.
٣. الحسابات المصرفية كشهادات الإيداع (CDs) ذات العوائد المرتفعة، والتي تُسحب منها الأموال فور انخفاض الفائدة.

ونتيجة لما سبق قامت مصر بعدة جهود لمواجهة أثر الأموال الساخنة وهروبها المفاجئ على فعالية سياسة سعر الصرف فيها من خلال:

١. تعميق أسواق رأس المال عبر طرح شركات حكومية للاكتتاب العام.
  ٢. تحسين التصنيف الائتماني لجذب استثمارات أكثر استقرارًا.
  ٣. سياسة سعر الصرف الأجنبي المرن تسمح بتعديل سعر الدولار وفقًا للعرض والطلب، مما يقلل من حدة التذبذبات عند خروج الأموال.
  ٤. اتخاذها عدة تدابير احترازية مثل فرض ضرائب على خروج الاستثمارات قصيرة الأجل مثل نموذج البرازيل الذي يفرض ضرائب تصل إلى ٥٠٪ على الأموال الخارجة قبل عامين. واتباع سياسات استباقية مثل فرض ضرائب انتقالية وربطها بمشروعات إنتاجية.
  ٥. تحديد آجال دنيا للاستثمار: كاشتراط بقاء الأموال ٦ أشهر كحد أدنى في السوق، وتحويلها لاستثمارات مستقرة عبر ربطها بمشروعات بنية تحتية أو تحفيز الاستثمار المباشر طويل الأجل.
  ٦. تعزيز الاحتياطي النقدي الذي تجاوز 47 مليار دولار وهذا ما يوفر حماية للاقتصاد ضد الصدمات الخارجية. وتنويع مصادر النقد الأجنبي: بللاعتقاد على الصادرات والسياحة بدلا من الأموال الساخنة.
- وبالرغم من عودة التدفقات قصيرة الأجل إلى مصر (٣٠ مليار دولار بحلول ٢٠٢٤)، تظل المخاوف قائمة من تكرار أزمة ٢٠٢٢، خاصة مع توقعات خفض الفائدة وعدم استقرار المنطقة الجيوسياسية. الحكومة المصرية تُحاول موازنة الوضع عبر تعويم الجنيه وزيادة جاذبية السندات، لكن الخبراء يحذرون من الاعتماد المفرط على هذه الأموال الهشة.
- وقد قامت مصر بجهود مختلفة لتنمية مشروعاتها ومنها: تعميق سياسة التعويم المُدار، من خلال زيادة تدخلات البنك المركزي عند الضرورة لمنع التقلبات الحادة في سعر الصرف. تعزيز الاحتياطي النقدي، والاعتماد على عوائد قناة السويس، التي تبلغ ٧ مليارات دولار سنويًا؛ وصادرات الغاز. تنويع مصادر النقد الأجنبي، من خلال التوسع في الاستثمار الأجنبي المباشر (مثل مشروعات الهيدروجين الأخضر) لتقليل الاعتماد على التدفقات قصيرة الأجل (الأموال الساخنة).

وعليه قام البنك المركزي بخفض الفائدة في ٢٠٢٥ لدعم النمو الاقتصادي، مما قد يقلل جاذبية أذون الخزانة قصيرة الأجل، ويتوقع زيادة الإقبال على السندات طويلة الأجل (مثل سندات ٣-٥ سنوات) بعوائد تصل إلى ٢٥٪، مما يدعم التمويل الحكومي المستدام. وضمن استراتيجيات مواجهة المخاطر التي تتبعها السلطة النقدية المصرية اتبعت نظامًا هجينًا يجمع بين عناصر سعر الصرف المرن والتدخل الرسمي، مع وجود سوقين متوازيين: رسمي وغير رسمي. ويحدد البنك المركزي المصري في سوق الصرف ارسلي (النظام المُدار من البنك المركزي) سعر صرف مرجعي للجنيه مقابل العملات الأجنبية، خاصة الدولار، مع هامش محدود للتقلب. وتلتزم البنوك التجارية (مثل بنك مصر) بالأسعار الرسمية في معاملاتها، مع فروق طفيفة بين سعري الشراء والبيع. أما السوق الموازي (غير الرسمي) فتكون أسعار الصرف مرنة تُحددها قوى العرض والطلب، مع فروق أكبر بين سعري الشراء والبيع. وقد يكون أكبر سبب في توسع سوق الصرف الموازي هو الانتشار الواسع للأموال الساخنة وهروبها المفاجئ نتيجة التأثير السلبي لذلك على الاحتياطيات من النقد الأجنبي، والتضخم الذي بزيادته يضعف قيمة العملة المحلية وكذلك زيادة العجز التجاري والمدفوعات. كل هذا يؤدي إلى عرقلة عمل السلطة النقدية في السيطرة على قيمة العملة المحلية ويقلل من فعالية سياسة سعر الصرف في مصر

ويتضح مما سبق، أن الأموال الساخنة تعد سلاحا ذي حدين. رغم فوائدها المؤقتة في تعزيز السيولة، فإن مخاطرها تفوق المكاسب إذا لم تُدار بحكمة. كما ان هروبها فجأة يعرقل عمل السلطة النقدية في رسم سياسة سعر الصرف في مصر. ليمثل الحل الأمثل في تنويع الاقتصاد، وجذب استثمارات طويلة الأجل، ووضع ضوابط تُقلل تقلباتها. ويتضح مما سبق أن للأموال الساخنة دوراً بارزاً في تقليل فعالية سياسة سعر الصرف في مصر، وللتأكد من ذلك يتعين قياس أثر الأموال الساخنة على فعالية سعر الصرف في مصر.

٦- نموذج قياسي لتقدير أثر الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠٢٤):

اتضح مما سبق، أن الأموال الساخنة تعرقل عمل سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، وللتأكد من ذلك يتعين اختبار العلاقة بين الأموال الساخنة وسياسة سعر الصرف في مصر. ولذلك تقدم هذه الدراسة تقديراً للعلاقة بين سعر الصرف وبين بعض محدداته والأموال الساخنة باستخدام نموذج خطي متعدد. وتعتمد الدراسة على بيانات

السلسلة الزمنية Time series data لعينة من ٣٠ مشاهدة لدولة مصر خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠٢٤)، وهي الفترة التي توافر فيها معظم البيانات محل الدراسة لكافة متغيرات النموذج. وكذلك تعتمد الدراسة على مصادر مختلفة لبيانات جميع المتغيرات، فيتم الاستعانة ببيانات البنك الدولي من مؤشرات التنمية العالمية، والموقع الإلكتروني للبنك الدولي، وبيانات البنك المركزي المصري، وبيانات مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار في الحصول على كل من مؤشر الأموال الساخنة (القروض قصيرة الأجل)، ومؤشر التضخم (معدل التضخم المصري)، ومؤشر سعر الفائدة (سعر الفائدة على الودائع)، ومؤشر الاحتياطي النقدي (إجمالي الاحتياطيات بما فيها الذهب)، ومؤشر سعر الصرف (سعر الصرف الرسمي)، ومؤشر ميزان التجاري (صافي الصادرات). ولإبراز تلك العلاقة سيتم تناول توصيف النموذج، ونتائج التقدير بالمناقشة والتحليل.

#### ٦-١- توصيف النموذج:

يتم استخدام نموذج خطي متعدد لقياس العلاقة بين فعالية سعر الصرف الأجنبي كمتغير تابع، ومجموعة من المتغيرات المستقلة المؤثرة عليها والتي تشمل على بعض محددات سعر الصرف، والأموال الساخنة. ويأخذ النموذج هذا الشكل:

$$Ex_t = \alpha + \beta_1 Inf_t + \beta_2 Nx_t + \beta_3 I_t + \beta_4 Re_t + \beta_5 Hm_t + u_t \quad (1)$$

حيث إن:  $t$  = عدد السنوات وهي من عام ١٩٩٥ إلى عام ٢٠٢٤.

وقد تم التأكد من استقرار البيانات المجمع لجميع متغيرات النموذج من خلال إجراء اختبار جذر الوحدة Unit root test لكل متغير داخل النموذج. وقد تم جمع نتيجة الاختبارات لاستقرار جميع المتغيرات بالنموذج في الجدول التالي رقم (1):

جدول رقم (1) اختبارات استقرار البيانات المجمعة Unit Root Test وفقاً لاختبار ديكي فولر الموسع (ADF)							
اختبار (ADF)							المتغير
المتغير بعد الفرق 2 <sup>nd</sup> Difference		المتغير بعد الفرق 1 <sup>st</sup> Difference		المتغير في المستوى Level			
None	Trend and Intercept	None	Trend and Intercept	Intercept	Trend and Intercept	Lags	Variables
4.40715 (0.0107)	-4.115134 (0.0002)	2.187907 (0.9906)	0.340763 (0.9834)	5.01739 (1.000)	3.431598 (1.000)	0	Ex
-7.96338 (0.0000)	-7.82758 (0.0000)	-4.23462 (0.0001)	-4.097825 (0.0194)	-1.874048 (0.3390)	-3.971612 (0.0230)	2	Inf
-6.18142 (0.0000)	-5.92215 (0.0003)	-5.17718 (0.0000)	-5.497565 (0.0006)	-0.239435 (0.9224)	-2.450859 (0.3480)	0	Re
-5.11583 (0.0000)	-4.85177 (0.0035)	-3.48111 (0.0011)	-3.17649 (0.1094)	-1.120588 (0.6938)	1.962900 (0.5963)	0	Nx
-6.69882 (0.0000)	-6.51002 (0.0001)	-6.49385 (0.000)	7.004687 (0.000)	-1.077474 (0.7090)	-1.037707 (0.8438)	2	I
-5.52915 (0.0008)	-5.564082 (0.0000)	-6.62660 (0.0000)	-6.56364 (0.0001)	-2.757164 (0.0774)	-3.043013 (0.1390)	0	Hm

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج (E-views10).

ويتضح من المعادلة رقم (1) أن المتغير التابع Ex هو فعالية سعر الصرف، وقد تم التعبير عنه بسعر الصرف الرسمي كمؤشر تقريبي له. ويشير سعر الصرف الرسمي إلى سعر الصرف الذي تحدده السلطات الوطنية أو السعر المحدد بسوق الصرف المسموح بها قانوناً. ويتم حسابه كمتوسط سنوي استناداً للمتوسطات الشهرية (وحدات العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي) (Iraqi Ministry of Planning, 2022; World Bank (WB), 2024).

وبالنسبة للمتغيرات المستقلة في النموذج المستخدم فيمكن تعريفها، وإبراز تأثيرها المتوقع على المتغير التابع كالتالي:

**Inf = التضخم**، ويُستخدم معدل التضخم كمؤشر لهذا المتغير. ويُعبر عنه كما يقيسه مؤشر أسعار المستهلكين بالتغير السنوي للنسبة المئوية في التكلفة على المستهلك

المتوسط للحصول على سلة من السلع والخدمات التي يمكن أن تثبت أو تتغير على فترات زمنية محددة. ويوجد تأثيراً سلبياً للتضخم على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، فكلما ارتفع معدل التضخم انخفضت فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. حيث يُضعف ارتفاع التضخم من قوة العملة المصرية (الجنيه) مع ارتفاع أسعار السلع، مما يُقلل من قدرتها التنافسية وتراجع الطلب. في المقابل، يُمكن أن يُعزز انخفاض التضخم قيمة العملة.

**I = سعر الفائدة**، ويُعبر عنه بسعر الفائدة على الودائع، وهو السعر الذي تدفعه البنوك التجارية أو البنوك المماثلة على الودائع تحت الطلب، أو الودائع لأجل، والودائع الادخارية. ومن المتوقع أن يؤثر سعر الفائدة إيجابياً على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، فزيادة سعر الفائدة يعمل على تخفيض معدل التضخم وهذا يساعد على زيادة قوة العملة المحلية (الجنيه المصري)، ويرفع من فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر.

**Re = الاحتياطات**، ويُستخدم إجمالي الاحتياطات، وفقاً للبنك الدولي، ويشتمل على (حيازات الذهب النقدي، وحقوق السحب الخاصة، واحتياطات البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي التي في حوزة الجهاز المصرفي المصري، وحيازات النقد الأجنبي التي تحت سيطرة السلطات النقدية. ويتم تقدير قيمة مكون الذهب في هذه الاحتياطات في نهاية السنة (٣١ ديسمبر/كانون الأول) حسب أسعار لندن. والبيانات معبر عنها بالقيمة الحالية للدولار الأمريكي. ويتلخص التأثير المتوقع لهذا المتغير المستقل على المتغير التابع (فعالية سعر الصرف)، في أنه يؤدي زيادة الاحتياطات النقدية إلى المحافظة على ثبات سعر صرف العملة المحلية مما يعمل على زيادة فعالية سياسة سعر الصرف في مصر، وبالتالي يكون تأثير هذا المتغير المستقل إيجابياً على فعالية سياسة سعر الصرف فيها.

**Nx = صافي الصادرات**، ويتم التعبير عنه بصافي التجارة في السلع والخدمات (الميزان الجاري، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي) ، وفقاً لصندوق النقد الدولي، والكتاب السنوي لإحصاءات ميزان المدفوعات. وينتج صافي التجارة في السلع والخدمات من مقابلة الواردات والصادرات من السلع والخدمات. حيث تشمل صادرات واردات السلع والخدمات جميع المعاملات التي تشمل تغيير ملكية السلع والخدمات بين أطراف مقيمة في دولة ما

وبقية دول العالم. والبيانات معبر عنها بالقيمة الحالية للدولار الأمريكي. ومن المتوقع أن يؤثر صافي الصادرات إيجابياً على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، فزيادة صافي الصادرات يؤدي إلى زيادة رصيد الدولة من الاحتياطي من العملة الأجنبية مما يساعدها على يرفع من فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي. وبالتالي يكون تأثير هذا المتغير المستقل إيجابياً على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي فيها.

**Hm = الأموال الساخنة**، ويتم التعبير عنه بالدين قصير الأجل كنسبة من إجمالي الدين الخارجي، وفقاً للبنك الدولي. ويشتمل الدين الخارجي قصير الأجل على كافة الديون المستحقة لغير المقيمين والقابلة للسداد بالعملة الصعبة أو من خلال سلع أو خدمات، والتي يبلغ أجل استحقاقها الأصلي عاماً واحداً أو أقل، والفوائد المتأخرة على الديون طويلة الأجل. علماً بأن الدين الخارجي هو مبلغ الدين العام والمضمون من قبل الحكومة، والدين الخاص طويل الأجل غير المضمون، واستخدام ائتمان صندوق النقد الدولي، والدين قصير الأجل. وقد أكد البنك الدولي، والسلطة النقدية في مصر على أن زيادة الأموال الساخنة تعمل على تقليل فعالية سياسة سعر الصرف فيها، وهذا يعني وجود تأثير سلبي للموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف في مصر.

**U = حد الخطأ العشوائي.**

وتشير المعلمة ( $\alpha$ ) إلى ثابت المعادلة، أما كل من ( $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ ) فتشير إلى معاملات المتغيرات المستقلة.

وتجدر الإشارة إلى أنه بعد قياس المعادلة رقم (١) ظهر في النتائج أن هناك مشكلة الارتباط السلسلي (الارتباط الذاتي) بين قيم حد الخطأ ( $u$ ) عبر الزمن Autocorrelation، ولعلاج هذه المشكلة سيتم استخدام نموذج (Auto regression model AR(1)، حيث يعمل فيه المتغير التابع (وهو فعالية سياسة سعر الصرف) كمتغير مستقل مبطاً لفترة زمنية واحدة ( $t-1$ ) ويكون رمزه ( $Ex_{(t-1)}$ ) (Gujarati, 2003). ليصبح النموذج الخطي المستخدم في هذا الشكل:

$$Ex_t = \alpha + \beta_1 Inf_t + \beta_2 Nx_t + \beta_3 I_t + \beta_4 Re_t + \beta_5 Hm_t + Ex_{(t-1)} + u_t \quad (2)$$

ويكون التأثير المتوقع لفعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي مبطاً لفترة زمنية واحدة  $Ex_{(t-1)}$  كأحد المتغيرات المستقلة: أن تأثير هذا المتغير المستقل على فعالية سياسة سعر الصرف في الفترة  $t$  إيجابياً، حيث إنه عندما تزداد قيمته في الفترة  $t-1$  تزداد قيمته في الفترة  $t$ .

#### ٦-٢ - نتائج النموذج:

ولتقدير النموذج تم استخدام البرنامج الإحصائي (E-views10) باستخدام نموذج انحدار خطي، وطريقة المربعات الصغرى العامة OLS، ويمكن تلخيص نتائج تقدير النموذج في هذا الجدول التالي رقم (٢).

جدول رقم (٢) نتائج تقدير النموذج

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	1.173129	4.39410	0.0003
Inf	-0.149004	-5.02062	0.0001
I	0.673536	4.59362	0.0002
Re	7.06E-10	1.94133	0.0567
Nx	2.62E-10	2.81241	0.0104
Hm	-0.134344	2.22757	0.0370
$Ex_{(t-1)}$	0.147995	3.57038	0.0020
R-squared	0.843264		
Adjusted R-squared	0.807642		
F-statistic	101.2425		
Prob. (F-statistic)	0.000000		
Durbin-Watson stat	1.97367		

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج (E-views10).

وقد تم استخدام اختبار Harvey للتحقق من احتمال وجود مشكلة عدم ثبات تباين حد الخطأ Heteroscedasticity من عدمه. وتتمثل فروض هذا الاختبار في (Damodar, 2003; Badi, 2005):

فرض العدم: ثبات تباين حد الخطأ العشوائي Homoscedasticity.

الفرض البديل: عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي Heteroscedasticity.

فإذا اتضح من هذا الاختبار أن قيمة الاحتمال Prob. لإحصائيته أكبر من ٠.٠٥، يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل، وهذا يعني عدم وجود مشكلة عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي. أما إذا كانت قيمة الاحتمال أقل من ٠.٠٥، يتم رفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل، وهذا يعني وجود المشكلة ويجب علاجها. وتتلخص نتائج هذا الاختبار في الجدول التالي رقم (٣).

جدول رقم (٣) نتائج اختبار Harvey للنموذج

Harvey test for heteroscedasticity	
Obs*R-squared	3.265066
Prob. chi <sup>2</sup>	0.7749

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج البرنامج (E-views10).

تُظهر نتائج الاختبار أن قيمة الاحتمال أعلى من ٠.٠٥، فهي تساوي ٠.٧٧٤٩. وهذا يدل على عدم وجود مشكلة عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي heteroscedasticity في النموذج المستخدم، ولذلك تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS.

### ٦-٣- تفسير وتقييم النموذج:

ويمكن تفسير نتائج التقدير بالجدول رقم (٤) كما يلي، حيث تشير نتائج تقدير النموذج إلى أن قيمة ثابت المعادلة تساوي ١.١٧٣١٢٩، وهذا يعني أن مؤشر فعالية سعر الصرف الأجنبي يساوي ١.١٧٣١٢٩ عندما تكون جميع المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج (مؤشر التضخم، ومؤشر سعر الفائدة، ومؤشر الاحتياطي، ومؤشر صافي

الصادرات، ومؤشر الأموال الساخنة، ومؤشر فعالية سعر الصرف مبطاً لفترة زمنية واحدة) مساوية للصفر.

وتشير النتائج السابقة أن هناك تأثيراً سلبياً للتضخم على مؤشر فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي، فإذا ارتفع التضخم بمقدار الوحدة يؤدي هذا إلى تقليل فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر بنحو ٠.٠١٤٩٠٠٤. يؤثر التضخم بشكل مباشر على أسعار الصرف من خلال التأثير على القدرة الشرائية للعملة، حيث عادةً ما يُضعف ارتفاع التضخم العملة مع ارتفاع أسعار السلع، مما يُقلل من قدرتها التنافسية وتراجع الطلب وهذا بدوره يعرقل عمل سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. في المقابل، يُمكن أن يُعزز انخفاض التضخم قيمة العملة المحلية، خاصةً عند اقترانه بارتفاع أسعار الفائدة. كما يتضح من النتائج أن التضخم متغير مستقل معنوي التأثير إحصائياً على فعالية سياسة سعر الصرف في مصر عند مستوى معنوية ٥٪.

ويلاحظ من النتائج السابقة أن هناك تأثيراً إيجابياً بين سعر الفائدة وفعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، حيث إنه عندما يرتفع سعر الفائدة بمقدار الوحدة، يعمل على تخفيض معدل التضخم وهذا يساعد على زيادة قوة العملة المحلية (الجنيه المصري)، ويرفع من فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر بنحو 0.673536، وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية، وتُعد هذه العلاقة معنوية إحصائياً عند مستوى معنوية 5٪.

ويتضح من النتائج السابقة أن الاحتياطات تؤثر إيجابياً على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، فتؤدي زيادة الاحتياطات النقدية بمقدار الوحدة إلى زيادة فعالية سياسة سعر الصرف بنحو  $7.06E-10$ ، وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية، وتُعد هذه العلاقة معنوية إحصائياً عند مستوى معنوية 5٪.

أما بالنسبة لصافي الصادرات يؤثر إيجابياً على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، فزيادة صافي الصادرات بمقدار الوحدة يؤدي إلى زيادة رصيد الدولة من الاحتياطي من العملة الأجنبية ويرفع من فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي بنحو  $2.62E-10$ . وهو ما يتفق مع التأثير المتوقع لهذا المتغير على فعالية سياسة سعر

الصرف الأجنبي في مصر. كما أن صافي الصادرات متغير مستقل معنوي التأثير إحصائياً على فعالية سياسة سعر الصرف عند معنوية ٥٪.

ويتضح من النتائج أن الأموال الساخنة تؤثر سلبياً على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي، حيث إنه إذا زادت الأموال الساخنة بمقدار الوحدة نقل فعالية سياسة سعر الصرفي بنحو ١.٣٤٣٤٤، وهذا يتناسب مع النظرية الاقتصادية. حيث إنه بزيادة تدفق الأموال الساخنة في مصر يعمل على عرقلة عمل سياسة سعر الصرف فيها نتيجة الخروج السريع لهذه الأموال مما يتسبب في فجوة مالية<sup>(٣)</sup> بشكل مفاجئ، وهذا دوره يعرقل عمل سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. كما أن الأموال الساخنة متغير مستقل له تأثير معنوي إحصائياً على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي عند مستوى معنوية ٥٪.

أما بالنسبة لفعالية سياسة سعر الصرف المبطل لفترة زمنية واحدة في الفترة  $t-1$  فيلاحظ أنه يؤثر إيجابياً في الفترة  $t$ . فإذا زادت فعالية سياسة سعر الصرف في الفترة  $t-1$  بمقدار الوحدة، ترتفع قيمتها في الفترة  $t$  بمقدار ٠.١٤٧٩٩٥، في حالة ثبات المتغيرات المستقلة الأخرى. ويعد مؤشر فعالية سياسة سعر الصرف المبطل لفترة زمنية واحدة متغير معنوي التأثير إحصائياً على مؤشر فعالية سياسة سعر الصرف في مصر في الفترة  $t$  عند مستوى معنوية ٥٪.

وقيمة  $R^2$  تساوي ٠.٨٤٣٢٦٤ أي أن المتغيرات المستقلة الموجودة في النموذج وهي: التضخم، وسعر الفائدة، والاحتياطيات، وصافي الصادرات، والأموال الساخنة، وفعالية سعر الصرف مبطل لفترة زمنية واحدة تُفسر نحو ٨٤.٣٢٦٤٪ من التغيرات الحادثة في المتغير التابع وهو فعالية سياسة سعر الصرف في مصر. كما أن قيمة Adjusted  $R^2$  تكاد تساوي قيمة  $R^2$  وهي ٠.٨٠٧٦٤٢ أي ٨٠.٧٦٤٢٪. كما يُلاحظ أن قيمة  $F$ -statistic مرتفعة، باحتمال يساوي ٠.٠٠٠٠٠٠، وهذا يدل على أن النموذج المستخدم معنوي، أي أن هناك تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة مجتمعة على فعالية سياسة سعر الصرف في مصر خلال فترة الدراسة.

(٣) تُعرف الفجوة المالية، بمقياس إجمالي مديونية الحكومة، وهي عبارة عن الفرق بين القيمة الحالية لجميع الإلتزامات المالية المتوقعة للحكومة، بما في ذلك النفقات المستقبلية، وخدمة الدين الفيدرالي الرسمي المستحق، والقيمة الحالية لجميع الضرائب المستقبلية المتوقعة وغيرها من الإيرادات، والدخل المستحق من الملكية الحالية للحكومة للأصول المالية (Mansour, 2023).

وقيمة Durbin-Watson فهي تساوي ١.٩٧٣٦٧، وهذا يعني أن القياس قد يخلو تقريباً من مشكلة الارتباط الذاتي Autocorrelation بين قيم حد الخطأ (U) عبر الزمن عند مستوى معنويه ٥٪ (حيث إن قيمة DW تقع في منطقة القبول)، أي أن قيمة حد الخطأ العشوائي لا ترتبط ببعضها البعض عبر الزمن.

ويتضح من العرض السابق أن الأموال الساخنة تؤثر سلبياً على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، وأن هذا التأثير يكون معنوياً إحصائياً. وبذلك تتوصل الدراسة إلى أن توفير الأموال الساخنة واتساع دائرتها في مصر يعمل على تخفيض فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي فيها، نتيجة أنها تؤثر سلبياً على معدل التضخم وتزيد من عجز ميزان المدفوعات والميزان التجاري المصري وحجم الاحتياطيات من النقد الأجنبي، وهذا بدوره يؤثر بالسلب على قيمة العملة المحلية ويعرقل عمل السلطة النقدية لاتخاذ سياسة سعر الصرف. مما يحقق فرضية الدراسة وهي: "تؤدي الأموال الساخنة إلى تخفيض فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر".

#### ٧- النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية:

##### ٧-١- النتائج:

استعرضت هذه الدراسة تحليلاً للأموال الساخنة بداية بمفهومها؛ وخصائصها؛ وآلية عملها؛ ومزاياها وعيوبها. وكذلك قدمت الدراسة تحليلاً لسياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر من حيث مفهومه، ومراحل تطوره، وأدوات سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، والتحديات التي تواجهها. وأيضاً أبرزت هذه الدراسة دور الأموال الساخنة في تخفيض فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، وقدمت نموذجاً قياسيماً لاختبار أثر الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر. ويمكن تلخيص أهم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة، فيما يلي:

١. تتسم سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر بعدم الفعالية نتيجة الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد المصري.
٢. أن انتشار الأوبئة واتساع الحروب فيها، كعوامل سياسية تؤدي إلى اتساع هروب الأموال الساخنة من مصر وخاصة خلال السنوات الأخيرة.

٣. يؤثر حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي على سعر الصرف الأجنبي واستقرار قيمة الجنيه المصري.
٤. تؤثر التقلبات في أسعار الفائدة في مصر على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي نتيجة أنه عندما يرتفع سعر الفائدة بمقدار الوحدة، يعمل على تخفيض معدل التضخم وهذا يساعد على زيادة قوة العملة المحلية (الجنيه المصري).
٥. يعمل احتياج مصر لقرض صندوق النقد الدولي على إجبارها على اتباع سياسات اقتصادية معينة مثل إلغاء الدعم واتباع سياسة صرف مرنة.
٦. اتجاه مصر للاعتماد في تمويل مشروعاتها على الأموال الساخنة فيها، وهذا يؤثر سلبياً على فعالية سياساتها الاقتصادية.
٧. تعمل الأموال الساخنة كمسكنات اقتصادية سريعة المفعول ترفع السيولة وتدعم سعر الصرف الأجنبي مؤقتاً، ولكنها تقلل من فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر سبب سهولة تحولها إلى "نزيف مالي" عند أول مؤشر أزمة.

#### ٧-٢ - التوصيات:

- بناءً على النتائج السابقة التي توصلت إليها الدراسة، يمكن توجيه عدد من التوصيات التي يتعين على متخذي القرار وصانعي السياسات الاقتصادية أخذها في الاعتبار لتعزيز فعالية سياسة سعر الصرف في مصر، ولعل أهم هذه التوصيات ما يلي:
- ١) يتعين على مصر تنويع مصادر التمويل بها، من خلال اعتمادها على الاستثمار الأجنبي المباشر بدلاً من التركيز على الاستثمار الأجنبي غير المباشر.
  - ٢) يجب على مصر فرض قيود على مدة بقاء الأموال أو ضرائب على خروج الأموال الساخنة مثل نموذج البرازيل الذي يفرض ضرائب تصل إلى ٥٠٪ على الأموال الخارجة التي لا تبقى لأكثر من عامين، مما يقلل المضاربات ويحمي الاقتصاد من الأزمات.
  - ٣) ضرورة تعزيز الشفافية بما يخص أهداف المستثمرين وتوقيات خروج أموالهم من الدولة لتجنب الصدمات المالية.
  - ٤) يجب على مصر توفير بيئة قانونية وتشريعية تساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية بما يرفع معدلات النمو فيها.

- ٥) يتعين على مصر التحرير الكامل للصرف دون إصلاحات مالية متوازنة من خلال ضبط العجز ودعم الإنتاج، حتى لا يرفع تعرض اقتصادها للأزمات الاقتصادية.
- ٦) ضرورة التركيز على الصناعات التحويلية والخدمات الرقمية لتقليل الاعتماد الواسع على الواردات من السلع، مما يقلل أهمية الأموال الساخنة بالنسبة للاقتصاد المصري.
- ٧) يتعين على السلطة النقدية المصرية تطوير آليات نقدية غير تقليدية كالشهادات الدلارية للمصريين بالخارج لتوفير العملة الصعبة.
- ٨) ضرورة تفعيل اتفاقيات التجارة الحرة الأفريقية لخلق أسواق بديلة عن الأسواق الأوروبية، والحد من مخاطر الصرف.
- ٩) يجب على مصر تنويع مصادر التمويل لمشروعات التنمية فيها، والاعتماد على الاستثمار الأجنبي المباشر بدلاً من التركيز على الديون قصيرة الأجل.
- ١٠) يجب تحديد آجال دنيا للاستثمار كاشتراط بقاء الأموال ٦ أشهر كحد أدنى في السوق.
- ١١) تحويل الأموال الساخنة إلى استثمارات مستقرة عبر ربطها بمشروعات بنية تحتية أو تحفيز الاستثمار المباشر طويل الأجل.

### ٧-٣- البحوث المستقبلية:

ركزت الدراسة الحالية على إبراز أثر الأموال الساخنة على فعالية سياسة سعر الصرف الأجنبي في مصر، ولكن يمكن إجراء هذه الدراسة على الدول النامية ضمن الدراسات المستقبلية. كذلك يمكن دراسة أثر الأموال الساخنة على ميزان المدفوعات في مصر. ويمكن تناول أثر الأموال الساخنة على التضخم في مصر أو الدول العربية. كذلك يُقترح اختبار أثر الأموال الساخنة على استقرار سياسة سعر الصرف الأجنبي في الدول النامية.

## ٨- المراجع:

## ٨-١- المراجع العربية:

- أبو ضيف، سلوى (٢٠٢١). "محددات سعر الصرف في مصر وانعكاساتها على التنمية الاقتصادية دراسة قياسية خلال الفترة (١٩٧١-٢٠١٨)", *المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية*. كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية. جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية. المملكة العربية السعودية. ٥ (١٢). ٢٤-١.
- السقا، محمد (١٩٩٩). "محددات هروب الأموال الساخنة من الاقتصاد الكويتي". *مجلة العلوم الاجتماعية*. جامعة الكويت. ٢٧ (٢). ٣١-٦٠.
- العلا، رمضان (٢٠١٠). "الدور الاقتصادي لتدفقات رؤوس الأموال الدولية: دراسة حالة (شرق آسيا)". *مجلة دراسات العدد الاقتصادي*. جامعة الأغواط. (١). ١٦١-١٨٨.
- بدوي، نسرين (٢٠١٨). "أثر الابتكارات المالية على فعالية السياسة النقدية في الدول النامية". رسالة دكتوراه. كلية التجارة وإدارة الأعمال. جامعة حلوان.
- سالم، محمد (٢٠٢٤)، "تأثير تقلبات سعر الصرف على تقلبات أسعار الأسهم الاستنتاجات النظرية والعملية باستخدام منهجية ADRL". *الجمعية العلمية للدراسات والبحوث التطبيقية، مجلة العلوم التجارية والبيئية*. ٣ (١). ٤٢-٦٠.
- صالح، هاني (٢٠٢٤)، "الأموال الساخنة وظلال الأزمة المالية الحالية في مصر". وحدة السياسة المالية. وزارة المالية المصرية.
- مسعد، ماجد (٢٠٢٤). "الاستثمار الأجنبي غير المباشر: عوامل الجذب والآفاق المستقبلية". *مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار*. مجلس الوزراء المصري.
- منصور، رضا (٢٠٢٣)، "أثر الفجوة التمويلية على تحقيق أهداف التنمية المستدامة - مصر ٢٠٣٠ ومحددات معالجتها". *مجلة حقوق دمياط للدراسات القانونية والاقتصادية*. ٧ (٧). ٨٠-١١٧.
- وزارة التخطيط العراقي (٢٠٢٢)، "قياس فاعلية سياسة سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في العراق". دائرة السياسات الاقتصادية والمالية. وزارة التخطيط العراقية.

- Abudeif, Salwa (2021). Determinants of the exchange rate in Egypt and their implications for economic development econometrics study during the period (1971-2018). *Journal of Economic, Administrative and Legal Sciences*. Economics and Management Science Faculty. Imam Mohamed Ben Saud University. 5 (12). 1 – 24. (In Arabic).
- Baltagi, B. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons Ltd, 3rd ed, England.
- Central Bank of Egypt (CBE) (2025). *Ensuring monetary stability and banking system soundness, as well as price stability within the context of the general economic policy of the state*. Retrieved from: <https://www.cbe.org.eg/en/> .
- Central Bank of Egypt (CBE) (2024). *Ensuring monetary stability and banking system soundness, as well as price stability within the context of the general economic policy of the state*. Retrieved from: <https://www.cbe.org.eg/en/> .
- Central Bank of Egypt (CBE) (2023). *Economic Review. Economic Research Sector*. 63 (2). Retrieved from: <https://www.cbe.org.eg/-/media/project/cbe/listing/research/volumes/2022-2023/volume-63-no,-d,-,-2-en.pdf> .
- Central Bank of Egypt (CBE) (2005). *Annual Report*. Retrieved from: <https://www.cbe.org.eg/en/> .
- Chari, V. & Kehoe, Patrick (2003). Hot Money. *Journal of Political Economy*, 111(6), 1262-1292. Retrieved from: <https://www.researchgate.net/publication/24104332> .
- Economic and Social Commmission for Western Asia (ESCWA) (2023). *The Second Arab Report on Multidimensional Poverty*. United Nations. Retrieved from: <http://www.unescwa.org> .
- Gujarati, D. (2003). *Basic Econometrics*, McGraw Hill, Fourth edition, United States of America.
- Guliyeva, A. (2022). Hot Money and Instability in Emerging Economies: Short-term Capital Movements in Turkey. University of Warsaw. Faculty of Economic Science. Warsaw Retrieved from: [https://www.researchgate.net/publication/362733268\\_Hot\\_Money\\_and\\_Instability\\_in\\_Emerging\\_Economies](https://www.researchgate.net/publication/362733268_Hot_Money_and_Instability_in_Emerging_Economies)
- International Monetary Funds (IMF) (2024). *World Economic Outlook: Policy Pivot, Rising Threats*. IMF. Retrieved from: <http://www.imf.org> .

- International Monetary Funds (IMF) (2024). A guide to enhance the integrity of international financial systems. *Finance & Development. A Quarterly Publication of the International Monetary Fund*. 61 (2). Retrieved from: <http://www.imf.org> .
- International Monetary Funds (IMF) (2025). World Economic Outlook: Database. World Economic and Financial Surveys. IMF. Retrieved from: <http://www.imf.org> .
- International Monetary Funds (IMF) (2024). *Report for Selected Countries and Subjects*. IMF. Retrieved from: <http://www.imf.org> .
- Iraqi Ministry of Planning (2022), Measuring the Effectiveness of Exchange Rate Policy on Some Macroeconomic Variables in Iraq. Department of Economic and Financial Policies. Iraqi Ministry of Planning.
- Laala, R. (2010). The Economic Role of International Capital Flows: A Case Study (East Asian Countries). *Dirassat Journal Economic Issue*. Laghouat University. 1(1). 161-188. (In Arabic).
- Mosaad, M. (2024). Foreign Indirect Investment: Attractive Factors and Future Prospects. *Information and Decision Support Center*. Egyptian Cabinet. (In Arabic).
- McKinnon, Ronald & Liu, Zhao (2013). Hot money flows, commodity price cycles, and financial repression in the US and the people's Republic of China: The consequences of near zero US interest rates. *Asian Development Bank (ADB) Working Paper Series on Regional Economic Integration* 107. <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/30133/hot-money-flows-commodity-price-cycles-zero-interest-rates.pdf> .
- Martin, F. & Morrison, M. (2008). China's hot money problems. *Congressional Research Service (Report)*. <https://www.congress.gov/crs-product/RS22921>.
- Saleh, Hani (2024), "Hot Money and the Shadows of Current Financial Currencies in Egypt." Financial Policy Unit. Egyptian Ministry of Finance. Justice Reports (13). (In Arabic).
- Salem.M. (2024). The impact of exchange rate fluctuations on stock prices fluctuations theoretical and practical implication by ARDL Approach. *Journal of Business and Environmental Sciences*. 3(1). 42-60. (In Arabic).
- Sabry, Gehad (2017). The Impact of Liberalization of the Egyptian Pound on Domestic Prices and Some Other Variables (1990 – 2016): An Applied Study. *Scientific Journal of Business Research and Studies*.

31(3). 793-834. Retrieved from:  
[https://sirbs.journals.ekb.eg/article\\_134532.html](https://sirbs.journals.ekb.eg/article_134532.html).

The Egyptian Center for Economic Studies (ECES). (2025). Egypt's Economic Profile and Statistics – 2025. Retrieved from:  
<https://eces.org.eg/en/> .

United Nations (2024). *World Population Prospects 2024*, Retrieved from:  
<https://www.un.org>.

\_\_\_\_\_ (2022b). *Annual report*, Egypt. Retrieved from:  
<https://documents1.worldbank.org/curated/en/099510011012235419/pdf/P17729200725ff0170ba05031a8d4ac26d7.pdf>

World Bank (WB) (2018). *New Economy: Middle East and North Africa, Monitor for Middle East and North Africa*, Washing Ton. Retrieved from: <https://www.albankaldawli.org/ar/region/publication/mena-economic-monitor-october-2018-a-new-economy-for-mena> .

World Bank (WB) (2022). *Human Development Index (HDI)*, Retrieved from: <https://hdr.undp.org/data-center/human-development-index#/indicies/HDI> .

World Bank (WB) (2022). *World Development Indicators*, Oxford University Press, Washing ton. Retrieved from: <http://data.albankaldawli.org> .

World Bank (WB) (2023). *Status of Comprehensive Instant Payment System in Africa, World Bank; Africa Nenda; UNECA*. Retrieved from: <https://www.africanenda.org/ar/siips2023> .

World Bank (WB) (2024). *Abetter Bank for abetter World, Annual report 2024*. Retrieved from:  
<https://documents1.worldbank.org/curated/en/099101824180532047/pdf/BOSIB13bdde89d07f1b3711dd8e86adb477.pdf>