

**آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية
(تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة-
حقوق المستثمرين والتزاماتهم)**

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح
أستاذ الاقتصاد السياسي المساعد- ومدير مركز الدراسات القانونية
والاقتصادية- والمشرف العام على إدارة الامتحانات والنتائج الإلكترونية-
بكلية الحقوق- جامعة عين شمس

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة – حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

ملخص الدراسة:

قد انتهجت مصر سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية منذ ١٩٩١م تنفيذاً لبرنامج الإصلاح الاقتصادي والتكليف الهيكلي، وتوالت قرارات تخفيض سعر الصرف، فقد صدر قرار البنك المركزي بتخفيض قيمة العملة في ٢٠١٦م، وفي مارس ٢٠٢٢م، وفي أكتوبر ٢٠٢٢م، وفي يناير ٢٠٢٣م، وجاء التخفيض الكبير في مارس ٢٠٢٤م؛ مما أدى إلى تخفيض القيمة إلى ٠.٠٢٠ دولار.

وتؤثر سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية في العائد المتوقع من الاستثمار، وتعرض المستثمر لخطر الترجمة؛ أي ترجمة قيمة أصوله والتزاماته من العملة الوطنية للعملة الأجنبية؛ وذلك لأن المستثمر الأجنبي يقدم على الاستثمار بسعر الصرف الحالي، ثم يسترد أمواله وأرباحه مستقبلاً، وفقاً لسعر الصرف في المستقبل؛ مما يؤثر في مستوى الأرباح، ويضعف الحافز على الاستثمار.

وتهدف هذه الورقة البحثية إلى بيان محددات سعر الصرف؛ للوقوف على أسباب تدهور سعر صرف العملة الوطنية، والتنبؤ بقرار السلطات النقدية بالتخفيض؛ مما يمكن المستثمر من اتخاذ قراره في ضوء المؤشرات الاقتصادية لسعر الصرف، والاستفادة من التجارب الدولية في استخدام أداة سعر الصرف لتهيئة مناخ الاستثمار، وبيان أثر تخفيض سعر صرف العملة الوطنية في حقوق المستثمر والتزاماته، وأثر ذلك في تدفق الاستثمارات الأجنبية بنوعيتها (المباشرة – الحافطة).

لتحقيق أهداف الدراسة قسمتها على ثلاثة مباحث، بالإضافة إلى مبحث تمهيدي:

تناول **المبحث التمهيدي** بيان ماهية سعر الصرف، ثم وضحت أسباب سياسة

تخفيض سعر الصرف، وشروط نجاحها.

ثم خصصت **المبحث الأول** لدراسة محددات سعر الصرف، وقسمتها على

محددات داخلية، ومحددات خارجية.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

وطرحتُ في **المبحث الثاني**: تجارب دولية في تحرير سعر الصرف موضحة آثار تخفيض سعر الصرف اليوان الصيني، ورفع سعر صرف الدولار السنغافوري على تدفق الاستثمارات الأجنبية.

وعرضتُ في **المبحث الثالث**: آثار تخفيض سعر صرف الجنيه المصري على الاستثمارات الأجنبية، موضحة آثارها على حقوق المستثمرين والتزاماتهم، وسبل مواجهة خطر الترجمة، وآثارها على معدل تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة، ثم انتهت الدراسة بخاتمة توضح أهم النتائج والتوصيات.

الكلمات المفتاحية: سياسة تخفيض سعر الصرف- إفقار الجار- التعويم المدار- محددات سعر الصرف- خطر الترجمة- الأداء التصديري- المضاربة على العملة.

Effects of exchange rate liberalization on foreign investments (FDI and portfolio flow- investor rights and obligations)

A Study Conducted by

Sally Samir Fahmy Abd-Elmessih

**Assistant Professor of Political Economy and Financial
Legislation**

Faculty of Law- Ain Shams University

Abstract:

Egypt has pursued a policy of devaluation of the national currency since 1991 in implementation of the economic reform and structural adjustment program, and successive decisions to reduce the exchange rate, as the Central Bank's decision to devalue the currency was issued in 2016, March 2022, October 2022, and January 2023, and the significant devaluation came in March 2024, which led to the devaluation of \$ 0.020.

The policy of reducing the exchange rate of the national currency affects the expected return on investment, and exposes the investor to the risk of translation, Which means: translating the value of his assets and liabilities from the national currency into foreign currency, because the foreign investor invests at the current exchange rate, and then recovers his money and profits in the future, according to the exchange rate in the future, which affects the level of profits, and weakens the incentive to invest.

This research paper aims to clarify the determinants of the exchange rate, to identify the reasons for the deterioration of the exchange rate of the national currency, and to predict the decision of the monetary authorities to depreciate, which enables the investor to make his decision considering the economic indicators of the exchange rate. Benefiting from international experience in using the exchange rate instrument to create an investment climate and showing the impact of the devaluation of the national currency exchange rate on the rights and obligations of the investor and its impact on the flow of foreign investments of both types (direct and portfolio).

To achieve the objectives of the study, it was divided into three sections, in addition to an introductory topic:

In **The introductory** topic: the researcher dealt with the description of the exchange rate is, then explained the reasons for the exchange rate reduction policy and the conditions for its success.

Then presented in the **first topic** to the study of the determinants of the exchange rate and divided into internal determinants and external determinants.

and presented in the **second topic** the international experiences in the liberalization of the exchange rate, explaining the effects of the devaluation of the Chinese yuan and raising the exchange rate of the Singapore dollar on the flow of foreign investments.

In the **third topic** the researcher dealt with the effects of floating the exchange rate of the Egyptian pound on foreign investments, explaining its effects on the rights and obligations of investors and ways to confront the risk of translation, and its effects on the flow rate of foreign direct investments and portfolio, Then the study concluded with a conclusion explaining the most important findings and recommendations.

Key Words: exchange rate devaluation policy- beggar-thy-neighbor- managed float- exchange rate determinants- translation risk- export performance- currency speculation.

مقدمة

يُعَدُّ سعر الصرف أحد أهم أدوات السياسة النقدية في مواجهة الصدمات الداخلية والخارجية، فقد اعتمدت بعض الدول؛ مثل: سنغافورة على أداة سعر الصرف لمواجهة الأزمات المالية الأسيوية؛ إذ يؤدي سعر الصرف دورًا محوريًا في تنافسية الاقتصاد الوطني، ويُعَدُّ مساهمًا كبيرًا في انتشار الأزمات الاقتصادية العالمية بين الدول، ويرتبط سعر صرف العملة الوطنية بعدة متغيرات اقتصادية كلية؛ مثل: معدل التضخم، ومعدل الفائدة، وتنمية الصناعات المحلية والتصديرية، ومعدل تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة...إلخ.

لذلك لا أبالغ في القول بأن درجة الاستقرار الاقتصادي للدولة المعنية، ومدى جودة الأداء الاقتصادي يرتبط ارتباطًا وثيقًا باستقرار سعر صرف العملة الوطنية؛ ومن هنا تأتي أهمية الدراسة؛ إذ إنَّ قرار تحرير قيمة العملة الوطنية، وما ينتج عنه من آثار سواء رفع قيمة العملة الوطنية أو تخفيضها أو انخفاضها من الموضوعات المهمة التي تحظى باهتمام كل دول العالم؛ لما له من آثار على مختلف المتغيرات الاقتصادية لا سيما على الاستثمارات الأجنبية بشقيها المباشرة والحافطة، وحركة رؤوس الأموال.

وقد بدأت مصر تتبّع سياسة تحرير سعر الصرف ضمن برنامج الإصلاح الاقتصادي منذ ١٩٩١، وأعلن البنك المركزي تعويمًا جزئيًا لسعر الصرف في ٢٠١٦، ونتج عنه تخفيض قيمة الجنيه المصري بنسبة ٤٥٪، واتجهت الحكومة بالتوازي لإجراء عدة إصلاحات، منها: ترشيد الدعم وتخفيضه، وزيادة الضرائب والإصلاحات الهيكلية لتعزيز النمو الاقتصادي، ثم صدر قرار بتحرير سعر الصرف جزئيًا، وتخفيض قيمة العملة في مارس ٢٠٢٢ بنحو ١٦٪ وفي أكتوبر ٢٠٢٢، وفي يناير ٢٠٢٣ بنسبة ٣٨٪، ثم تعويم الجنيه في مارس ٢٠٢٤؛ مما أدى إلى انخفاض القيمة إلى ٠.٠٢ دولار.

وقد نتج عن سياسة تحرير سعر الصرف آثار اقتصادية على المستوى الكلي والجزئي، لا سيما أنَّ مصر تعتمد في سد احتياجاتها على الاستيراد من الخارج.

أهداف البحث:

يَهْدَفُ هذا البحث إلى ما يأتي:

١. توضيح محددات سعر الصرف.
٢. أهداف الدولة من تخفيض سعر صرف العملة الوطنية.

٣. شروط نجاح سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية.
٤. التنبؤ بقرار السلطات النقدية بالتخفيض؛ مما يمكن المستثمر من اتخاذ قراره في ضوء المؤشرات الاقتصادية لسعر الصرف.
٥. توضيح أثر تخفيض قيمة العملة الوطنية في تدفق الاستثمارات الأجنبية بنوعيتها (المباشر والحافطة) قبل قرار التخفيض وبعده.
٦. الاستفادة من التجارب الدولية في استخدام أداة سعر الصرف لتهيئة مناخ الاستثمار.
٧. أثر تخفيض قيمة العملة في حقوق المستثمر والتزاماته.
٨. إستراتيجية مواجهة خطر الترجمة.

منهج البحث:

ستستخدم الباحثة المنهج الاستقرائي؛ لتوضيح كيفية استخدام أداة سعر الصرف؛ إذ تفضل بعض الدول رفع سعر الصرف، ويناسب بعضها الآخر تخفيض سعر الصرف، والمنهج التحليلي لتحليل محددات سعر الصرف وآثار تحرير سعر صرف العملة الوطنية على معدل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، وأثر ذلك في حقوق المستثمر والتزاماته، والمنهج المقارن لمقارنة كيفية استخدام الدول الأخرى لأداة سعر الصرف.

إشكالية البحث:

لقد ازداد استخدام مصر لسياسة تحرير سعر صرف الجنيه المصري، فقد صدر قرار البنك المركزي بتخفيض قيمة العملة في ٢٠١٦، وفي مارس ٢٠٢٢، وأكتوبر ٢٠٢٢، ويناير ٢٠٢٣، وجاء التخفيض الكبير في مارس ٢٠٢٤؛ مما أدى إلى انخفاض القيمة إلى ٠.٠٢ دولار.

ويؤثر تخفيض سعر صرف العملة الوطنية في تدفق الاستثمارات الأجنبية؛ لذلك تهتم الدراسة بتوضيح محددات سعر الصرف للوقوف على أسباب اتخاذ البنك المركزي قرار بتخفيض قيمة الجنيه المصري بعد استقراره نسبياً، وشروط نجاح سياسة تخفيض سعر الصرف، وآثار تحرير سعر الصرف تخفيضه على معدل تدفق الاستثمارات الأجنبية بنوعيتها (الحافطة والمباشرة)، وهجرة رؤوس الأموال، وتوضيح آلية حماية المستثمر لحقوقه المالية، فتحاول الدراسة الإجابة عن الكثير من التساؤلات.

تساؤلات البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة عن تساؤل رئيس يتمثل في:

ما أثر تحرير قيمة العملة الوطنية- سواء بالارتفاع أو التخفيض- في تدفق الاستثمار الأجنبي؟، ولتحقيق هدف الدراسة لا بُدَّ من الإجابة عن التساؤلات الآتية:

١. ما التغيرات التي حدثت في سعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة من ١٩٩١ إلى ٢٠٢٤؟

٢. ما أسباب انتهاج مصر سياسة تخفيض سعر الصرف؟

٣. ما الفرق بين تخفيض وانخفاض سعر الصرف؟

٤. لماذا ترفض الصين رفع سعر صرف اليوان؟

٥. لماذا رفعت سنغافورة سعر صرف عملتها؟

٦. هل البنك المركزي المصري مضطر إلى تخفيض سعر الدولار؟

٧. هل حققت سياسة تحرير سعر صرف العملة الوطنية الأهداف المرجوة منها؟

٨. ما أثر تغيير قيمة العملة الوطنية في تدفق الاستثمار الأجنبي (المباشر والاستثمارات الحافطة)؟

٩. ما أثر تغيير قيمة العملة في التزامات المستثمر الأجنبي وحقوقه؟

١٠. ما أثر ارتفاع سعر صرف الدولار في معدل التضخم؟

١١. هل يؤثر التقييم الخاطئ للعملة في جذب الاستثمار الأجنبي؟

١٢. هل دائماً يؤدي تحرير سعر الصرف إلى تخفيض قيمة العملة الوطنية؟

١٣. ما أثر تغيير سعر الصرف في ميزان المدفوعات؟

١٤. ما الضغوط الخارجية التي تجعل البنك المركزي مضطراً إلى اتخاذ قرار بخفيض قيمة العملة الوطنية؟

فروض البحث:

تتمثل فروض الدراسة فيما يأتي:

١. التقييم الخاطئ لقيمة الجنيه المصري بأعلى من قيمته يؤدي إلى فقدان الثقة في قوته؛ ومن ثمَّ هروب رؤوس الأموال الوطنية والأجنبية.

٢. توجد علاقة عكسية بين التقييم الخاطئ لقيمة العملة الوطنية وتدفق الاستثمارات الأجنبية.

٣. أن قرارات تحرير قيمة الجنيه المصري قرارات كاشفة للتغير في قيمة الجنية على أرض الواقع قبل صدور القرار.

٤. توجد علاقة تبادلية بين تحرير سعر الصرف ومعدل التضخم.
٥. توجد علاقة طردية بين سعر الفائدة الحقيقي وسعر الصرف.
٦. توجد علاقة طردية بين ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية وزيادة الودائع المصرفية بالعملة الأجنبية.
٧. يوجد تأثير تبادلي بين تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستقرار سعر الصرف.
٨. أن تحرير سعر الصرف له أثر محايد على الاستثمار الأجنبي المباشر بالنسبة لمصر.
٩. أن تحرير سعر الصرف له أثر محايد على الاستثمارات الأجنبية الحافظة بصفة عامة.
١٠. يؤدي الإفراط في الإصدار النقدي دون غطاء سلعي أو خدمي أو احتياطي من النقد الأجنبي أو ذهب إلى تدهور قيمة العملة الوطنية.
١١. تدهور سعر الصرف يعني وجود اختلال في الوضع الاقتصادي للدولة المعنية.
١٢. تتعدد محددات سعر الصرف منها ما يرجع لعوامل داخل الدولة، وأخرى لعوامل خارج الدولة.
١٣. إن تحقيق نمو سريع ومستدام للمعدل الصادرات يتطلب أكثر من مجرد تأثير سعري.
١٤. يؤدي عجز ميزان المدفوعات إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية.
١٥. تؤدي زيادة الإنتاج مع تنوعه وتحسين نوعيته إلى ارتفاع القوة الشرائية للعملة الوطنية وارتفاع سعر صرفها.
١٦. يؤثر استخدام القرض الخارجي في زيادة الإنتاج إلى ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية، ويؤدي استخدام القرض الخارجي في تغطية حاجة الاستهلاك إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية.
١٧. تُعدُّ أداة سعر الصرف أقوى من أداة سعر الفائدة في أوقات الأزمات الاقتصادية.
١٨. أن رفع سعر الفائدة في فترة الفقاعة يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية.
١٩. الاستثمار الأجنبي دالة لمجموعة عوامل تهيئ مناخ الاستثمار.
٢٠. يوجد تأثير إيجابي بين ثبات سعر الصرف النسبي وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر.
٢١. تخفيض سعر الصرف- المقوم بأعلى من قيمته- يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم، وانخفاض سعر الفائدة الحقيقي.
٢٢. يؤثر سعر الصرف في التضخم من خلال قناتين، هما: قناة التضخم المستورد، وقناة الطلب المشتق.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

٢٣. توجد علاقة طردية بين تطور كل من النظام المصرفي وسوق الأسهم والشفافية وبين تدفق الاستثمارات الحافطة.

٢٤. يوجد علاقة طردية بين نشاط المضاربين وانحراف سعر الصرف.

نطاق الدراسة:

النطاق الزمني للدراسة: تطور سعر صرف الجنية المصري في مقابل الدولار الأمريكي بدءًا من ١٩٨٩ حتى ٢٠٢٤ قبل تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي، الذي تضمن إلزام مصر بالتعويم المدار كجزء من التزاماتها بتنفيذ البرنامج، وحتى ٢٠٢٤، وتطور سعر صرف اليوان الصيني منذ عام ١٩٩٤ بداية إصلاح وتحرير سعر الصرف في الصين حتى ٢٠٢٤، وتطور سعر صرف الدولار السنغافوري منذ ١٩٨٥، وكيفية استخدام سنغافورة لأداة سعر الصرف أثناء الأزمة المالية الآسيوية وحتى ٢٠٢٤.

النطاق الموضوعي للدراسة: نَقْصِرُ الدراسة على بيان محددات سعر الصرف، وأسباب اتجاه الدولة المعنية إلى سياسة تخفيض سعر الصرف، وشروط نجاحها، وآثار تخفيض سعر الصرف على حقوق المستثمرين والتزاماتهم، وما يترتب على تحرير سعر الصرف وتخفيضه من تطور في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة.

النطاق المكاني للدراسة: دراسة كيفية استفادة الصين كنموذج للاقتصاد النامي، وسنغافورة كنموذج للاقتصاد المتقدم من استخدام أداة سعر الصرف، ومتى يتم رفع أو تخفيض سعر الصرف، ومقارنة هذه السياسة بالوضع في مصر.

خطة البحث:

عمدتُ إلى تقسيم موضوع الدراسة إلى ثلاثة مباحث، بالإضافة إلى مبحث تمهيدي والمقدمة والخاتمة، وذلك على التفصيل الآتي:

مبحث تمهيدي - نظام تحرير سعر الصرف وتخفيضه.

المبحث الأول - محددات سعر الصرف.

المبحث الثاني - تجارب دولية في تحرير سعر الصرف.

المبحث الثالث - أثر تخفيض سعر صرف الجنيه المصري في الاستثمارات الأجنبية.

مبحث تمهيدي**نظام تحرير سعر الصرف وتخفيضه**

سعر الصرف: هو ثمن عملة الدولة الأجنبية مقوم في شكل العملة الوطنية^(١)، فسعر الصرف يشير إلى العلاقة أو المعدل بين عمليتي دولتين^(٢)، ويمكن تعريفه أيضًا: بأنه عدد الوحدات المطلوب دفعها من العملة الوطنية؛ لكي يتم مبادلتها بعملة دولة أخرى^(٣)؛ إذ إن إحدى العمليتين تعتبر سلعة، ويتم دفع ثمنها بعملة الدولة الأخرى^(٤)، فسعر الصرف هو العلاقة السعرية بين العملات الأجنبية وعملة الدولة الوطنية، ويعتمد سعر الصرف بين عمليتين على العلاقة بين العرض والطلب لتشكيل سعر التوازن^(٥).

وتتبع أهمية سعر الصرف في أنه يمثل القيمة النسبية للعملات المختلفة^(٦)، فلا بُدَّ من تقويم العملة الوطنية بعملة أجنبية لإجراء المدفوعات الدولية، وسداد قيمة

(١) عبد الرحمن يسري أحمد: الاقتصاد الدولي، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، بدون تاريخ، ص ١٥٣.

(2) Chukwu Agwu Ejem& Onyemachi Maxwell Ogbulu: Impact of Exchange Rate Movements on Foreign Portfolio Investment in Nigeria, World Journal of Finance and Investment Research, IIARD– International Institute of Academic Research and Development, Vol 8., No. 3, India, 2024, P93.

(٣) منية خرباش: أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية- دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة ٢٠١٠، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ٢٠١٢، ص ٣١.

(٤) طباش جمال وسعيدة شطباني: محددات سعر صرف الدينار الجزائري ودوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مجلة الاستراتيجية والتنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، العدد ١١، الجزائر، يوليو ٢٠١٦، ص ٣١٣.

(5) Tie-Ying Liu & Ye Lin: Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? North American Journal of economics and Finance, Issue No70, Elsevier, 2024, P1.

(٦) يحيي محمد أبو طالب سليمان: تعريف سعر الصرف وأنواعه والعوامل المؤثرة فيه، جمعية الضرائب المصرية، مجلد ٢٩، العدد ١١٦، القاهرة، نوفمبر ٢٠١٩، ص ١٨، ١٩.

الواردات الأجنبية^(٧)، فسعر الصرف يربط دول العالم بعضها ببعض، ويربط بين السياسة الداخلية والسياسة الدولية^(٨)، ويعبر عن طبيعة العلاقات التبادلية بين الأسواق^(٩)، فيعتبر سعر الصرف أداة تعكس مكانة الدولة الاقتصادية والسياسية^(١٠)؛ لما له من تأثير في كل قطاع من قطاعات الاقتصاد القومي والدولي تقريباً، ويعتمد الوضع التنافسي لبلد ما في سوق التجارة العالمية في المقام الأول على سعر صرف عملة الدولة^(١١)، فاستقرار سعر الصرف يؤدي إلى استقرار الأسعار المحلية بالدولة المعنية^(١٢).

^(٧) سالي سمير فهمي عبد المسيح: العلاقات الاقتصادية في التجارة الدولية- مع الإشارة إلى آثار بعض الاتفاقات القطاعية لجولة أوروغواي على مصر- دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٢١، ص ٥٧.

^(٨) Zhaohui Wang: The International Political Economy of China's Exchange Rate Policymaking from 2003 to 2013, PhD, University of Warwick, England, March 2017, P254.

^(٩) جهاد أحمد نور الدين عباس وحسام الدين أحمد محمد عبد المنعم: أثر تغيرات أسعار الصرف على مستوى معيشة الأسرة المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، كلية التجارة، جامعة مدينة السادات، مجلد ٢، العدد ١، ٢٠١٨، ص ٣.

^(١٠) إيمان بلوفة وعلاء الدين قادري: أثر تخفيض قيمة العملة على ميزان المدفوعات الجزائري- دراسة قياسية للفترة ١٩٩٠: ٢٠٢٠ باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة غير الخطية NARDL- مجلة الاقتصاد والبيئة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، مجلد ٦، العدد ٢، الجزائر، أكتوبر ٢٠٢٣، ص ١٣.

^(١١) Lei Wang & Others: Exchange rate volatility and green growth in China: does nonlinearity matter? Economic Change and Restructuring, Springer, Berlin, 2024, P1 & p4.

لذلك تدافع أمريكا عن الدولار الأمريكي، وتتصبب العداء لأي دولة تحاول تهميش الدولار، فبعد صدمة نيكسون، سعت أمريكا إلى ربط الدولار بالبترول للحفاظ على مكانة الدولار، وعندما حاولت الصين الدخول في تكتلات للتعامل بعملات مختلفة عن الدولار، نصبت لها أمريكا العداء.

^(١٢) Yingfeng XU: China's exchange rate policy, China Economic Review, Issue10, Elsevier, Amsterdam, 2000, P262.

ويحتاج الأفراد والشركات العملات الأجنبية عندما يقيمون علاقات تجارية أو ينتقلون للعمل أو للإقامة أو السياحة في الخارج^(١٣)، والقيام بالاستثمارات الأجنبية ودفع الديون، وتحويل الأرباح^(١٤)؛ ونظرًا لعدم وجود عملة نقدية مشتركة بين كل دول العالم، ورغبة كل مصدر في الحصول على ثمن المنتجات المُصدرة بعملة دولته الوطنية^(١٥)، ظهرت الحاجة إلى سعر الصرف .

ويتحدد سعر الصرف في سوق الصرف^(١٦)، بناءً على نظام الصرف المتبع من قبل الدولة المعنية، ويتبنى السواد الأعظم من دول العالم نظام تحرير سعر الصرف، وله صورتان، هما: التعويم الحر والتعويم المدار (المطلب الأول: تعويم سعر الصرف)، وقد ينتج عن تعويم سعر الصرف انخفاض أو تخفيض قيمة العملة، فما

^(١٣) إيمان علي محفوظ العجوزة: أثر تحرير سعر الصرف على معدل التضخم في الاقتصاد المصري، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد ٢، سنة ٣٩، بنها، ٢٠١٩، ص ٦١١.

^(١٤) عبد الرحمان علي الجيلاني: أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مجلة التنظيم والعمل، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة مصطفى إسماعيل، المجلد ٤، العدد ٦، الجزائر، سبتمبر ٢٠١٥، ص ٧.

^(١٥) صفوت عبد السلام عوض الله: العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٩، ص ١٧٥، ١٧٦.

^(١٦) سوق الصرف: هو إطار تنظيمي يلتقي فيه عارضو النقد الأجنبي والوطني (العملات المختلفة) مع طالبيه، ويتم مبادلة العملات على أساس سعر الصرف السائد في السوق، من خلال البنوك وشركات الصرافة؛ بهدف تلبية الاحتياجات، وتسوية المدفوعات التجارية الدولية، وليس لسوق الصرف مكان أو زمان محدد.

عبد المطلب عبد الحميد: اقتصاديات سعر الصرف وتخفيض وتعويم العملة وحرب العملات، الدار الجامعية، القاهرة، ٢٠١٦، ص ٨٥.

ويعرض النقد الأجنبي الدولة المدينة أو المستوردة من الخارج سلع وخدمات، وأصحاب رؤوس الأموال المستثمرة في الخارج، والمضاربين عليه، حيث يكون الدول الخارجية دائنة للدولة المستوردة، ويطلب النقد الأجنبي المقيمين في الدولة الذين أجروا عمليات مع الخارج يترتب عليها مديونيتهم للخارج، والطلب على النقد الأجنبي يقابله عرض العملة الوطنية.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

الفرق بين انخفاض وتخفيض قيمة العملة الوطنية؟ وماذا يقصد بسياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية؟ وما أسباب تخفيض قيمة العملة الوطنية؟ وشروط نجاح هذه السياسة (المطلب الثاني: سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية)، وذلك على التفصيل الآتي:

المطلب الأول

تعويم سعر الصرف

يُقصدُ بتعويم سعر الصرف Floating Exchange Rate ترك تحديد قيمة سعر صرف العملة الوطنية لقوى العرض والطلب، وقد أطلق بعض الاقتصاديين على هذا النظام اسم التصحيح الذاتي^(١٧)؛ وذلك لأنَّ السوق يعمل تلقائيًا؛ لتصحيح أي اضطراب في سعر صرف العملة الوطنية، فتزيد قيمة العملة بزيادة الطلب عليه، وتقل قيمتها بانخفاض الطلب عليها^(١٨)، وتختلف السياسة النقدية تجاه التعويم من دولة إلى أخرى تبعًا لمستوى الانفتاح الاقتصادي، وكفاءة أداء الاقتصاد القومي، ومرونة الجهاز الإنتاجي^(١٩)، ونوعية الصادرات، وقد يكون التعويم حرًا أو كاملاً، وقد يكون التعويم مدارًا من قبل السلطات النقدية بالدولة:

١. التعويم الحر أو التعويم النقوي^(٢٠): أي ترك العملة الوطنية كليًا لقوى السوق العرض والطلب^(٢١) في السوق الصرف دون تدخل من السلطات المالية والنقدية

^(١٧) الوليد أحمد طلحة: سياسات تحرير سعر الصرف في الدول العربية: بين النظرية والتطبيق، صندوق النقد العربي، العدد ٩٩، ٢٠٢٢، ص ١١.

^(١٨) لمزيد من التفاصيل عن آلية العرض والطلب لتصحيح سعر صرف العملة الوطنية؛ انظر: المبحث الأول من هذه الدراسة بعنوان محددات سعر الصرف، لا سيما المحدد الخاص بمعدل التضخم والمحدد الخاص بحالة ميزان المدفوعات والأداء التصديري.

^(١٩) عبد الرحمان علي الجيلاني: أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مرجع سابق، ص ١٠.

^(٢٠) وليد البلتاجي السيد: تحرير سعر الصرف وأثره في أداء الديون والالتزامات المؤجلة، مجلة قطاع الشريعة والقانون، كلية الشريعة والقانون، جامعة الأزهر، العدد ١٣، القاهرة، ٢٠٢٢، ص ١١٥٧.

^(٢١) حيث يعرض العملة الوطنية المقيمون في الدولة، ويطلبها المقيمون في الخارج، ويلاحظ أن تيار عرض العملة الوطنية يقابله تيار طلب العملة الأجنبية.

بالدولة^(٢٢)، وكأنها سلعة يتحدد ثمنها وفقاً لظروف السوق^(٢٣)، فالسوق هو المتدخل الوحيد في تسعير قيمة العملة^(٢٤)، فسر الصرف هنا يعكس القيمة السوقية للعملة الوطنية كسلعة اقتصادية^(٢٥)، بحيث يرتفع سعرها بزيادة الطلب عليها، وقلة عرضها، وينخفض ثمنها بقلّة الطلب عليها، وزيادة عرضها^(٢٦)، وحتى لا يتأثر مركز الدولة الاقتصادي، ويتدهور سعر صرف عملتها؛ لا بُدَّ أن تحدد السياسة النقدية (البنك المركزي) حجم الإصدار النقدي الجديد بدقة وفقاً لمقتضيات الاقتصاد القومي^(٢٧)، وتأخذ بعض العملات بهذا النظام؛ مثل: الدولار الأمريكي والجنه الإسترليني ومنطقة اليورو والين الياباني^(٢٨).

(22) Shifeng Zhou: China's Currency Exchange System: A Study and Debate, IE University IE International Policy Review (IPR), Issue2, Volume 4, Madrid, June 8, 2023, P3.

(٢٣) محمد إبراهيم الشافعي: العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ١٤٨.

(٢٤) الكوط مبارك: تأثير أنظمة الصرف على الاستثمارات الأجنبية المباشرة- دراسة مقارنة بين الجزائر والمملكة العربية السعودية للفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٤- رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، الجزائر، ٢٠١٦، ص ١٨.

(٢٥) يحيى محمد أبو طالب سليمان: تعريف سعر الصرف وأنواعه والعوامل المؤثرة فيه، مرجع سابق، ص ٢٢.

(٢٦) عزت عبد الحميد البرعي: مبادئ العلاقات الاقتصادية الدولية، مقدمة في الاقتصاد الدولي، بدون دار نشر، ١٩٩٧، ص ٣٠٦.

(٢٧) عبد الله الصعيدي: الاقتصاد السياسي، الجزء الثاني، العلاقات الاقتصادية الدولية، بدون دار نشر، القاهرة، ١٩٩٣، ص ١٢٨.

(28) <https://www.imf.org/ar/Blogs/Articles/2022/10/14/how-countries-should-respond-to-the-strong-dollar>
On17/3/2025, At12:13PM.

٢. التعويم المدار أو التعويم الموجه أو التعويم غير النقي (Managed Float):^(٢٩) يعني ترك تحديد ثمن العملة الوطنية لقوى العرض والطلب^(٣٠)، ولكن يتحرك سعر الصرف ارتفاعاً وانخفاضاً في حدود معينة، لا يتجاوزها^(٣١)، وذلك خلال مدة زمنية محددة يحددها البنك المركزي^(٣٢)، أو السلطات النقدية في الدولة، فمثلاً: لا يسمح بتحريك سعر الجنيه أمام الدولار إلا بمعدل معين، وفي حدود معينة، فالبنك المركزي يتدخل بصفة دورية كصانع لسعر الصرف في سوق الصرف؛ للتخفيف من حدة التقلبات في سعر صرف العملة الوطنية، ويحدد البنك المركزي أسعار بيع العملة المحلية وشرائها، كما أنه يتدخل في كثير من الأحيان لمنع التقلبات الكبيرة^(٣٣) بشراء وبيع العملة المحلية والعملات الأجنبية؛ للحفاظ على سعر صرف العملة الوطنية عند مستواه المحدد مسبقاً^(٣٤)، وفي التعويم المدار يتم ربط قيمة العملة الوطنية بسلة من العملات الأجنبية.

^(٢٩) وليد البلتاجي السيد: تحرير سعر الصرف وأثره في أداء الديون والالتزامات المؤجلة، مرجع سابق، ص ١١٥٧.
^(٣٠) وفقاً للمادة (٢١١) من قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي "يصدر بالقواعد والأسس المتعلقة بتنظيم سوق النقد الأجنبي، قرار من مجلس إدارة البنك المركزي، ويتحدد سعر الصرف للجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية بتفاعل قوى العرض والطلب في سوق النقد الأجنبي".
قانون ١٩٤ لسنة ٢٠٢٠ بإصدار قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي منشور بالجريدة الرسمية العدد ٣٧ مكرر (و) في ١٥ سبتمبر ٢٠٢٠.

^(٣١) محمد إبراهيم الشافعي، العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص ١٤٩.
^(٣٢) جون هيدسون ومارك هرنذر: العلاقات الاقتصادية الدولية، ترجمة: طه عبد الله منصور ومحمد عبد الصبور محمد علي، مراجعة محمد إبراهيم منصور، تقديم سلطان محمد سلطان، دار المريح للنشر، السعودية، ١٩٨٧، ص ٨٠٧.

^(٣٣) Shifeng Zhou: China's Currency Exchange System: A Study and Debate, Op.Cit, P3.

^(٣٤) International Monetary Fund: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2017, 68th issue, Washington, DC, 2018, P5.

وفي رأيي يفضل ربط الجنيه المصري^(٣٥) بسلة من عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين لمصر^(٣٦)، ويجب أن تتمتع هذه العملات بالاستقرار والقبول الدولي، أو بسلة عملات حقوق السحب الخاصة SDR^(٣٧)، بدلاً من ربطها بعملة واحدة، وهي الدولار لا سيما أنَّ الولايات المتحدة الأمريكية ليست شريكاً تجارياً رئيسياً لمصر؛ وذلك لتفاضي تدهور سعر الصرف عند تغيير العملة الأجنبية المربوط بها. وينتج البنك المركزي إلى تحرير سعر صرف العملة الوطنية عندما يفقد السيطرة كلياً على سوق صرف العملة، وذلك بيزيد الطلب على العملة الأجنبية، واستنزاف الاحتياطي من النقد الأجنبي، وزيادة عجز ميزان المدفوعات^(٣٨).

^(٣٥) لقد حاول الباحث البحث عن نظام ربط الجنيه المصري بسلة عملات في المراجع العلمية، والأبحاث العلمية، وعلى موقع البنك المركزي الإلكتروني، وموقع صندوق النقد الدولي الإلكتروني، ولكن لم يتوصل إلى نظام ربط الجنيه المصري في التعويم المدار.

^(٣٦) تربط سنغافورة سعر صرف عملتها بمؤشر سعر الصرف المرجح تجارياً لسلة من عملات الشركاء التجاريين؛ لذلك عرضت لتجربة سنغافورة في المطلب الثاني من المبحث الثاني للاستفادة منها قدر المستطاع.

^(٣٧) حق السحب الخاص SDRs هو أصل احتياطي دولي استحدثه صندوق النقد الدولي IMF في عام ١٩٦٩ ليصبح مكملاً للأصول الرسمية الخاصة بالدول الأعضاء، وتوزع حقوق السحب الخاصة بالتناسب مع حصة العضوية، وتتحدد قيمة حقوق السحب الخاص وفقاً لسلة من خمس عملات، ويتم تحديث الأوزان النسبية للعملات كل خمس سنوات، وهذه العملات هي: الدولار الأمريكي، واليورو، واليوان الصيني، والين الياباني، والجنيه الإسترليني.

<https://www.imf.org/ar/Publications/fandd/issues/2024/06/Point-of-View-Special-Drawing-Rights-Reconsidered-Edwin-M-Truman>
On19/4/2025, At12:14PM.

^(٣٨) منصور علي منصور شطا: تقييم أثر تحرير سعر الصرف في مصر - دراسة تحليلية لبعض مؤشرات الاقتصاد المدة من (٢٠١٠ - ٢٠٢٠) - مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، جامعة مدينة السادات، المجلد ١٠، العدد ٢، المنوفية، يونيو ٢٠٢٤، ص ٢٠٨١.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

وتنتهج مصر نظام التعويم المدار^(٣٩)؛ فتضطر السلطات النقدية من أجل الحفاظ على سعر الصرف في الحدود المطلوبة إلى استنزاف الاحتياطي من النقد الأجنبي، ورفع سعر الفائدة، ولكن يتعرض سعر الصرف لتقلبات قاسية؛ بسبب ارتفاع معدل التضخم والبطالة، وضعف مرونة الجهاز الإنتاجي، وضعف الأداء التصديري، واستمرار العجز الهيكلي في ميزان المدفوعات.

وأرى أنَّ السلطات النقدية في التعويم المدار تواجه صعوبتين للحفاظ على سعر الصرف عند مستويات ملائمة، هما: صعوبة في تحديد الوقت الذي يتعين عليها التدخل فيه، وصعوبة اختيار الإدارة المناسبة للتأثير في قوى العرض والطلب، لا سيما في ظل انخفاض الاحتياطي النقدي من العملات الأجنبية، وارتفاع معدل التضخم؛ مما يؤثر في سعر الفائدة الحقيقي^(٤٠)، وثقة الأفراد في العملة الوطنية؛ لذلك نلاحظ أنه على الرغم من انتهاء مصر سياسة التعويم المدار، فإن الجنيه المصري لا سيما منذ عام ٢٠١٦ حتى ٢٠٢٤ يعاني من ضعف الاستقرار النسبي، وتوالت قرارات البنك المركزي بتخفيض قيمة العملة، ويرجع ذلك في رأيي لعدة أسباب: منها أن سقف الإدارة لا بد أن يتماشى مع القوة الشرائية **purchasing power** للعملة، ونتج عن وجود ضغوط تضخمية، وارتفاع سعر الفائدة بشكل مبالغ فيه، واستنزاف الاحتياطي من النقد الأجنبي، وضرورة أن يكون سقف الإدارة مرضياً لصندوق النقد الدولي.

ويختلف التعويم المدار عن التعويم الكامل أو الحر: الذي يعني ألا يتدخل البنك المركزي مطلقاً في تحديد سعر الصرف؛ ومن ثم يتحدد سعر الصرف وفقاً لتلاقي قوى العرض والطلب، كذلك يختلف نظام التعويم المدار عن نظام الرقابة على سعر الصرف؛ إذ في النظام الأخير تحتكر الدولة بواسطة جهاز حكومي يسمى "إدارة النقد الأجنبي" شراء العملات الأجنبية وبيعها بالسعر والشروط التي تحددها الدولة،

^(٣٩) تنص المادة ٢١١ من قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي من قانون ١٩٤ لسنة ٢٠٢٠ يصدر بالقواعد والأسس المتعلقة بتنظيم سوق النقد الأجنبي قرار من مجلس إدارة البنك المركزي، ويتحدد سعر الصرف للجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية بتفاعل قوى العرض والطلب في سوق النقد الأجنبي.

منشور بالجريدة الرسمية العدد ٣٧ مكرر (و) في ١٥ سبتمبر ٢٠٢٠.

^(٤٠) سعر الفائدة الحقيقي: هو سعر الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم.

فيحظر على الأفراد التعامل في النقد الأجنبي، فهو حكر على الدولة وحدها، ويقع على كاهل الدولة مهمة تحقيق التوازن في سوق الصرف^(٤١).

ويؤدي تحرير سعر صرف العملة الوطنية في الدول النامية- رغم ما تقوم به السياسة المالية والنقدية من إجراءات للحفاظ على سعر الصرف- إلى تخفيض سعر صرف العملة الوطنية وتدهوره، فعلى الرغم من تحسن الأوضاع المالية عالمياً في عام ٢٠١٦ بشكل متواضع بالنسبة للاقتصاديات الصاعدة والنامية، ولكن نظراً لاعتماد عدة دول نامية على تصدير السلع الأولية، فما زالت هذه الدول تعاني انخفاضاً كبيراً في قيمة عملتها، وأبرزها جمهورية الكونغو ومصر وموزمبيق ونيجيريا وسيراليون وسورينام وفنزويلا^(٤٢).

وبعد أن عرضت لكل من نظام التعويم الحر والتعويم المدار نجد أن نظام التعويم الحر: يؤدي إلى تقلبات حادة في سعر الصرف لا سيما في الدول النامية؛ لضعف صادراتها، واعتمادها بشكل أساسي على المنتجات الأولية، وعدم مرونة جهازها الإنتاجي، وضعف اقتصادها، ولكن هذا النظام يمتاز بأنه يعطي صورة حقيقية لقوة العملة، ويساعد في عدم إهدار احتياطي الدولة المعنية من النقد الأجنبي؛ إذ لا تتدخل الدولة في سوق الصرف للتحكم في السعر، ويقضي على وجود سوق سوداء، ويخفف من الضغوط الخارجية على الدولة؛ لتخفيض عملتها.

^(٤١) يعني نظام الرقابة على سعر الصرف: تقوم الدولة بتحديد سعر الصرف إدارياً عن طريق الإشراف الحكومي المنظم على سوق الصرف الأجنبي؛ إذ تسيطر إدارة النقد الأجنبي على موارد البلاد من العملات الأجنبية، وتقوم بتوزيع الموارد وفقاً لأولويات معينة، ويحظر على الأفراد التعامل في الصرف الأجنبي، فمن يريد شراء أو بيع النقد الأجنبي عليه التوجه إلى إدارة النقد الأجنبي، وإخضاع حركة تصدير واستيراد النقد الأجنبي لقواعد معينة، ويعاب على هذا النظام إنه يؤدي إلى وجود سوق سوداء للصرف الأجنبي، ويؤثر في الكفاءة التخصيصية للاقتصاد القومي، ويقضي على منافع التخصيص، وتقسيم العمل الدولي؛ إذ إنه يعتمد على التميز الاقتصادي سواء بين الدول أو بين المنتجات؛ لذلك هذا النظام لا يتفق مع أهداف منظمة التجارة العالمية التي تقوم على تحرير التجارة وأسعار الصرف.

صفوت عبد السلام عوض الله: العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص ١٩٣ وما بعدها.

^(٤٢) International Monetary Fund: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2017, Op. Cit, P12.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحفاظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

أما نظام التعويم المدار: فيتطلب وجود سياسة مالية ونقدية يقظة، ومراجعة دورية لأحوال السوق، وقد يستنزف رصيد الدولة من العملات الأجنبية، كما أنه يفتح المجال للضغوط الخارجية على الدولة^(٤٣).

وبدأت مصر تنتهج سياسة تخفيض السعر الرسمي للجنيه المصري مقابل الدولار منذ يوليو ١٩٩٠، فقرر البنك المركزي أن الدولار يساوي ٢ جنية بدلاً من ١.١ جنية^(٤٤)، ثم توالى قرارات البنك المركزي بتخفيض الجنيه المصري إلى أن وصلت قيمة بيع الدولار ٥٠.٢ جنية يوم ١٦ مايو ٢٠٢٥^(٤٥)، فماذا يقصد بسياسة تخفيض العملة؟

المطلب الثاني

سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية وشروط نجاحها

عرفت سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية منذ عهد الإمبراطورية الرومانية، فقد استخدمت سياسة تخفيض الوحدة النقدية؛ لعلاج الاضطرابات الاقتصادية التي ظهرت خلال القرنين الثالث والخامس الميلادي^(٤٦)، ولكن قد ارتبطت سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية ببرامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي التي يعدها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي؛ بهدف علاج الاختلالات الهيكلية في الدول النامية؛ إذ من المتوقع أن تؤدي هذه السياسة طبقاً لنصائهما إلى تحويل الإنفاق من قبل المستهلكين على المستويين المحلي والدولي،

^(٤٣) سالي سمير فهمي عبد المسيح: العلاقات الاقتصادية في التجارة الدولية- مع الإشارة إلى آثار بعض الاتفاقات القطاعية لجولة أوروغواي على مصر- مرجع سابق، ص ٦٧.

^(٤٤) هند مرسي محمد علي: سياسات تحرير سعر الصرف وأثرها على الفقر وتوزيع الدخل في مصر، مجلة السياسة والاقتصاد، جامعة بني سويف، العدد ٩، يناير ٢٠٢١، ص ٣.

^(٤٥) On 16/5/2025, at 1:23PM. (cbe.org.eg) أسعار الصرف^(٤٥)

^(٤٦) صفوت عبد السلام عوض الله: سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات (التجربة المصرية في سعر صرف الجنيه المصري)، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٠، ص ٣٢.

وزيادة الإنتاج والصادرات^(٤٧)، وتحسين وضع الاقتصاد القومي^(٤٨)، وبناء عليه؛ سوف أعرض في الفرع الأول: ماهية سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية، من حيث مفهومها وأسباب تخفيض قيمة العملة الوطنية، ثم أوضح في الفرع الثاني شروط نجاح هذه السياسة، وذلك على التفصيل الآتي:

الفرع الأول

ماهية سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية

تعني سياسة تخفيض العملة: انخفاض القوة الشرائية للعملة الوطنية في مقابل السلع والخدمات محلياً ودولياً، وزيادة السعر المحلي لعملات الأجنبية؛ أي دفع عدد وحدات أكثر من العملة المحلية؛ للحصول على نفس العدد من العملة أو العملات الأجنبية؛ بمعنى تنخفض أو تتدهور قيمة العملة المحلية^(٤٩)، ويكون تدهور قيمة العملة الوطنية إما غير متعمد أو متعمد من السلطات النقدية:

١. انخفاض قيمة العملة الوطنية غير المتعمد من السلطات النقدية: فهو حالة تلقائية^(٥٠) نتيجة تبني الدولة سياسة تحرير سعر صرف العملة الوطنية، وترك تحديد سعر الصرف لتلاقي قوى العرض والطلب دون تدخل من السلطات النقدية^(٥١)، وذلك في حالة اتباع الدولة لنظام حرية سعر الصرف (التعويم الكامل أو الحر)، وقد يؤدي هذا النظام إلى تدهور قيمة العملة الوطنية بشكل مفاجئ.

(47) Yujeong Cho & Others: Exchange rate regime and optimal policy: The case of China, Journal of International Money and Finance, Issue 152, Elsevier, Amsterdam, 2025, P1.

(48) إيمان بلوفة وعلاء الدين قادري: أثر تخفيض قيمة العملة على ميزان المدفوعات الجزائري- دراسة قياسية للفترة ١٩٩٠: ٢٠٢٠ باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة

غير الخطية NARDL- مرجع سابق، ص ١٤.

(49) جهاد أحمد نور الدين عباس وحسام الدين أحمد محمد عبد المنعم: أثر تغيرات أسعار الصرف على مستوى معيشة الأسرة المصرية، مرجع سابق، ص ٢٤.

(50) عبد الرحمان علي الجيلاني: أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مرجع سابق، ص ١٤.

(51) سيريئة مانع وكريم زرمان: أثر انخفاض سعر صرف العملة على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة ٢٠ أوت ١٩٥٥ سكيكدة، مجلد ٩، العدد ١، الجزائر، ٢٠٢١، ص ٥٠١.

٢. **تخفيض قيمة العملة الوطنية المتعمد:** وهو تصرف إداري يصدر نتيجة إعلان السلطات النقدية في الدولة تحرير سعر الصرف، وتخفيضه في سوق الصرف الأجنبي، وتستخدمه السلطات النقدية بالدولة المعنية في حالتين هما: اتباع الدولة لنظام ثبات سعر الصرف، أو نظام تعويم سعر الصرف المدار^(٥٢)؛ إذ تحدد السلطات النقدية حدود لارتفاع وانخفاض سعر الصرف، ويتم تخفيض قيمة العملة بشكل تدريجي، ويختلف نسبة التخفيض من دولة إلى أخرى. وتتعدد أسباب ودوافع التي تجعل الدولة المعنية تخفيض قيمة العملة الوطنية^(٥٣)، وقد يرجع ذلك إلى سبب أو أكثر من الأسباب الآتية:

١. تلجأ الدولة إلى تخفيض قيمة العملة الوطنية لزيادة القدرة التنافسية للصادرات الوطنية^(٥٤)، وحتى تنخفض حجم الواردات، ويقل عجز ميزان المدفوعات، وما يترتب عليه من زيادة دخول بعض المنتجين المحليين بتصريف منتجاتهم في الأسواق الخارجية^(٥٥)، وزيادة الطاقة الإنتاجية واستخدام المزيد من العمالة^(٥٦)،

^(٥٢) إيمان بلوفة وعلاء الدين قادري: أثر تخفيض قيمة العملة على ميزان المدفوعات الجزائري- دراسة قياسية للفترة ١٩٩٠: ٢٠٢٠ باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة غير الخطية NARDL- مرجع سابق، ص ١٤.

^(٥٣) كانت عملية تخفيض سعر الصرف في عهد الإمبراطورية الرومانية والعصور الوسطى ما بين القرنين الخامس الميلادي والخامس عشر الميلادي لتخفيض قيمة الديون المتراكمة على الأباطرة والأمراء والحكام.

صفوت عبد السلام عوض الله: سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات (التجربة المصرية في سعر صرف الجنيه المصري)، مرجع سابق، ص ٣٢.

^(٥٤) Lei Wang & Others: Exchange rate volatility and green growth in China: does nonlinearity matter? Op.Cit, P 4.

^(٥٥) عبد الرحمان علي الجيلاني: أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مرجع سابق، ص ١٤.

^(٥٦) صبحي حسون الساعدي وإياد حماد عبد: أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، المجلد ٤، العدد ٧، العراق، ٢٠١١، ص ٩١.

- والتوسع في الصناعات التصديرية والقطاعات الأخرى التكميلية المرتبة به^(٥٧)، وزيادة الناتج والدخل القومي.
٢. استنزاف الاحتياطي النقدي من العملات الأجنبية^(٥٨)، لا سيما إذا حاول البنك المركزي الحفاظ ظاهرياً على سعر صرف العملة الوطنية بضخ عملات أجنبية في السوق، لامتناع الصدمات التجارية^(٥٩)، وسحب المعروض النقدي من العملة الوطنية بزيادة سعر الفائدة، فيتخذ البنك المركزي قرار بتحرير العملة حتى يتمكن من توفير العملات الأجنبية لسد الفجوات الاستيرادية لاستيراد السلع الأساسية والإستراتيجية^(٦٠).
٣. انتهاء الدولة سياسة اقتصادية (نقدية ومالية) خاطئة أو غير متناسقة تؤدي إلى تراجع معدلات النمو الاقتصادي، وارتفاع معدل التضخم، فتلجأ السلطات النقدية بالدولة المعنية إلى حل تخفيض قيمة العملة الوطنية من أجل تحقيق التوازن الداخلي والخارجي للدولة^(٦١).
٤. تبعية العملة الوطنية لعملة أجنبية، وربط العملة الوطنية بعملة أجنبية محددة، فيؤدي انخفاض قيمة العملة الأجنبية إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية.

^(٥٧) سبرينة مانع وكريم زرمان: أثر انخفاض سعر صرف العملة على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مرجع سابق، ص ٥٠٢.

^(٥٨) أن الاحتياطي النقد الأجنبي: يعني الموجودات الأجنبية المتاحة من النقد الأجنبي، والذهب، وتعد أحد الأدوات التي تستخدمها السياسة النقدية للتدخل في سوق الصرف للحفاظ على استقرار سعر صرف العملة الوطنية.

منصور علي منصور شطا: تقييم أثر تحرير سعر الصرف في مصر- دراسة تحليلية لبعض مؤشرات الاقتصاد المدة من (٢٠١٠ - ٢٠٢٠) - مرجع سابق، ص ٢١١٨.

^(٥٩) Yahui Yang & Zhe Peng: Openness and Real Exchange Rate Volatility: Evidence from China, Springer, Berlin, 2024, P153.

^(٦٠) وليد البلتاجي السيد: تحرير سعر الصرف وأثره في أداء الديون والالتزامات المؤجلة، مرجع سابق، ص ١١٧٠.

^(٦١) سبرينة مانع وكريم زرمان: أثر انخفاض سعر صرف العملة على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مرجع سابق، ص ٥٠٣.

٥. الضغوط الخارجية: لا سيما من صندوق النقد الدولي والولايات المتحدة الأمريكية عندما تكون الدولة المعنية تتبع نظام التعويم المدار، وتقييم سعر صرف العملة الوطنية بشكل خاطئ، فقد يكون سبب الضغوط الخارجية إما بهدف رفع سعر صرف العملة مثلما حدث في اتفاق بلازا^(٦٢)، والضغوط على الصين^(٦٣)، وقد يكون سبب الضغط هو تخفيض سعر صرف العملة الوطنية، وقد يكون سبب الضغوط الخارجية حاجة الدولة المعنية لقرض من مؤسسات التمويل الدولي فقبل إبرام قرض مع صندوق النقد الدولي أو البنك الدولي يفرض كل منهما على الدولة تحرير سعر صرف عملتها المحلية^(٦٤)؛ فنتجه الدولة إلى التحرير سواء التحرير الحر (الكامل) أو التحرير المدار (الجزئي)، ونتيجة لانخفاض القوة الشرائية للعملة الوطنية مقارنة بالسعر المعلن للعملة الوطنية يؤدي التحرير إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية^(٦٥)؛ وذلك لأنّ رد القرض وفوائده في حالة مبالغة الدولة في تحديد سعر صرف عملتها بثمن أعلى من قيمة العملة الحقيقية؛ سوف يترتب عليه زيادة الأعباء المالية على هذه الدولة، وتحتاج إلى دفع كمية أكبر من عملتها الوطنية لتشتري العملة الأجنبية لسداد الدين؛ لذا تشترط مؤسسات التمويل الدولي (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي) على الدولة طالبة القرض تحرير سعر صرف عملتها قبل عقد القرض.

(62) Jeffrey Frankel: The Plaza Accord, 30 Years Later, NBER Working Paper No. 21813, conference on Currency Policy Then and Now: 30th Anniversary of the Plaza Accord, Baker Institute for Public Policy, Rice University, Texas, USA, October 1, 2015, PP.5 ff.

(٦٣) انظر المبحث الثاني، المطلب الأول: أثر تخفيض سعر صرف اليوان على تدفق الاستثمارات الأجنبية من هذه الدراسة.

(٦٤) منصور علي منصور شطا: تقييم أثر تحرير سعر الصرف في مصر- دراسة تحليلية لبعض مؤشرات الاقتصاد المدة من (٢٠١٠-٢٠٢٠)- مرجع سابق، ص ٢٠٨٢.

(٦٥) هند محمد عبد الحميد الدناصوري: آثار تخفيض قيمة العملة على الاستثمارات الأجنبية في مصر، المجلة الأكاديمية للأبحاث والنشر العلمي، الإصدار ٢٩، السالمة- الكويت، ٢٠٢١، ص ٣٨٧، ٣٨٨.

٦. حدوث أزمات اقتصادية تؤدي إلى تدهور الوضع الاقتصادي، وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج، والسيطرة على ظاهرة دولة الاقتصاد، وهي تحويل العملة المحلية إلى دولارات والمضاربة عليها أو هروبها إلى الخارج^(٦٦)، فتتخذ الدولة المعنية قرار تخفيض قيمة العملة الوطنية محاولة منها لاستعادة الأموال الهاربة^(٦٧).

٧. تقليص حجم الدين العام الداخلي والخارجي، وعلاج عجز الموازنة العامة للدولة^(٦٨)، وعجز ميزان المدفوعات، وذلك بالحصول على نقد أجنبي إضافي يساعد الدولة على سداد مديونيتها الخارجية، وينتج النقد الأجنبي من زيادة الصادرات، وانخفاض الواردات^(٦٩)؛ لذلك يمكن تسمية سياسة تخفيض سعر الصرف بسياسات إفقار الجار **Beggar-thy-neighbor policies**، لأنها تؤثر في الدول الأخرى من جهتين، هما: المديونية الخارجية، وتغير حجم صادرات الدولة التي خفضت سعر صرف عملتها على حساب شركائها التجاريين^(٧٠).

٨. القضاء على السوق السوداء الناتج عن اتساع الفجوة بين السعر الرسمي للعملة الأجنبية^(٧١)، والسعر الموازي في السوق السوداء^(٧٢)، وزيادة حاجة الدولة للنقد

^(٦٦) وليد البلتاجي السيد: تحرير سعر الصرف وأثره في أداء الديون والالتزامات المؤجلة، مرجع سابق، ص ١١٧٠.

^(٦٧) صبحي حسون الساعدي وإياد حماد عبد: أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مرجع سابق، ص ٨٨.

^(٦٨) وليد البلتاجي السيد: تحرير سعر الصرف وأثره في أداء الديون والالتزامات المؤجلة، مرجع سابق، ص ١١٦٩.

^(٦٩) سبرينة مانع وكريم زرمان: أثر انخفاض سعر صرف العملة على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مرجع سابق، ص ٥٠٤.

^(٧٠) Jeffrey Frankel: The Plaza Accord, 30 Years Later, Op.Cit, P13.

^(٧١) سعر الصرف الرسمي: هو سعر الصرف المعلن من السلطات النقدية، والمعمول به، فيما يخص المبادلات الرسمية، سعر الصرف الموازي: هو سعر الصرف في السوق السوداء، والأسواق غير الرسمية.

منية خرباش: أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية- دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة ٢٠١٠، مرجع سابق، ص ٣٢.

^(٧٢) منصور علي منصور شطا: تقييم أثر تحرير سعر الصرف في مصر- دراسة تحليلية لبعض مؤشرات الاقتصاد المدة من (٢٠١٠ - ٢٠٢٠)- مرجع سابق، ص ٢٠٨٢.

الأجنبي لسداد التزامات الدولة تجاه الخارج (للإفراج عن البضائع ومستلزمات الإنتاج في الموانئ والأدوية والسلع الضرورية والاستراتيجية)، ورغبة من الدولة في القضاء على المضاربات على العملات الأجنبية في السوق السوداء التي تحتفظ بالمكسب بعيداً عن الدورة الاقتصادية الرسمية، فسر بيع المنتجات المستوردة يتحدد بناء على سعر العملات الأجنبية في السوق السوداء؛ مما يتقل كاهل المواطن المحلي، ويزيد من أرباح المضاربين والمستوردين والتجار^(٧٣).

٩. تهيئة بيئة جاذبة للاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمارات الأجنبية الحافطة.

١٠. معالجة التقييم الخاطئ لسعر صرف العملة الوطنية، فسعر الصرف يعكس القوة الشرائية للعملة المحلية؛ ومن ثم يصبح قرار تخفيض قيمة العملة قرار كاشف عن تدهور قيمة العملة الوطنية، وليس قراراً منشأً لسعر جديد للعملة الوطنية. وتحكم المادة الرابعة من اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي سياسة تخفيض العملة حتى لا تتلاعب أي دولة بالشركاء التجاريين^(٧٤).

الفرع الثاني

شروط نجاح سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية

حتى تأتي سياسة تخفيض العملة بثمارها المرجوة، والمتمثلة في تحسين وضع ميزان المدفوعات، وزيادة القدرة التنافسية للصادرات المحلية، وانخفاض الواردات؛ إذ يؤدي انخفاض قيمة العملة الوطنية إلى جعل العملة الوطنية رخيصة الثمن أمام العملات الأجنبية الأخرى؛ مما ينعكس بدوره على ثمن المنتجات المحلية التي أصبحت رخيصة الثمن، ويساعد على انطلاق الصادرات من المنتجات المحلية التي أصبحت رخيصة الثمن مقارنة بثمن السلع الأجنبية المماثلة، ولتحقيق ذلك؛ لا بُدَّ من توافر مجموعة من الشروط هي:

^(٧٣) عبد الرحمان علي الجيلاني: أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مرجع سابق، ص ١٥.

^(٧٤) المادة ٤: الالتزامات المتعلقة بترتيبات الصرف الأجنبي، القسم الأول: التزامات الأعضاء العامة، الفقرة ٣: تجنب التلاعب بأسعار الصرف أو النظام النقدي الدولي؛ لمنع إجراء تعديل فعال في ميزان المدفوعات، أو لكسب ميزة تنافسية غير عادلة تميزه عن الأعضاء الآخرين.

١. مرونة الطلب^(٧٥) الخارجي على منتجات الدولة المعنية^(٧٦) (الصادرات)، بحيث يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى زيادة أكبر في الطلب على المنتجات المصدرة إلى الخارج^(٧٧)؛ إذ إن تغير انخفاض الثمن بنسبة مئوية معينة يؤدي إلى زيادة الطلب على المنتجات بنسبة مئوية أكبر من النسبة التي انخفض بها الثمن؛ مما يعوض انخفاض الثمن، ويحقق إيراد أكبر^(٧٨)، ويجب أن تتصف المنتجات المصدرة بمعايير الجودة والموصفات الصحية والأمنية حتى تستطيع منافسة المنتجات الأجنبية البديلة^(٧٩).

٢. مرونة الطلب الداخلي على السلع المستوردة (الواردات)، بحيث يؤدي زيادة ثمنها بالعملة الوطنية دون العملة الأجنبية إلى انخفاض الطلب عليها؛ إذ إن سعر السلع المستوردة بالعملة الأجنبية لن يتغير، فالتغير الحادث يمس العملة الوطنية فقط، أما إذا كان الطلب على الواردات غير مرن لا ينخفض^(٨٠)، وهنا لا بُدَّ أن

^(٧٥) الطلب المرن: نسبة التغير في الكمية المطلوبة أكبر من نسبة التغير في الثمن، وتكون قيمة معامل المرونة أكبر من ١- (م ث < ١)، ويعبر عنها بمنحنى ينحدر بشكل بسيط على المحور الأفقي؛ مثل: السلع، والخدمات البديلة، فانخفاض الثمن بنسبة معينة يؤدي إلى زيادة الكمية المطلوبة بنسبة أكبر.

عبد الهادي علي النجار: مبادئ الاقتصاد، الجزء الثاني، بدون دار نشر، دقهلية، ٢٠٠١، ص ٩٦.

^(٧٦) Chahir Zaki & Others: How Do Trade Margins Respond to the Exchange Rate? The Case of Egypt, Working Paper no. 189, The Egyptian center for Economic Studies, November 2017, P4.

^(٧٧) منال جابر مرسي محمد: تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٧)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة جامعة عين شمس، المجلد ٤٧، العدد ٤، القاهرة، ٢٠١٧، ص ٥٠١.

^(٧٨) عبد الله الصعيدي: علم الاقتصاد، الجزء الثاني، التحليل الاقتصادي الجزئي، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون تاريخ، ص ١٣٤.

^(٧٩) سبرينة مانع وكريم زرمان: أثر انخفاض سعر صرف العملة على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مرجع سابق، ص ٥٠٤.

^(٨٠) Chahir Zaki & Others: How Do Trade Margins Respond to the Exchange Rate? The Case of Egypt, Op. Cit, P4.

الطلب غير المرن: نسبة التغير في الكمية المطلوبة أقل من نسبة التغير في الثمن، م ث > ١، ويعبر عنها بمنحنى ينحدر بشكل شديد الانحدار على المحور الأفقي، مثل السلع والخدمات التي لها بديل ناقص من وجهة نظر المستهلك.

تفرض الدولة بعض التدابير الحمائية^(٨١).

٣. مرونة الجهاز الإنتاجي بحيث يستجيب لزيادة الطلب المحلي للبدائل المستوردة، والطلب الخارجي الناتج عن زيادة معدل الصادرات^(٨٢)، فيفضل أن تكون صادرات الدولة من السلع الصناعية، وليست السلع الأولية (الزراعية)- التي تحتاج إلى وقت للإنتاج، فلا تتمكن الدولة من زيادة الإنتاج في الأجل القصير-، وليست من السلع نصف المصنعة، لا سيما أن الطلب على السلع الأولية والسلع نصف المصنعة يتسم بضالة مرونة الطلب عليهما^(٨٣).

٤. الاستقرار النسبي في الأسعار المحلية، والسيطرة على معدلات التضخم والعمل على انخفاض الأسعار، بمقدار أكبر أو مساوٍ لمعدل التخفيض^(٨٤)، وبحيث لا ينشر التوقع بأن تخفيض قيمة العملة سوف يعقبه تخفيض آخر^(٨٥)، وعدم قيام

محمد عبد السلام عمر: الأسواق والأثمان وتحقيق التوازن الاقتصادي- دراسة في آلية تشغيل نظام

الاقتصاد الحر- الطبعة الثالثة، بدون دار نشر، القاهرة، ٢٠١٢، ص ١١٤، ١١٥.

^(٨١) تلجأ الدولة المعنية إلى فرض قيود كمية على الواردات حماية لميزان مدفوعاتها عملاً بنص المادة ١٨ من اتفاقية الجات ١٩٤٧، والخاصة بالدول النامية، ويمكن أن تبرم الدولة اتفاقيات التجارة والدفع مع الدول التي تزيد حجم واردتها إلى الدولة المعنية.

^(٨٢) إيمان بلوفة وعلاء الدين قادري: أثر تخفيض قيمة العملة على ميزان المدفوعات الجزائري- دراسة قياسية للفترة ١٩٩٠: ٢٠٢٠ باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة غير الخطية NARDL- مرجع سابق، ص ١٦.

^(٨٣) صفوت عبد السلام عوض الله: سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات (التجربة المصرية في سعر صرف الجنيه المصري)، مرجع سابق، ص ١٣٣.

^(٨٤) منصور علي منصور شطا: تقييم أثر تحرير سعر الصرف في مصر- دراسة تحليلية لبعض مؤشرات الاقتصاد المدة من (٢٠١٠-٢٠٢٠)- مرجع سابق، ص ٢٠٩١.

^(٨٥) قانون الطلب: هو العلاقة العكسية بين الثمن والكمية المطلوبة خلال فترة زمنية معينة مع افتراض بقاء العوامل المستقلة الأخرى التي تؤثر في الكمية المطلوبة على حالها دون تغيير، ولكن ترد استثناءات على قانون الطلب تجعله دالة طردية متزايدة، ومنها: أثر التوقعات بأن الانخفاض يعقبه انخفاض آخر، فعندما تتغير ثمن المنتج بالانخفاض؛ تقل الكمية المطلوبة في انتظار التخفيضات اللاحقة.

صفوت عبد السلام عوض الله: مبادئ علم الاقتصاد، الكتاب الثاني- التحليل الاقتصادي الجزئي- دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٥، ص ٧١.

الدول التي تنتج منتجات متنافسة بتخفيض سعر صرف عملتها^(٨٦)، والعمل على زيادة الإنتاج لزيادة العرض المحلي؛ ومن ثم انخفاض الأسعار^(٨٧)، وتقليل الفجوة بين الصادرات والواردات.

٥. إن تحقيق نمو سريع ومستدام للمعدل الصادرات يتطلب أكثر من مجرد تأثير سعري^(٨٨)؛ فلا بد أن تتمتع الدولة المعنية بميزة نسبية أعلى *a higher comparative advantage* في إنتاج المنتجات المعدة للتصدير^(٨٩)، فمصر تتخصص في تصدير المنتجات التقليدية ذات القيمة المضافة المحدودة^(٩٠)، أو تزيد حصة مصر من تصدير المنتجات التي يقل الطلب العالمي عليها؛ مثل: القطن، والأسمدة، فهيكل صادرات مصر مركز في المنتجات التي ينخفض تداولها في الأسواق العالمية^(٩١).

فأقترح إعادة هيكلة الصادرات المصرية، وذلك بتنوع المنتجات، وتوطين صادرات التكنولوجيا المتقدمة، والآلات والمعدات والإلكترونيات^(٩٢)، وتهيئة الإنتاج

^(٨٦) إبراهيم محمد الفار: سعر الصرف بين النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٢، ص ٤٨، ٤٩.

^(٨٧) Yusuf Ekrem Akbas & Others: The effect of output level, exchange rate and interest rate on inflation in BRIC-T countries, Review of Economics and Political Science, Emerald Publishing Limited, U.K, 2024, P2.

^(٨٨) Hoda Youssef & Chahir Zaki: From Currency Depreciation to Trade Reform How to Take Egyptian Exports to New Levels? Policy Research Working Paper 8809, World Bank, April 2019, p3.

^(٨٩) Chahir Zaki & Others: How Do Trade Margins Respond to the Exchange Rate? The Case of Egypt, Op. Cit, P31.

^(٩٠) Hoda Youssef & Chahir Zaki: From Currency Depreciation to Trade Reform How to Take Egyptian Exports to New Levels? Op. Cit, p1.

^(٩١) Ibid, p9.

^(٩٢) يتشكل هيكل الصادرات السلعية المصرية من سلع منخفضة التكنولوجيا، وفي الغالب ملوثة للبيئة؛ إذ تحتل صادرات مواد البناء، والمواد الكيماوية، والأسمدة، والمواد الغذائية، والحاصلات الزراعية، والملابس الجاهزة، والغزل والنسيج، والمصنوعات الجلدية نسبة كبيرة من الصادرات السلعية المصرية، وكانت أبرز الصادرات المصرية خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٤ هي الموالح الطازجة، والمجففة، والأسمدة والأسلاك والكابلات المعزولة وزيوت النفط والذهب.

الهيئة العامة للرقابة على الصادرات والواردات | في ٢٠٢٥/٣/٣١، الساعة ١٠:١٣ مساءً.

المحلي للتصدير، بمطابق لمواصفات الأمن والسلامة والجودة، سواء أكان منتجًا قائمًا أو منتجًا جديدًا، وتلبي الذوق العام واحتياجات الدول الأخرى، وعلى الدولة تهيئة البيئة التجارية والتنظيمية، وإعطاء مزيد من الاهتمام والمساعدات الفنية لريادة الأعمال، والشركات الصغيرة والمتوسطة العاملة في القطاع التصديري، لاسيما أن هذه الشركات حديثة تفنقر إلى الموارد المالية والبشرية اللازمة لبقائها في الأسواق المحلية والعالمية، وإبرام عدة معاهدات مع الدول الأخرى لتشجيع صادرات مصر إليهم، ودراسة حالة السوق الخارجي جيد، وإقامة معارض للمنتجات المصرية في الأسواق الخارجية، ويجب التركيز على عقد اتفاقيات تجارية لفتح أسواق جديدة.

وفي رأيي لم تستفد الدول النامية في معظمها من سياسة تخفيض سعر صرف عملتها الوطنية، بل وتتضرر من هذه السياسة؛ لأنها تؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للعملة المحلية، وارتفاع معدل التضخم، وارتفاع أسعار السلع الأساسية؛ مما يحد من قدرة مصر على التصدير، وانخفاض الدخل الحقيقية للطبقات الفقيرة والمتوسطة، وهروب رؤوس الأموال للخارج؛ بسبب انخفاض القيمة الحقيقية للنقود والودائع البنكية، واهتزاز الثقة في العملة الوطنية.

وأرى أن معظم الدول النامية، ومنها مصر، لا تأتي سياسة تخفيض سعر الصرف بالثمار المرجو؛ وذلك راجع إلى أن التخفيض يكون جزئيًا وما زال هناك فارق بين سعر الصرف الحقيقي $The\ real\ effective\ exchange\ rate$ (REER) وسعر الصرف الاسمي (NER) $nominal\ exchange\ rate$ ^(٩٣) أو الرسمي، فسعر الصادرات يكون مرتفعًا نسبيًا، وسعر الواردات يكون منخفضًا نسبيًا، وعدم تنوع المنتجات المصدرة، واعتمادها على تصدير المنتجات البترولية، التي يتحدد فيها السعر عالميًا؛ مما يصب في مصلحة المستوردين، ولا يتحسن الأداء التصديري.

^(٩٣) سعر الصرف الفعلي الاسمي (NER) أو الرسمي هو: قيمة العملة الوطنية مقابل المتوسط المرجح

لعدة عملات أجنبية، والفارق بين REER و NER هو المعدل لفروق التضخم. وتؤدي الزيادة في

REER إلى أن الصادرات تصبح مكلفة، وأن الواردات تصبح أرخص.

Chahir Zaki & Others: How Do Trade Margins Respond to the Exchange Rate?
The Case of Egypt, Op. Cit , P20.

وفي رأيي يوجه الجهاز الإنتاجي في معظم الدول النامية الكثير من المشكلات، منها: أنَّ أغلب المنتجات تحتاج إلى مدخلات إنتاج مستوردة ليس لها بديل محلي؛ مما يؤدي إلى ارتفاع ثمن المنتجات المحلية؛ بسبب ارتفاع أسعار المدخلات المستوردة، وزيادة الطلب على العملة الأجنبية، وتستخدم السلطات النقدية أداة ارتفاع سعر الفائدة لسحب العملة الوطنية، وارتفاع مستوى الأجور لمواجهة ارتفاع مستوى الأسعار، وهذه السياسة تؤدي إلى زيادة معدل التضخم، وعدم مرونة الجهاز الإنتاجي لاعتماده على المنتجات الزراعية والسلع الأولية والسلع نصف المصنعة بنسبة كبيرة من صادرات الدول النامية؛ لأنها لا تحتاج إلى تكنولوجيا متطورة، فعلى الدول النامية العمل على زيادة التصنيع المحلي، وتخفيض الاعتماد على مستلزمات الإنتاج المستوردة، والعمل على رفع الجودة مع تخفيض الثمن للمنافسة محلياً ودولياً. وللتخفيف من حدة تخفيض سعر صرف العملة المحلية، أرى أنه يمكن أن تتخذ وزارة التجارة والصناعة الكثير من الإجراءات لتوفير العملات الأجنبية، والحفاظ على سعر الصرف في الحدود التي يحددها البنك المركزي، منها: فرض حظر على بعض الواردات، وحتى لا تتخذ الدول الأخرى إجراءات مماثلة، أو تقدم شكوى بحظر الاستيراد، فعلى الدولة المعنية تقديم طلب إلى سكرتارية الجات إذا كانت الدولة متقدمة، ولجنة ميزان المدفوعات بمنظمة التجارة العالمية إذا كان دولة نامية^(٩٤)، يستعرض الوضع الاقتصادي مؤيداً بالأرقام التي تؤكد تأزمه؛ تمهيداً لإطلاق مفاوضات مع الدول الأخرى؛ بهدف التوصل إلى اتفاق يبيح حظر بعض صادراتهم للدولة المعنية (صاحبة العجز في ميزان مدفوعاتها)، وكذلك يمكن للدولة أن تلجأ إلى قيود التصدير الاختيارية^(٩٥)، ويمكن

^(٩٤) وعملاً بالمادة ١٢ و ١٨ من اتفاقية الجات ١٩٤٧ تسمح منظمة التجارة العالمية بفرض قيود على الواردات، في حال تعرض اقتصاد إحدى الدول الأعضاء لضغوط تستتفز الاحتياطي الأجنبي، وتُضر بالوضع الاقتصادي، وميزان المدفوعات الخاص بالدولة العضو المعنية.

^(٩٥) اتفاقيات التجارة والدفع: تلجأ إلى هذه الاتفاقيات الدول التي تعاني عجز ميزان مدفوعاتها، وتهدف هذه الاتفاقيات إلى تنظيم عملية التبادل التجاري بين الدولة التي تعاني عجزاً وبين الدول الأخرى المصدرة لها، ويتضمن الاتفاق جميع المسائل المتعلقة بالتبادل التجاري بين الدولتين؛ مثل: بيان المنتجات محل التبادل التجاري، وتحديد الكميات والقيم، وقواعد تسوية المدفوعات، وتتميز هذه الاتفاقيات بأنها مؤقتة (حيث تكون في الغالب سنة)، وبذلك يجوز لأي دولة عضو في منظمة التجارة العالمية استخدام هذه الاتفاقيات لمعالجة العجز في ميزان مدفوعاتها تطبيقاً للمادة ١٢ من اتفاقية الجات ١٩٤٧.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

فرض شرط على المصدرين بتقديم العملات الأجنبية التي حصلوا عليها إلى البنك المركزي لتحويلها إلى عملة وطنية، كما يحق للدول النامية المطالبة بحقها في التنمية الاقتصادية، وتطبيق المادة ١٨ من اتفاقية الجات^(٩٦) التي تسمح للدول النامية لأغراض التنمية الاقتصادية بوضع قيود كمية على الواردات.

ويجب التكامل والتداخل بين أدوات السياسة النقدية والمالية؛ للحفاظ على عرض النقود وسعر الصرف عند مستويات ملائمة، وتتمثل أدوات السياسة النقدية في التدخل في السوق المفتوحة^(٩٧)؛ لتحديد نسبة الاحتياطي لدى البنوك وتحرير أسعار الفائدة، بالإضافة إلى امتصاص السيولة من خلال مبيعات أذون الخزانة، والسندات الحكومية... إلخ، والسياسة المالية المتمثلة في ترشيد الإنفاق الحكومي بترشيد الدعم، وعدم الاتجاه إلى رفع الأجور والمرتبات؛ للسيطرة على ارتفاع معدل التضخم. كذلك يمكن للدولة أن تتدخل في أحد محددات سعر الصرف للتأثير في السوق، وظروف العرض والطلب؛ لذا أرى من الأهمية معرفة محددات سعر الصرف في (المبحث الأول)، ثم أتناول بعض التجارب الدولية في تحرير سعر الصرف في (المبحث الثاني)؛ للاستفادة منها قدر المستطاع، ثم أختتم بعرض آثار تعويم سعر الصرف الجنيه المصري على الاستثمارات الأجنبية (المبحث الثالث).

عبد الله الصعيدي: الاقتصاد السياسي، الجزء الثاني، العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص ٩٨، ٩٩.

^(٩٦) المادة ١٨ من اتفاقية الجات ١٩٤٧، والخاصة بالدول النامية حيث يحق لتلك الدول فرض قيود كمية على الواردات لحماية ميزان مدفوعاتها، إذا لم تتوافر الشروط المنصوص عليها بالمادة ١٢ (العجز الموقت في ميزان المدفوعات)، كذلك يحق للدول النامية فرض قيود كمية على الواردات؛ لحماية الصناعات الوطنية (الوليدة والقائمة)، بشرط أن تعتبر تلك الصناعات ضرورية لتحقيق التنمية الاقتصادية.

^(٩٧) يقصد بالسوق المفتوحة: بيع وشراء الأوراق المالية خاصة أذونات الخزانة من قبل البنك المركزي في سوق الأوراق المالية العادية، وقد يمتد نشاط البنك المركزي إلى التعامل في الذهب والعملات الأجنبية، ويستخدم البنك المركزي هذه السياسة للرقابة على الائتمان، والتأثير في المعروض النقدي. السيد عطية عبد الواحد: التحليل الاقتصادي الكلي، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٢، ص ٤٠٩، ٤١٠.

المبحث الأول

محددات سعر الصرف

يُمَثِّلُ سعر الصرف مرآةً تعكس الوضع الاقتصادي للدولة، ومدى صحته أو ضعفه، وهو مؤشرٌ للتوازن الخارجي للدولة المعنية، فتدهور سعر الصرف يعني وجود اختلال في الوضع الاقتصادي للدولة المعنية، ويسهم سعر الصرف بنسبة كبيرة في انتشار الأزمات الاقتصادية العالمية من دولة إلى أخرى^(٩٨)؛ لذا أرى من الأهمية بمكان عرض محددات سعر الصرف؛ للوقوف على أسباب تدهور سعر صرف العملة الوطنية، أو تحسن قيمة العملة الوطنية، والتنبؤ بقرار السلطات النقدية بالتخفيض أو برفع قيمة العملة؛ ممَّا يُمَكِّنُ المستثمر من اتخاذ قراره في ضوء المؤشرات الاقتصادية لسعر الصرف.

وحتى يمكن تفسير ظاهرة انخفاض سعر صرف العملة الوطنية في مواجهة عملة أو عدد من العملات الأجنبية، بينما يرتفع سعر الصرف في الوقت نفسه بالنسبة لعملات أجنبية أخرى، ويرجع ذلك إلى الطلب والعرض على العملة الوطنية، والعملات محل الانخفاض والارتفاع؛ إذ يتكون سعر الصرف بحرية وفقاً لتلاقي قوى العرض والطلب، فسعر الصرف يعكس قيمة العملة الوطنية للدولة المعنية^(٩٩)، وتتعدد محددات سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار والعملات الأجنبية الأخرى التي تؤثر في قوى عرض العملة والطلب عليها؛ إذ يؤثر ويتأثر عرض العملة والطلب عليها؛ ومن ثم سعر الصرف بالعديد من المتغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وغيرها، ويمكن تقسيم محددات سعر الصرف إلى محددات داخلية (المطلب الأول)، ومحددات خارجية (المطلب الثاني)، وذلك على التفصيل الآتي:

^(٩٨) جهاد أحمد نور الدين عباس وحسام الدين أحمد محمد عبد المنعم: أثر تغيرات أسعار الصرف

على مستوى معيشة الأسرة المصرية، مرجع سابق، ص ٤.

^(٩٩) محمد مبارك مصطفى الإمام: سعر الصرف وأثره على حجم الاستثمارات المباشرة في السودان،

المال والاقتصاد، بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد ٨١، السودان، فبراير ٢٠١٧، ص ٢٠.

المطلب الأول

المحددات الداخلية لسعر الصرف

تتعدد العوامل والمحددات الداخلية التي تؤثر في سعر صرف العملة الوطنية، التي تتبع من داخل الدولة؛ مثل: معدل التضخم (الفرع الأول)، وسعر الفائدة (الفرع الثاني)، وأخطار الاستثمار التي تتمثل في الشائعات والمضاربة وتوقعات المستثمرين، وخطر الترجمة، وحجم الاحتياطي النقدي، والاستقرار السياسي والأمني، ومعدل نمو الاقتصاد القومي، والبعد البيئي، (الفرع الثالث)، وذلك على التفصيل الآتي:

الفرع الأول

معدل التضخم

التضخم: **Inflation** يعني الارتفاع المتواصل في المستوى العام للأسعار، وانخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد من العملة الوطنية^(١٠٠)، فمجرد ارتفاع الأسعار لا يعني التضخم، بل يشترط أن يكون الارتفاع متواصل ومستمر^(١٠١)، ويؤدي إلى زيادة أسعار السلع والخدمات؛ نتيجة عجز الإنتاج عن تلبية الطلب، وقد ينتج التضخم عن زيادة عرض النقود؛ نتيجة اتجاه الدولة إلى زيادة الدخل الاسمية^(١٠٢)، أو الإفراط في حجم الإصدار النقدي^(١٠٣)، أو نتيجة عدم إحراز البنوك عند منح الائتمان والقروض الكبيرة لأشخاص، وعدم ردهم للمبالغ المقرضة، فيضطر البنك

^(١٠٠) سالي سمير فهمي عبد المسيح: محددات الادخار الخاص في مصر واستراتيجية زيادة معدلاته،

روح القوانين، كلية الحقوق، جامعة طنطا، الجزء الثاني، العدد ١٠١، يناير ٢٠٢٣، ص ٩٦٣.

^(١٠١) وليد البلتاجي السيد: تحرير سعر الصرف وأثره في أداء الديون والالتزامات المؤجلة، مرجع

سابق، ص ١١٩٥.

^(١٠٢) قد الدولة تتجه إلى زيادة المرتبات (الأجور الاسمية)؛ لتخفيف حدة التضخم، وتخفيف من

آثار تخفيض قيمة العملة الوطنية على محدودي الدخل، ولكن هذه السياسة تنعكس بالسلب

على الأجور الحقيقية التي تتجه إلى الانخفاض، ويرتفع تكاليف المعيشة.

^(١٠٣) إيمان علي محفوظ العجوزة: تأثير الصدمات النقدية على سعر الصرف في جمهورية مصر

العربية، مجلة البحوث والدراسات العربية، المنظمة العربية للتربية والثقافة والعلوم، العدد ٧١،

تونس، ديسمبر ٢٠١٩، ص ٢٨٧.

المركزي إلى تقديم مبالغ مالية كبيرة إلى هذه البنوك؛ للتغلب على صعوبات انعدام السيولة، ويتجه إلى الإصدار النقدي، وتؤدي كل العوامل السابقة إلى ارتفاع معدل التضخم^(١٠٤).

والذي يزيد الوضع سوءًا، تعرض الدولة المعنية للتضخم المستوردة؛ نتيجة اعتمادها على نسبة كبيرة من الاستهلاك المحلي على سلع وخدمات استراتيجية مستوردة يصعب الاستغناء عنها؛ مثل: الأغذية، والأدوية، وبرمجيات الحاسب، أو استيراد مستلزمات الإنتاج، والسلع الرأسمالية، والسلع الوسيطة من الخارج؛ مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار نتيجة ارتفاع أسعار السلع المستوردة^(١٠٥)، إذا ما ترجمت بالعملة المحلية، وكذلك يحدث التضخم المستورد؛ نتيجة ارتفاع تكاليف إنتاج السلع والخدمات المصنعة محليًا التي يدخل في إنتاجها منتجات مستوردة^(١٠٦)، بالإضافة إلى تعمد المستورد رفع الأسعار؛ للحفاظ على هامش الربح؛ مما يزيد من تحمل المواطن أعباء مالية جديدة، ويضر بمحدود الدخل.

فالتضخم يعني الانتشار غير المحكوم للنقد دون أن يقابله غطاء سلعي أو خدمي أو ذهب أو احتياطي من النقد الأجنبي، وبناء عليه توجد علاقة تبادلية بين التضخم وانخفاض سعر صرف العملة الوطنية، بحيث يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية؛ وذلك لأن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى زيادة أسعار السلع والخدمات الوطنية؛ ومن ثمَّ يقل الطلب عليها محليًا ودوليًا، ويزيد الطلب على المنتجات الأجنبية البديلة لها التي أصبحت أرخص ثمنًا، وربما أعلى جودة، ويتدهور وضع ميزان المدفوعات، فيتم عرض العملة الوطنية لاستبدالها بالعملة الأجنبية التي زاد الطلب عليها للوفاء بثمان المنتجات الأجنبية؛ مما يؤدي إلى انخفاض ثمن العملة الوطنية^(١٠٧).

^(١٠٤) محمد إبراهيم الشافعي: الاقتصاد الدولي المعاصر، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٢٣، ص ١٦٢.

^(١٠٥) Chahir Zaki & Others: How Do Trade Margins Respond to the Exchange Rate? The Case of Egypt, Op. Cit, P4.

^(١٠٦) Yusuf Ekrem Akbas & Others: The effect of output level, exchange rate and interest rate on inflation in BRIC-T countries, Op.Cit, P2.

^(١٠٧) Tom Jacob & Others: Relationship between Foreign Portfolio Investment and Exchange Rate: The Case of India Using VECM Testing

ومن جهة أخرى يؤدي المبالغة في تقدير قيمة العملة الوطنية في التعويم المدار، ووجود فجوة بين سعر الصرف الاسمي (NER) nominal exchange rate أو الرسمي والمعلن من السلطات النقدية، وبين سعر الصرف في السوق السوداء إلى ضعف الأداء التصديري^(١٠٨)، ونظرًا لما يعانيه الاقتصاد الوطني من ارتفاع معدلات التضخم، ورغبة من الدولة المعنية في رفع الأداء التصديري؛ تتجه السلطات النقدية إلى تخفيض سعر صرف العملة الوطنية؛ لتصبح صادرات البلد أقل تكلفة، ويزداد الطلب عليها في السوق الدولية؛ مما يؤدي إلى تعزيز أنشطة الإنتاج داخل البلد المعني^(١٠٩)، وعلى النقيض تمامًا يؤدي تثبيت قيمة العملة الوطنية إلى فقدان القدرة التنافسية للمنتجات الوطنية، وزيادة الواردات الأجنبية^(١١٠).

وعندما تتخذ السلطات النقدية قرارًا بتحرير سعر الصرف أو تعويم العملة الوطنية يرتفع المستوى العام للأسعار^(١١١)، وتنخفض قيمة العملة أو قوتها الشرائية، وتفقد النقود وظيفتها كمخزن للقيمة^(١١٢)، ويسعى الأفراد للتخلص منها، وادخار أموالهم في صورة أسهم وسندات وعقارات وذهب^(١١٣) أو عملات أجنبية ذات القيمة

Approach, BIMTECH Business Perspectives, Birla Institute of Management Technology, India, 2022, P4.

(108) Hoda Youssef & Chahir Zaki: From Currency Depreciation to Trade Reform How to Take Egyptian Exports to New Levels? Op. Cit, p3.

(109) Lei Wang & Others: Exchange rate volatility and green growth in China: does nonlinearity matter? Op.Cit, P4.

(١١٠) إيمان علي محفوظ العجوزة: أثر تحرير سعر الصرف على معدل التضخم في الاقتصاد المصري، مرجع سابق، ص ٦١٢.

(١١١) وليد البلتاجي السيد: تحرير سعر الصرف وأثره في أداء الديون والالتزامات المؤجلة، مرجع سابق، ص ١١٤٤.

(١١٢) إبراهيم محمد الفار: سعر الصرف بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص ٥٦.

(١١٣) سعيد خنوش: تغير قيمة العملة وأثره على أداء الحقوق والالتزامات- دراسة فقهية تحليلية- مجلة الصراط، كلية العلوم الإسلامية، جامعة الجزائر، المجلد ٢٠، العدد ١، يوليو ٢٠١٨، ص ٢٣٤.

المستقرة^(١١٤)، والتخلص من العملة الوطنية ذات القيمة المتدهورة؛ وكل ذلك يؤدي إلى زيادة عرض العملة المحلية، وتدهور سعرها. هذا بالإضافة إلى أثر ارتفاع الأسعار في الدولة المعنية^(١١٥)، ولم تتغير مستوى الأسعار في الدول الأخرى المشتركة معها في التجارة؛ فتقل قيمة العملة الوطنية عما ذي قبل^(١١٦)؛ ويرجع ذلك إلى أن سعر الصرف يتجه إلى الانخفاض بنفس النسبة التي ترتفع بها الأسعار المحلية، تطبيقاً لنظرية تعادل القوة الشرائية^(١١٧) التي تقوم

^(١١٤) أحمد محمد محمد يوسف: أثر سعر الصرف ومعدل الفائدة والتضخم على سلوك الودائع في سوق النقد المصري، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، مجلد ١١، العدد ٣، الإسماعيلية، ٢٠٢٠، ص ١١٥٨.

^(١١٥) ويلاحظ في مصر الذي زاد الأمر سواء، اتجاه الدولة إلى تحرير سعر الصرف، بالإضافة إلى إصلاح منظومة الدعم، ورفع الدعم عن الطاقة والوقود؛ مما أدى إلى تأثير مضاعف في الأسعار، وارتفعت بشكل كبير، فقد صدرت العديد من القرارات الوزارية التي صاحبة قرار تحرير الجنيه المصري في نوفمبر ٢٠١٦.

قرار رئيس الوزراء رقم ١٤٣٥ لسنة ٢٠١٧: بتحديد سعر بيع البنزين والكيروسين والسولار، الجريدة الرسمية العدد ٢٥ مكرر، ٢٨/٦/٢٠١٧.

قرار رئيس الوزراء رقم ١١٣٠ لسنة ٢٠١٨: بتحديد سعر بيع المنتجات البترولية، الجريدة الرسمية العدد ٢٣ مكرر هـ، ١٣/٦/٢٠١٨.

قرار رئيس الوزراء رقم ١١٣٣ لسنة ٢٠١٨: بتحديد سعر بيع المتر المكعب من الغاز الطبيعي المستخدم كوقود للسيارات، الجريدة الرسمية العدد ٢٣ مكرر هـ، ١٣/٦/٢٠١٨.

قرار رئيس الوزراء رقم ١٤٠٣ لسنة ٢٠١٨: بتحديد سعر بيع الغاز الطبيعي المستخدم في المنازل، والنشاط التجاري المعادل للاستخدام المنزلي، الجريدة الرسمية العدد ٢٩ مكرر، ٢١/٧/٢٠١٨.

^(١١٦) إيمان علي محفوظ العجوزة: أثر تحرير سعر الصرف على معدل التضخم في الاقتصاد المصري، مرجع سابق، ص ٦٢١.

^(١١٧) تتحدد قيمة عملة دولتين بناء على مستوى الأسعار في الدولتين، وذلك بناء على نظرية تعادل القوة الشرائية، وتأخذ هذه النظرية صورتين:

على فرضية قانون السعر الواحد، والذي يعني أنَّ السلع المتجانسة تُباع بنفس السعر في جميع الدول، مع افتراض غياب مصاريف النقل والحواجز الجمركية^(١١٨)، فسعر صرف العملة المعنية يتحدد بناءً على ما تقدر أن تشتريه هذه العملة من منتجات، سواء في داخل الدولة أو خارجها^(١١٩)، وتضعف القدرة التنافسية للصناعات المحلية سواء المخصصة للتصدير، أو الإنتاج المحلي؛ مما يضعف من قدرة الاقتصاد القومي على توليد فرص عمل جديدة.

١. الصورة المطلقة لنظرية تعادل القوة الشرائية أو قانون السعر الواحد: بمعنى أن أي سلعة لها سعر واحد في الدولتين يمكن شراؤها بنفس السعر بعد تحويل عملة إحدى الدولتين إلى عملة الدولة الأخرى، وفقاً لسعر الصرف المحدد بناءً على مستوى الأسعار في البلدين، ويعاب على هذه النظرية: أنها لم تلتفت إلى تأثير انتقال رأس المال في معدل سعر الصرف، وبعض السلع بطبيعتها لا تدخل مجال التجارة الدولية كخدمات الصيانة للأجهزة المنزلية وغيرها؛ ومن ثمَّ عدم التعادل في القوة الشرائية، وأغفلت النظرية نفقات النقل.
٢. نظرية تعادل القوة الشرائية في صورتها النسبية: يتغير سعر الصرف بين عملتين خلال فترة زمنية معينة مع التغير النسبي في المستوى العام للأسعار خلال هذه الفترة في كلتا الدولتين، فلو لم يتغير المستوى العام للأسعار في إحدى الدولتين، وارتفع المستوى العام للأسعار بنسبة معينة، ولنفترض ٣٠٪ في الدولة الأخرى خلال فترة زمنية معينة؛ سوف ينخفض سعر صرف عملة الدولة الأخيرة بنفس النسبة ٣٠٪، وتعرضت هذه النظرية للنقد؛ إذ إنها لا تتطابق مع الواقع في بعض الحالات، ويوجد عوامل أخرى في الأجل القصير تؤدي دوراً في التأثير في سعر الصرف غير المستوى العام للأسعار، وصعوبة تحديد سنة الأساس التي يحسب عليها سعر الصرف في سنة المقارنة.

محمد إبراهيم الشافعي: الاقتصاد الدولي المعاصر، مرجع سابق، ص ١٣٢: ١٣٧.

^(١١٨) جهاد أحمد نور الدين عباس وحسام الدين أحمد محمد عبد المنعم: أثر تغيرات أسعار الصرف على مستوى معيشة الأسرة المصرية، مرجع سابق، ص ٩.

^(١١٩) إيمان بلوفة وعلاء الدين قادري: أثر تخفيض قيمة العملة على ميزان المدفوعات الجزائري- دراسة قياسية للفترة ١٩٩٠: ٢٠٢٠ باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة غير الخطية NARDL- مرجع سابق، ص ١٥.

وينتج عن ارتفاع معدل التضخم انخفاض الدخل الحقيقي لمحدودي ومتوسطي الدخل؛ بسبب ارتفاع الأسعار، وانخفاض القيمة الحقيقية للأجور النقدية التي يحصلون عليها (القوة الشرائية للنقود)، وعدم زيادة الدخل النقدية بنسبة مساوية لمعدل الزيادة المتراكمة في الأسعار، فينخفض معدل الاستهلاك؛ لارتفاع تكاليف المعيشة، وتنتشر ظاهرة الركود التضخمي^(١٢٠)؛ مما يؤدي إلى ضيق السوق رغم كثرة عدد السكان؛ لأنهم لا يملكون القوة الشرائية لتحويل رغباتهم إلى طلب^(١٢١).
ورغبة من الدولة في تخفيف حدة التضخم؛ تتجه إلى زيادة الدخل، ويطلب العمال بالقطاع العام والخاص بزيادة الأجور؛ مما يؤدي إلى زيادة العرض النقدي، ويزيد تكاليف الإنتاج، وترتفع الأسعار مرة أخرى، وتكتسب عملية الارتفاع التضخمي للأسعار قوة دافعة^(١٢٢)، وكلما ارتفعت الأسعار؛ انخفضت قيمة العملة الوطنية، وانخفض سعر صرف هذه العملة.

ويؤثر التضخم في قرارات المستثمرين الأجانب الذين يخشون على أموالهم من الخسارة^(١٢٣) من جهتين، هما: الأثر على أرباح المستثمر المتوقعة؛ نتيجة عدم رواج منتجاته؛ بسبب ضيق السوق، وخطر الترجمة نتيجة عدم تمتع الدولة المعنية بالاستقرار الاقتصادي **Economic Stability**^(١٢٤).

^(١٢٠) وليد البلتاجي السيد: تحرير سعر الصرف وأثره في أداء الديون والالتزامات المؤجلة، مرجع سابق، ص ١١٩٢.

^(١٢١) سالي سمير فهمي عبد المسيح: التحليل الاقتصادي والضريبة العقارية، مركز التعليم المدمج، جامعة عين شمس، القاهرة، ٢٠٢٤، ص ١٥.

^(١٢٢) هند مرسى محمد علي: سياسات تحرير سعر الصرف وأثرها على الفقر وتوزيع الدخل في مصر، مرجع سابق، ص ١٧.

^(١٢٣) يحيى محمد أبو طالب سليمان: تعريف سعر الصرف وأنواعه والعوامل المؤثرة فيه، مرجع سابق، ص ٢٥.

^(١٢٤) يقصد بالاستقرار الاقتصادي: حالة الاقتصاد التي تتميز بالتوازن والاستقرار في مختلف جوانبها، وذلك بتحقيق الاستقرار الداخلي والخارج، بالتشغيل الكامل للموارد الاقتصادية دون تضخم، فهو يهدف إلى عدم وجود تقلبات حادة في المؤشرات الاقتصادية الكلية، والحفاظ على اقتصاد مستقر خالٍ من تقلبات الأسعار، ويحقق معدل نمو اقتصادي قوي، والحد من التقلبات المفاجئة بين

نخلص ممّا سبق: أنّ ارتفاع المستوى العام للأسعار في الدولة المعنية مقارنةً بالمستوى العام للأسعار في الدول الأخرى المشتركة معها في التجارة، يؤدي إلى زيادة حجم الواردات، وانخفاض القدرة التنافسية للصادرات الوطنية؛ ومن ثم زيادة عرض العملة المحلية، وزيادة الطلب على العملة الأجنبية، فتخفّض قيمة العملة المحلية، ويرتفع سعر الصرف العملات الأجنبية لا سيما عملات الدول المشتركة مع هذه الدولة في التجارة؛ لذلك يرى الباحث أنّ معدل التضخم من أهم العوامل المؤثرة في تحديد سعر الصرف.

وأرى أنّه نظرًا لعدم مرونة الجهاز الإنتاجي للدول النامية، وضعف الأداء التصديري، وعدم الاستقرار النسبي في الأسعار، فلا تأتي سياسة تخفيض سعر الصرف بالثمار المرجوة، ولا تؤدي إلى تحسين ميزان المدفوعات، بل تؤدي إلى فقدان الثقة في العملة الوطنية، وزيادة الطلب على العملات الأجنبية، وزيادة معدل التضخم.

ونظرًا لوجود تأثير تبادلي بين معدل التضخم وتخفيض سعر الصرف، فكلما زاد معدل التضخم؛ تقل قيمة العملة الوطنية، ويؤدي قرار تخفيض العملة الوطنية إلى ارتفاع معدل التضخم، أقترح ضرورة التنسيق بين السياسة المالية والنقدية؛ إذ تتدخل السلطات النقدية بصفة دورية؛ لتقييم سعر صرف العملة الوطنية، وتربط السلطات النقدية اتخاذ قرار تعويم وتخفيض سعر صرف العملة الوطنية بعدم تجاوز معدل التضخم مستوى معين، وتعمل على تخفيض عرض النقود، فيجب أن يربط البنك المركزي الإصدار النقدي الجديد بكمية الذهب الموجودة لديه، والاحتياطي من النقد الأجنبي، وحجم الإنتاج المحلي، فلا بُدَّ أن يقابل الإصدار النقدي الجديد غطاء سلعي، أو خدمي، أو عملات أجنبية، أو غطاء ذهبي؛ حتى لا تحدث تزايد مشكلة التضخم التي تؤدي إلى ارتفاع الأسعار، وتدهور قيمة العملة الوطنية، ويمكن للبنك

العرض والطلب، وتخفيض أسعار الفائدة، وتجنب انتشار البطالة، واستقرار أسعار الصرف، ولتحقيق الاستقرار الاقتصادي لا بُدَّ من التنسيق بين أدوات السياسة المالية والنقدية.

Abdullahi Aduagba Yahaya: The Impact of Monetary Policy on Economic Stabilization in Azerbaijan, master's Thesis, Graduate School of Economics, Khazar University, Azerbaijan, 2024, P32 &33.

المركزي إصدار نقدي جديد يقابل كمية المنتجات المحلية المُصدرة إلى الخارج؛ لأنَّ التصدير يجلب عملة أجنبية، وكذلك على السياسة المالية عدم الاتجاه إلى رفع الأجور والمرتبات؛ إذ يؤدي انخفاض الدخل إلى تقلص الطلب على المنتجات المستوردة، ويتحسن وضع ميزان المدفوعات، ويجب على السياسة النقدية العمل على زيادة الناتج المحلي للسيطرة على معدلات التضخم، وتحقيق استقرار نسبي في الأسعار، وذلك بالاهتمام بريادة الأعمال والمشروعات الصغيرة والمتوسطة، فيؤدي زيادة الإنتاج وتخفيض الأجور إلى استقرار في سعر الصرف وتحسين قيمته. وحسبًا فعل البنك المركزي المصري بإطلاق العديد من المبادرات لدعم الأنشطة الاقتصادية؛ مثل: مبادرة دعم القطاع الخاص بمبلغ ٥٠ مليار جنيه، ومبادرة دعم السياحة^(١٢٥)، واستمرار مبادرة تمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر^(١٢٦)؛ بهدف زيادة الإنتاج، وما يترتب عليه من انخفاض الأسعار.

الفرع الثاني

سعر الفائدة

سعر الفائدة: **Interest rate**: يعني المبالغ النقدية التي تدفعها البنوك على القروض والودائع، ويستخدم البنك المركزي أداة ارتفاع سعر الفائدة كاستراتيجية لجذب المدخرات، وتعبئة الودائع^(١٢٧)، وسحب السيولة، وتشجيع الأفراد على إيداع أموالهم في البنوك؛ طمعًا في الحصول على الفائدة المرتفعة، لا سيما في الأجل القصير، فسعر الفائدة هو المكافأة التي يحصل عليها الفرد؛ نتيجة تخليه عن السيولة

⁽¹²⁵⁾<https://www.cbe.org.eg/ar/news-publications/news/2024/10/20/19/09/the-launch-of-a-new-initiative-to-support-the-tourism>
On19/5/2025, At08:16PM.

⁽¹²⁶⁾<https://www.cbe.org.eg/ar/msmes-entrepreneurship/msmes/facilitating-access-to-finance>
On19/5/2025, At08:16PM.

^(١٢٧) أحمد محمد محمد يوسف: أثر سعر الصرف ومعدل الفائدة والتضخم على سلوك الودائع في سوق النقد المصري، مرجع سابق، ص ١١٥٩.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

لمدة زمنية معينة^(١٢٨)، فتنقل رؤوس الأموال من الدولة ذات سعر الفائدة الأدنى إلى الدولة ذات سعر الفائدة الأعلى^(١٢٩)، وذلك في حالة ارتفاع سعر الفائدة في الدولة المعنية عن سعر الفائدة العالمي^(١٣٠).

فيزيد الطلب على العملة الوطنية، ويرتفع ثمنها؛ لذلك يؤثر سعر الفائدة طردياً في سعر الصرف^(١٣١)، ويعد سعر الفائدة إحدى الوسائل التي تستخدمها السلطات النقدية (البنك المركزي) في التعويم المدار لجذب المدخرات، وسحب السيولة من العملة الوطنية^(١٣٢)؛ حتى ينخفض عرضها ليرتفع ثمنها، فالأفراد يعرضون العملات الأجنبية التي يقل سعر فائدتها في سوق الصرف؛ لشراء العملة الوطنية التي يرتفع سعر فائدتها؛ لتحقيق أرباح من فروق أسعار الفائدة؛ لذا يعد سعر الفائدة عاملاً رئيساً في حركة رؤوس الأموال دولياً.

والذي يؤثر في سعر الصرف هو سعر الفائدة الحقيقي، وليس سعر الفائدة الاسمي، ويقصد بسعر الفائدة الحقيقي: سعر الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم، أما سعر الفائدة الاسمي: فهو النسبة المئوية للفائدة المعلنة من البنك المركزي على الشهادات والودائع والأوعية الادخارية، فلو ارتفع سعر الفائدة الاسمي في دولة ما، وصاحبه ارتفاع مماثل في معدل التضخم، فإن ذلك يعني ثبات سعر الفائدة الحقيقي؛ ممّا لا يؤثر في جذب المدخرات لهذه الدولة، ولا يصاحب ذلك

^(١٢٨) جون ماينارد كينز: النظرية العامة للتشغيل والفائدة والنقود، ترجمة إلهام عيداروس، مراجعة عبد الله شحاتة خطاب، هيئة أبو ظبي للثقافة والتراث، أبو ظبي، ٢٠١٠، ص ٢١٣.

^(١٢٩) Tom Jacob & Others: Relationship between Foreign Portfolio Investment and Exchange Rate: The Case of India Using VECM Testing Approach, Op.Cit, 2022, P4.

^(١٣٠) ويقصد بسعر الفائدة العالمي: سعر الفائدة لدى الشركاء التجاريين.

الوليد أحمد طلحة: سياسات تحرير سعر الصرف في الدول العربية: بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص ١١.

^(١٣١) Yusuf Ekrem Akbas & Others: The effect of output level, exchange rate and interest rate on inflation in BRIC-T countries, Op.Cit, P2.

^(١٣٢) سالي سمير فهمي عبد المسيح: العلاقات الاقتصادية في التجارة الدولية- مع الإشارة إلى آثار بعض الاتفاقات القطاعية لجولة أوروغواي على مصر- مرجع سابق، ص ٧٤.

ارتفاع في سعر صرف العملة الوطنية؛ لأنَّ معدل التضخم المماثل يقضي على الربح المحقق من سعر الفائدة العالي^(١٣٣)؛ لذلك أرى أنَّ محدد سعر الفائدة يجذب الأموال الوطنية والاستثمارات الجنبية الحافظة بشرط ارتفاع معدل سعر الفائدة على معدل التضخم.

وفي المقابل يؤثر ارتفاع سعر الفائدة في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛ لأنَّه يؤدي إلى ارتفاع تكلفة المشروعات^(١٣٤)؛ إذ يواجه المستثمر مشكلة ارتفاع سعر الفائدة على القروض التي تحتاجها الشركات في بدء المشروع، أو لرغبته في التوسع في المشروع، فأرى ضرورة العمل على تخفيض سعر الفائدة وتحريره؛ حتى تستطيع مصر جذب مزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية، التي تمثل حجر الأساس في زيادة الإنتاج، وعلاج المشاكل الاقتصادية كافة.

فعلى البنك المركزي أن يستخدم أداة سعر الفائدة بحذر، لا سيما إذا كان سعر صرف العملة الوطنية في فترة فقاعة سعر الصرف؛ إذ إن رفع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية^(١٣٥)، وبتطبيق ذلك على الاقتصاد المصري نجد أنَّ هذه الفرضية صحيحة، فقد أقيمت لجنة السياسة النقدية بالبنك المركزي المصري في اجتماعها الأخير خلال عام ٢٠٢٤ في ٢٦/١٢/٢٠٢٤، للمرة السادسة على التوالي، على سعر العائد على الإيداع لليلة واحدة عند ٢٧.٢٥٪، وسعر العائد على الإقراض لليلة الواحدة عند ٢٨.٢٥٪^(١٣٦)، إلا أنَّ سعر الفائدة العالي لم يؤدِّ إلى زيادة الطلب على الجنيه المصري؛ وذلك لأنَّ الجنيه المصري رغم قرار البنك

^(١٣٣) محمد إبراهيم الشافعي: الاقتصاد الدولي المعاصر، مرجع سابق، ص ١٣٠، ١٣١.

^(١٣٤) Yusuf Ekrem Akbas & Others: The effect of output level, exchange rate and interest rate on inflation in BRIC-T countries, Op.Cit, P1.

^(١٣٥) تعني فقاعة سعر الصرف: أن الدولة المعنية مقومة عملتها الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية، وقد ينحرف سعر الصرف عن قيمته الحقيقية؛ بسبب نشاط المضاربين، وكمية رأس المال المضارب.

Tie-Ying Liu & Ye Lin: Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? Op.Cit, P10 &11.

^(١٣٦) <https://www.cbe.org.eg/ar/economic-research/statistics/overnight-deposit-and-lending-rate/historical-data>
On19/4/2025, At01:56AM.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحفاظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

المركزي بتحرير سعر الصرف في مارس ٢٠٢٤^(١٣٧)، فإنه ما زال مقومًا بأعلى من قيمته الحقيقية، ورغم ارتفاع الفائدة، فإن سعر صرف الجنيه المصري يتجه إلى الانخفاض، فقد انخفض من \$/٣٠.٨٤ في ٢٠٢٣ إلى \$/٤٧.٩٧ في ٢٠٢٤^(١٣٨) بنسبة تغير ٥٥.٥٤٪^(١٣٩).

وفي رأيي تعد أداة سعر الفائدة مسكنًا مؤقتًا، وليس حلًا جذريًا لمشكلة انخفاض القوة الشرائية للعملة الوطنية، فالسلطات النقدية بالدولة المعنية ملزمة برد أصل المبلغ المدخر بانتهاء أجل الأوعية الادخارية، بالإضافة إلى الفوائد المستحقة في مواعيدها؛ مما يزيد من عرض العملة الوطنية، ويلاحظ أنه على الرغم من ارتفاع سعر الفائدة المحددة من قبل البنك المركزي المصري، ولكنها لا تنجح في امتصاص السيولة، وذلك يرجع إلى ارتفاع معدل التضخم بشكل أكبر من معدل سعر الفائدة، والتقويم الخاطئ لسعر الصرف بأعلى من قيمته الحقيقية؛ ومن ثم يكون لاستخدام أداة سعر الفائدة آثار محدودة على تحسين القوة الشرائية للعملة الوطنية، وآثار سلبية على الاستثمار الوطني والأجنبي المباشر.

^(١٣٧) أثر قرار تعويم الجنيه في مارس ٢٠٢٤ في غلق السوق السوداء | تقرير خاص | بوابة أخبار اليوم الإلكترونية.

في ٢٠٢٥/٤/١٩، الساعة ٢:١٨ عصرًا

لقد حاول الباحث الاطلاع على قرار البنك المركزي بتعويم سعر صرف الجنيه في مارس ٢٠٢٤ على الموقع الرسمي للبنك المركزي، ولكن لم يتمكن من التوصل إلى هذا القرار؛ فاضطر إلى اللجوء إلى المواقع الإخبارية على سبيل الاسترشاد.

^(١٣٨) انظر المبحث الثالث من هذه الدراسة.

^(١٣٩) تم حساب نسبة التغير بمعرفة الباحث وذلك بحساب الفرق بين القيمتين ٣٠.٨٤-٤٧.٩٧

= ١٧.١٣ ثم قسمة الفرق بين القيمة الأصلية والقيمة الجديدة على القيمة الأصلية وضربها في مائة $100 \times \frac{17.13}{30.84} = 55.54\%$

الفرع الثالث أخطار الاستثمار

تتعدد العوامل التي ترتبط بالبيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية بالدولة المعنية، وتؤثر في كل من سعر الصرف وتدفق الاستثمار الأجنبي، وتشكل أخطاراً على أرباح المستثمر واستثماراته، وتتمثل في الآتي: المخاطر السوقية؛ مثل: الشائعات، والمضاربة، وتوقعات المستثمرين، والمخاطر المالية؛ مثل: حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي، ومعدل نمو الاقتصاد القومي، والمخاطر غير المالية؛ مثل: الاستقرار السياسي، والاستقرار الأمني، والبعد البيئي، والمخاطر التشغيلية؛ مثل: خطر الترجمة، وذلك على التفصيل الآتي:

أولاً- الشائعات والمضاربة وتوقعات المستثمرين وخطر الترجمة: يتأثر سعر صرف العملة الوطنية بالشائعات^(١٤٠) التي يروجها المضاربون في سوق الصرف بانخفاض قيمة العملة الوطنية^(١٤١)، سواء كانت صحيحة أو غير صحيحة، لا سيما خلال الأجل القصير، وما يلبس سوق الصرف أن يستعيد استقراره، وتكون الاستجابة للشائعات على حسب قوة تجاوب سوق الصرف معها^(١٤٢)، ويتجه المضاربون إلى إثارة الشكوك حول إمكانية الحفاظ على سعر صرف العملة الوطنية عند السعر الرسمي، والمعلن بصورة مستدامة.

وينطلق المضاربون بدافع توقع ربح في المستقبل إلى شراء كميات كبيرة من العملة الأجنبية وتخزينها، وبيعها بعد ارتفاع ثمنها^(١٤٣)؛ مما يستنزف الاحتياطي من

^(١٤٠) يرى الباحث أنَّ هناك فرقاً بين الشائعات والتوقعات: فالشائعات قد تكون صحيحة، وقد تكون

غير صحيحة يطلقها المضاربون، لكن التوقعات تقوم على دراسة سوق الصرف.

^(١٤١) سعيد خنوش: تغير قيمة العملة وأثره على أداء الحقوق والتزامات- دراسة فقهية تحليلية- مجلة

الصراف، مرجع سابق، ص ٢٣٢.

^(١٤٢) منية خرياش: أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية- دراسة حالة

بورصتي عمان والسعودية لفترة ٢٠١٠، مرجع سابق، ص ٣٦.

^(١٤٣) صبحي أحمد عبد الهادي سعد: تأثير الاستثمار الأجنبي على سعر الصرف، رسالة دكتوراه،

كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، ٢٠١١، ص ١٩٢.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

النقد الأجنبي، ويؤدي زيادة طلب المضاربون **speculative demand** إلى تقلبات سعر الصرف^(١٤٤)، وتشوه قيمة العملة، وقد يؤدي إلى فقاعات سعر الصرف **exchange rate bubbles**، وينحرف سعر الصرف عن قيمته الحقيقية، وتنخفض قوته الشرائية؛ بسبب زيادة الطلب على العملة الأجنبية، وعرض العملة الوطنية^(١٤٥)، ويترتب على ذلك فقدان الثقة في العملة الوطنية، وعدم استقرارها.

مِمَّا سبق نخلص بأن يتمثل نشاط المضاربين المؤثر في سعر الصرف في جهتين، هما: نشر الشائعات، وشراء كمية كبيرة من العملة الأجنبية؛ مِمَّا يؤثر في استقرار سعر صرف العملة الوطنية، وتعرضها لفقاعة سعرية.

ويؤدي عدم استقرار سعر صرف العملة الوطنية وانخفاضه إلى صعوبة تحديد المستثمر- الذي لديه معاملات بالعملات الأجنبية- لمكاسبه وخسائره بشكل دقيق، ولا سيما الخسائر التي تؤثر في بعض الأحيان في الوضعية المالية له^(١٤٦)، ولا تعمل الشركات الأجنبية بكفاءة؛ بسبب عدم القدرة على التنبؤ بأسعار الصرف؛ مِمَّا يؤثر بشكل كبير في قراراتهم الاستثمارية^(١٤٧).

(144) Yahui Yang & Zhe Peng: Openness and Real Exchange Rate Volatility: Evidence from China, Op.Cit, P154.

(145) Tie-Ying Liu & Ye Lin: Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? Op.Cit, P1.

يختلف مصطلح تقلب سعر الصرف عن مصطلح فقاعة سعر الصرف، حيث يشير مصطلح فقاعة سعر الصرف: إلى انحراف سعر الصرف عن قيمته الحقيقية؛ بسبب زيادة نشاط المضاربة؛ مِمَّا يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف، ثم انخفاضه.

Ibid, P2.

(١٤٦) تيجاني بالريقي و أمين راشدي: أثر تغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية على القوائم المالية وفق متطلبات المعيار المحاسبي الدولي ٢١ والنظام المالي، مجلة البشائر الاقتصادية، الجزائر، المجلد ٣، العدد ١، مارس ٢٠١٧، ص ١٦٨.

(147) Lei Wang & Others: Exchange rate volatility and green growth in China: does nonlinearity matter? Op.Cit, P3&4.

وينتشر الاعتقاد بأن التخفيض قادم لا محالة، وهنا أرى أنه لا بد من تدخل سريع من السلطات النقدية في الدولة قبل أن تنفجر الفقاعة، ويدهور سعر صرف العملة الوطنية^(١٤٨).

ولا يصدر قرار السلطات النقدية بتخفيض قيمة العملة الوطنية فجأة، وإنما يحدث تدريجياً، وخلال فترة زمنية ينتشر فيها شعور الجميع بحدوث التخفيض؛ بسبب سوء الأوضاع الاقتصادية، ووجود عجز هيكلي في ميزان المدفوعات، وانخفاض الاحتياطي من النقد الأجنبي، وتباطؤ معدل نمو الإنتاج، وانخفاض معدل النمو الاقتصادي، والقرارات السياسية، وعجز الموازنة العامة للدولة، وارتفاع معدل التضخم، ومتابعة إحصائيات النقد^(١٤٩)؛ مما يدفع المستثمرين إلى تصفية مشاريعهم، وتحويلها إلى أموال، وهروب أموالهم إلى الخارج؛ لتجنب الخسارة الناتجة عن تخفيض قيمة أصولهم الحقيقية بالعملة الأجنبية، ويحصل المستثمرون على كمية أكبر من النقد الأجنبي، قبل قرار السلطات النقدية بالتخفيض.

ويدفع توقع الأفراد أن قرار تخفيض قيمة العملة الوطنية وشيك الوقوع إلى تحريك رؤوس أموالهم إلى الخارج؛ لتجنب الخسائر المحتملة، أو البحث عن الأرباح^(١٥٠).

ويؤدي قرار السلطات النقدية بالدولة المعنية بتخفيض قيمة العملة الوطنية إلى تحفيز ظهور السوق السوداء أو السوق الموازية، وتنشط عمليات المضاربة على العملات الأجنبية^(١٥١)، وقد شهدت مصر تلاعباً كبيراً في أسعار الصرف بواسطة المضاربين في السوق الموازي، منذ أواخر عام ٢٠٢٢ وحتى منتصف عام ٢٠٢٤،

^(١٤٨) لقد انتبعت سلطة النقد بسنغافورة MAS لخطر المضاربة على استقرار سعر الصرف،

وأصدرت عدة قرارات للحد وتحجيم نشاط المضاربين، لمزيد من التفاصيل حول تعامل سلطة

النقد بسنغافورة مع خطر المضاربة، أنظر المطلب الثاني من المبحث الثاني من هذه الدراسة.

^(١٤٩) عبد الرحمان علي الحيلاني: أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مرجع سابق، ص ١٠.

^(١٥٠) سبرينة مانع وكريم زرمان: أثر انخفاض سعر صرف العملة على بعض المتغيرات الاقتصادية

الكلية، مرجع سابق، ص ٥١٠.

^(١٥١) الوليد أحمد طلحة: سياسات تحرير سعر الصرف في الدول العربية: بين النظرية والتطبيق،

مرجع سابق، ص ٤٢.

حيث يلاحظ تضاعف سعر الصرف أكثر من ثلاثة أمثال خلال أقل من سنتين^(١٥٢).

بالإضافة إلى الآثار التضخمية الناتجة عن تخفيض قيمة العملة الوطنية، وما ينتج عنه من تغيير في الأسعار الحقيقية لأصول المستثمرين العينية والنقدية، إذا ترجمت إلى عملة أجنبية، ويؤدي تخوف المستثمرين من تحقيق خسائر إلى الخروج من السوق، وتحويل ما لديهم من أموال بالعملة الوطنية إلى عملات أجنبية تتمتع بالاستقرار النسبي، فالعلاقة بين ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية، وزيادة الودائع المصرفية بالعملة الأجنبية علاقة طردية^(١٥٣)، وينتج عن ذلك زيادة عرض العملة الوطنية، مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها وتدهورها.

وبعد اتخاذ السلطات النقدية قرار تخفيض قيمة العملة يتجه المستثمرون إلى الاستثمار في البلد المعني مستفيدين من ارتفاع قيمة العملة الأجنبية، وانخفاض قيمة الأصول العينية والعقارات مقومة بالعملة الأجنبية؛ إذ يدفعون كمية أقل من العملة الأجنبية بعد ترجمتها إلى العملة الوطنية في سبيل شراء هذه الأصول والعقارات، واستيراد منتجات هذه البلد مستفيدين من انخفاض أسعار صادرات هذه البلد^(١٥٤)، ولكنني أرى لكي تأتي سياسة التخفيض بثمارها المرجوة في جذب الاستثمارات الأجنبية، لا بُدَّ أن يتبعها السيطرة على معدلات التضخم، وزيادة الإنتاج حتى يصبح الاقتصاد المعني جاذب للاستثمار، والعمل على الحفاظ على الثبات النسبي للعملة الوطنية حتى تزيد الثقة في عملة الدولة الوطنية.

^(١٥٢) محمد عبد الحميد أحمد الإمبابي: العلاقة السببية الديناميكية بين سعر الصرف والاستثمارات في المحافظ الاستثمارية بواسطة نموذج (ARDL) ونموذج (GRANGER)، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، المجلد ١٥، العدد ٣، الإسماعيلية، يوليو ٢٠٢٤، ص ٨٥٥.

^(١٥٣) أحمد محمد محمد يوسف: أثر سعر الصرف ومعدل الفائدة والتضخم على سلوك الودائع في سوق النقد المصري، مرجع سابق، ص ١١٧١.

^(١٥٤) صبحي حسون الساعدي وإياد حماد عبد: أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مرجع سابق، ص ٩٦.

وأرى ممّا سبق يمكن أن نخلص بالآتي: يؤثر خطر ترجمة سعر الصرف في أصول المستثمر والأرباح المحققة، والتزامات المستثمر الأخرى تجاه المتعاملين معه، والتي قد تؤدي إلى إرهاب المستثمر إذا نفذ الالتزام وفقاً لبنود العقد، ويمكن التخفيف من حدة خطر الترجمة بإبرام عقود آجلة في أسواق المال العالمية أو المحلية، كما يمكن للمستثمر مطالبة المتعاقد معه بتعديل الالتزام^(١٥٥).

وبعد أن أوضحت كيف يؤثر نشاط المضاربين وخطر الترجمة في سعر صرف العملة الوطنية؟ سوف أوضح آثار بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على سعر الصرف؛ مثل: حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي، والاستقرار السياسي والأمني، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والبعد البيئي، وسوف ألقى الضوء على هذه المتغيرات، وذلك على التفصيل الآتي:

ثانياً- الاحتياطي من النقد الأجنبي: Foreign Exchange Reserves وهو العملات الأجنبية التي يحتفظ بها البنك المركزي، وهناك دافعان لاستخدام الاحتياطي من النقد الأجنبي:

الدافع الأول- دافع وقائي: هو امتصاص الصدمات ودعم العملة الوطنية في سوق الصرف؛ إذ إنّ السياسة النقدية تستخدم الاحتياطي من النقد الأجنبي للتدخل في سوق الصرف، والحفاظ على سعر صرف العملة الوطنية، لا سيما في حالة هروب الاستثمارات الأجنبية إلى الخارج، أو ارتفاع تكلفة الحصول على قروض خارجية^(١٥٦).

والدافع الثاني- دافع تجاري: يتمثل في القضاء على زيادة الأسعار، وتحفيز النمو الاقتصادي، وسداد المدفوعات الدولية، فالإقتصديات الصاعدة تخشى من

^(١٥٥) انظر المبحث الرابع من هذه الدراسة.

^(١٥٦) هند محمد عبد الحميد الدناصورى: الاحتياطي النقدي الأجنبي كمحدد أساسي في اختيار نظم سعر الصرف في مصر في الفترة من ١٩٩٠ - ٢٠٢٠، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، مجلد ١٣، العدد ٢، جامعة قناة السويس، إبريل ٢٠٢٢، ص ٢١٢.

انخفاض الاحتياطي أكبر من خوفها من قرار التعويم^(١٥٧)، وكلما ارتفع حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي؛ انخفضت تقلبات سعر الصرف.

ويعتمد البنك المركزي في التعويم المدار على الاحتياطي من النقد الأجنبي؛ إذ يتدخل البنك المركزي كصانع لسعر الصرف في الأسواق المالية العالمية، فيتدخل من خلال عمليات السوق المفتوحة لشراء كمية كبيرة من العملة الوطنية^(١٥٨)؛ بهدف رفع قيمتها نظراً لانخفاض عرضها، ويتدخل البنك المركزي في سوق الأوراق المالية، ببيع الأوراق المالية، مقابل شيكات مسحوبة على ودائع المشتريين، لدى البنوك التجارية، أو ودائع البنك التجاري لدى البنك المركزي؛ ومن ثم يقل نسبة السيولة لدى البنوك التجاري؛ مما يؤدي إلى خفض الائتمان^(١٥٩)، كما يتدخل البنك المركزي ببيع العملة الأجنبية، ويرفع سعر الفائدة؛ لجذب المدخرات بالعملة الوطنية، وسحب السيولة من العملة الوطنية؛ ليقّل عرضها، ويرتفع قيمتها.

ويؤثر الاحتياطي من النقد الأجنبي في قرارات المستثمرين حيث كلما انخفض الاحتياطي، وزاد عجز ميزان المدفوعات يخشى المستثمرون على أموالهم، واستثماراتهم؛ لشعورهم بعدم استقرار سعر صرف الدولة المعنية، فتوجد علاقة طردية بين نسبة الاحتياطي من النقد الأجنبي وتدفق الاستثمار الأجنبي، لا سيما أنّ الاستثمار يحتاج إلى النقد الأجنبي في تحويل أرباحه إلى بلده.

ثالثاً- الاستقرار السياسي والأمني: بمعنى قدرة الحكومة الوطنية على الحفاظ على النظام والأمن؛ مما يعزز الثقة في الاقتصاد؛ إذ يؤدي الاستقرار السياسي والأمني إلى زيادة الاستثمار المحلي والأجنبي، وزيادة تحويلات المصريين بالخارج؛ مما يزيد من استقرار سعر الصرف، وفي المقابل يتسبب الاضطراب السياسي والانفلات الأمني والحروب الخارجية في انهيار سعر الصرف، وفقدان الثقة في

(157) Yahui Yang & Zhe Peng: Openness and Real Exchange Rate Volatility: Evidence from China, Op.Cit, P128.

(١٥٨) السياسة النقدية وعمل البنوك المركزية

الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي في ١٧/٣/٢٠٢٥، الساعة ١١:٤ صباحاً.

(١٥٩) صفوت عبد السلام عوض الله: محاضرات في الاقتصاد السياسي- النقود والبنوك- دار

النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١، ص٢٤٧.

العملة الوطنية^(١٦٠)، ويحجم الاستثمار الأجنبي عن الاستثمار في الدولة، وتقل تحويلات المصريين في الخارج، فهناك علاقة عكسية بين الاضطراب السياسي والأمني وسعر صرف العملة الوطنية^(١٦١).

رابعاً- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP: بمعنى ارتفاع معدل زيادة الناتج المحلي الإجمالي، الذي يعكس صحة الاقتصاد، فكلما زاد الإنتاج والإنتاجية بالدولة المعنية؛ زاد سعر صرف العملة الوطنية^(١٦٢)؛ لأنه يؤدي إلى انخفاض معدل الواردات من الخارج، وزيادة الطلب على المنتجات الوطنية؛ مما يساعد على بقاء الاقتصاد القومي قوياً، ونظراً للاعتماد على المنتجات الوطنية في سد حاجة الطلب المحلي والدولي؛ مما يعمل على زيادة سعر صرف العملة الوطنية لزيادة الطلب عليها.

خامساً- الاهتمام بالبعد البيئي: إذ تؤثر اعتبارات الاستدامة البيئية في السياسات الاقتصادية والتنموية، فكلما كان الاقتصاد يعتمد على الطاقة النظيفة، ويقل انبعاثات الكربون به؛ كان قادراً على توفير أمن الطاقة، وكان أكثر جاذبية للاستثمارات الأجنبية المباشرة^(١٦٣)؛ مما يزيد من الطلب على العملة الوطنية، ويرتفع ثمنها.

^(١٦٠) منية خرباش: أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية- دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة ٢٠١٠، مرجع سابق، ص ٣٦.

^(١٦١) سالي سمير فهمي عبد المسيح: العلاقات الاقتصادية في التجارة الدولية- مع الإشارة إلى آثار بعض الاتفاقات القطاعية لجولة أوروغواي على مصر- مرجع سابق، ص ٦٥.

^(١٦٢) Tie-Ying Liu & Ye Lin: Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? Op.Cit, P3.

^(١٦٣) Vu Ngoc Xuan: Nexus of GDP, FDI, Inflation, Exchange Rate, Renewable Energy, Trade Openness, and Open Innovation in Singapore: New evidence from the ARDL method, Sustainable Futures, Elsevier, Issue 9, Number 100628, Amsterdam, 2025, p2&3.

انظر المبحث الثاني، المطلب الثاني تجربة سنغافورة؛ إذ أدى اهتمام سنغافورة بالطاقة النظيفة، وتقليل الانبعاثات الكربونية إلى زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إليها.

المطلب الثاني

المحددات الخارجية لسعر الصرف

وهي مجموعة العوامل الخارجية التي تتعلق بالعلاقات الاقتصادية الدولية للدولة المعنية، وتؤثر في سعر صرف العملة الوطنية؛ مثل: حالة ميزان المدفوعات والأداء التصديري (الفرع الأول)، وحركة رؤوس الأموال (الفرع الثاني)، الضغوط الخارجية (الفرع الثالث)، وذلك على التفصيل الآتي:

الفرع الأول

حالة ميزان المدفوعات والأداء التصديري

ترجع أهمية ميزان المدفوعات **Balance of Payments**: في أنه مرآة تعكس موقف الدولة المالي (حقوق الدولة والتزاماتها المالية) تجاه الدول الأخرى، وعلاقات الدولة الاقتصادية، ويوضح هيكل النشاط الإنتاجي بالدولة المعنية^(١٦٤)، من خلال معرفة صادرات الدولة ووارداتها، ويحدد الوزن النسبي لاقتصاد الدولة تجاه الاقتصاد العالمي، ويرتبط بأسواق سعر الصرف، وتمثل أرقام ميزان المدفوعات مؤشراً ومصدراً مهماً للمتعاملين في أسواق الصرف^(١٦٥)، حيث يمكن من قراءة وثيقة ميزان المدفوعات تحديد العوامل المؤثرة في عرض العملة الوطنية، والطلب عليها^(١٦٦)، من خلال مراجعة الصادرات والواردات.

ويمكن تعريف ميزان المدفوعات: بأنه وثيقة رسمية محاسبية تقيد فيها كافة المعاملات الاقتصادية للدولة المعنية التي تتم بين المقيمين في الدولة^(١٦٧) والمقيمين

^(١٦٤) منصور علي منصور شطا: تقييم أثر تحرير سعر الصرف في مصر - دراسة تحليلية لبعض مؤشرات الاقتصاد المدة من (٢٠١٠ - ٢٠٢٠) - مرجع سابق، ص ٢٠٩٣.

^(١٦٥) يحيي محمد أبو طالب سليمان: تعريف سعر الصرف وأنواعه والعوامل المؤثرة فيه، مرجع سابق، ص ٢٤.

^(١٦٦) عبد الرحمان علي الجيلاني: أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مرجع سابق، ص ٩.

^(١٦٧) المقيم في الدولة: كل من يرتبط بالدولة المعنية برابطة تبعية اقتصادية، سواء كانوا أشخاصاً اعتبارية عامة، أو خاصة، أو أشخاصاً طبيعياً، تمارس نشاطها الاقتصادي المعتاد في الدولة.

في الخارج، خلال مدة زمنية معينة قي الغالب سنة مضت^(١٦٨)، فيقيد بميزان المدفوعات صادرات الدولة ووارداتها، وتحركات رأس المال، والذهب، حيث يقيد به قيمة جميع السلع والخدمات، والقروض وخدمة القرض، والهبات الأجنبية، وكمية الذهب الداخل والخارج، والمعاملات الرأسمالية؛ لذا يوضح ميزان المدفوعات حقوق الدولة (دائنة) والتزاماتها (مدينة)، ويتم تقييم التزامات الدولة بالعملة الأجنبية أو الذهب^(١٦٩).

وهنا يمكن القول إنَّ العملة الوطنية تعد سلعة يتحدد ثمنها بقوى الطلب والعرض عليها؛ إذ إنَّ ديناميكية سعر الصرف الحقيقية تنشأ نتيجة الأداء التصديري^(١٧٠)، وقد يكون الطلب على العملة الوطنية مستقلاً أو مشتقاً: فالطلب المستقل على العملة الوطنية- أي طلب العملة لذاتها- يتحقق عند القيام بالمضاربة على العملة، أمَّا الطلب المشتق: فهو الأغلب يتحقق عند الطلب على السلع والخدمات الوطنية^(١٧١)، ويوضح ميزان المدفوعات ظروف عرض وطلب العملات المختلفة، سواء الوطنية أو الأجنبية.

ممَّا سبق نخلص بأنَّ ميزان المدفوعات يتأثر بحركة التجارة الدولية: حيث ينتج عن عملية تبادل السلع والخدمات بين الدول، تبادل العملات بين الدولة المصدرة والدولة المستوردة، ومن نتاج هذا التبادل يتحدد سعر الصرف وفقاً لتلاقي قوى العرض والطلب على العملات محل التبادل، فكلما زادت صادرات الدولة؛ زاد الطلب على عملتها الوطنية؛ لدفع قيمة المنتجات محل التبادل؛ وزاد سعر صرف عملتها.

عزت عبد الحميد البرعي: مبادئ العلاقات الاقتصادية الدولية، مقدمة في الاقتصاد الدولي، مرجع سابق، ص ٢٥٨.

^(١٦٨) إبراهيم محمد الفار: سعر الصرف بين النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، مرجع سابق، ص ٨٥.

^(١٦٩) سالي سمير فهمي عبد المسيح: العلاقات الاقتصادية في التجارة الدولية- مع الإشارة إلى آثار

بعض الاتفاقات القطاعية لجولة أوروغواي على مصر- مرجع سابق، ص ٧٨، ٧٩.

^(١٧٠) Tie-Ying Liu & Ye Lin: Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? Op.Cit, P3.

^(١٧١) إيمان على محفوظ العجوزة: أثر تحرير سعر الصرف على معدل التضخم في الاقتصاد المصري، مرجع سابق، ص ٦١١، ٦١٢.

ويتأثر كذلك ميزان المدفوعات بدرجة الانفتاح التجاري: فكلما زاد الانفتاح التجاري مع انخفاض الأداء التصديري؛ زاد عجز ميزان المدفوعات، وانخفض احتياطي من النقد الأجنبي؛ مما يضعف سعر الصرف، فالانفتاح التجاري له تأثير كبير في تقلبات سعر الصرف^(١٧٢).

ويوجد علاقة تبادلية بين سعر الصرف ومعدل الصادرات، فسعر الصرف أحد المحددات الرئيسية للطلب على الصادرات، فكلما ارتفع سعر صرف العملة الوطنية؛ تنخفض صادراتها^(١٧٣)، ويؤدي انخفاض معدل الصادرات أو انخفاض القدرة التنافسية للصادرات؛ أي انخفاض الطلب على المنتجات الوطنية من سلع وخدمات إلى انخفاض سعر صرف عملة الدولة الوطنية.

فانخفاض الصادرات أو ضعف الأداء التصديري: يعني وجود عجز في ميزان المدفوعات؛ أي أن الدولة المعنية تستورد أكثر مما تُصدر؛ يؤدي ذلك إلى عجز ميزان المدفوعات؛ بسبب قلة الطلب على المنتجات الوطنية؛ ومن ثمَّ يقل الطلب على العملة الوطنية، تنخفض قيمتها في مواجهة العملات الأخرى^(١٧٤)، ويزيد الطلب على الواردات الأجنبية؛ مما يؤدي إلى زيادة عرض العملة الوطنية، وزيادة الطلب على العملات الأجنبية؛ تلبية لرغبة الأفراد في شراء المنتجات الأجنبية المستوردة، فهي أساس الطلب على العملات الأجنبية.

^(١٧٢) نظراً لأنَّ الصين تحقق فائضاً تجارياً؛ مما أدى إلى تراكم الاحتياطي النقدي، وارتفع سعر صرف اليوان.

Yahui Yang & Zhe Peng: Openness and Real Exchange Rate Volatility: Evidence from China, Op.Cit, P144.

^(١٧٣) Tzu-Yi Yang & Others: The dynamic effect of trading between China and Taiwan under exchange rate fluctuations, Humanities & Social Sciences Communications, 2023, Available at:

<https://doi.org/10.1057/s41599-023-01903-8>

On7/4/2025, At01:54PM, P3.

^(١٧٤) محمد مبارك مصطفى الإمام: سعر الصرف وأثره على حجم الاستثمارات المباشرة في السودان، مرجع سابق، ص ٢١.

وتلجأ الدولة المعنية إلى مجموعة من الإجراءات للتأثير في سعر صرف العملة الوطنية، وعلاج اختلال ميزان المدفوعات^(١٧٥)، ورغبة من الدولة المعنية في رفع الأداء التصديري، قد تدخل الدولة بتخفيض قيمة عملتها: عن طريق البنك المركزي حتى تنطلق صادراتها، حيث تكسب منتجاتها ميزة تنافسية سعرية تمكنها من غزو الأسواق^(١٧٦)؛ إذ يؤدي التقييم الخاطئ لسعر صرف العملة الوطنية بسعر أكبر من قيمتها الحقيقية إلى ضعف القدرة التنافسية للصادرات^(١٧٧)، ويرجع ذلك لارتفاع سعرها عن مثيلتها المستوردة^(١٧٨)؛ ومن ثم انخفاض الطلب عليها؛ مما يسهم في حدوث عجز بميزان المدفوعات^(١٧٩).

ومن الناحية النظرية من المتوقع أن يؤدي تخفيض سعر صرف العملة المحلية إلى زيادة الطلب المحلي على مستلزمات الإنتاج المحلية البديلة، والسلع المحلية البديلة، وانخفاض أسعار الصادرات إلى الخارج، أي قد يولد ميزة نسبية محتملة، تتمتع بها المنتجات الجديدة، والأكثر تطوراً القابلة للتصدير^(١٨٠)؛ مما يحسن من القدرة التنافسية للسلع والخدمات المحلية المصدرة إلى الخارج، فتخفيض قيمة العملة الوطنية؛ مما يؤدي إلى انخفاض سعر الصادرات، ويزيد الطلب الأجنبي على المنتجات الوطنية^(١٨١)، فيمكن شراء كم أكبر من المنتجات بنفس السعر بالعملة

^(١٧٥) إيمان بلوفة وعلاء الدين قادري: أثر تخفيض قيمة العملة على ميزان المدفوعات الجزائري- دراسة قياسية للفترة ١٩٩٠: ٢٠٢٠ باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة غير الخطية NARDL- مرجع سابق، ص ١٢.

^(١٧٦) صلاح حامد: الوجيز في العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الثانية، دار نصر، القاهرة، بدون تاريخ، ص ٧٧.

^(١٧٧) Hoda Youssef & Chahir Zaki: From Currency Depreciation to Trade Reform How to Take Egyptian Exports to New Levels? Op. Cit, P3.

^(١٧٨) Tie-Ying Liu & Ye Lin: Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? Op.Cit, P4.

^(١٧٩) حسام عبد العال: العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المحمدية للطباعة، القاهرة، ٢٠١٧، ص ١٢١.

^(١٨٠) Chahir Zaki & Others: How Do Trade Margins Respond to the Exchange Rate? The Case of Egypt, Op. Cit, P4.

^(١٨١) منال جابر مرسي محمد: تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٧)، مرجع سابق، ص ٥٠١.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحفاظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

الأجنبية، وترتفع سعر الواردات بالعملة الوطنية، فينخفض الطلب عليها، ويفضل المنتجون الإنتاج في قطاعي التصدير وإحلال الواردات^(١٨٢)، بشرط مرونة الطلب عليهما^(١٨٣).

فكلما زاد الأداء التصديري يزيد الإنتاج المحلي؛ لتلبية حاجة السوق المحلية والدولية، ويزيد معدل النمو الاقتصادي^(١٨٤)، وبحسب المنطق الاقتصادي تتحسن القدرة التنافسية السعوية للصادرات المصرية بانخفاض سعر صرف الجنيه المصري، لكن يلاحظ أنَّ تخفيض قيمة الجنيه المصري لم يؤدِّ إلى تأثير إيجابي في الصادرات المصرية، ويظهر ذلك من تتبع وضع ميزان المدفوعات المصري^(١٨٥)؛ يلاحظ أن انخفاض قيمة الجنيه المصري يقابله ارتفاع في قيمة الواردات وكميتها، ولم يقابل ذلك ارتفاع في حجم الصادرات المصرية.

وأرى أنَّ مصر لم تستفد من سياسة تخفيض الجنية في رفع الأداء التصديري؛ بسبب تصدير المنتجات التقليدية ذات القيمة المضافة المحدودة، واعتماد مصر في الإنتاج المعد للتصدير على سلع رأسمالية، ومستلزمات إنتاج مستوردة، وقد ارتفعت تكلفة الإنتاج؛ بسبب التضخم المستورد^(١٨٦).

^(١٨٢) سبرينة مانع وكريم زرمان: أثر انخفاض سعر صرف العملة على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مرجع سابق، ص ٥٠٣.

^(١٨٣) لمزيد من التفاصيل عن سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية (أسبابها- شروط نجاحها) ارجع إلى المطلب الثاني من المبحث التمهيدي في هذه الدراسة.

^(١٨٤) ياقوتة بودوشن: أثر التخفيض التنافسي لقيم العملات (حرب العملات) على الاقتصاد العالمي مع الإشارة للآثار الناجمة عنها على اقتصاديات الدول العربية، مجلة دفا تر اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة عاشور زيان الجلفة، مجلد ٣، العدد ٥، الجزائر، سبتمبر ٢٠١٢، ص ١٤.

^(١٨٥) انظر جدول (٣) في المبحث الثالث من هذه الدراسة.

^(١٨٦) لمزيد من المعلومات عن شروط نجاح سياسة تخفيض سعر الصرف ارجع إلى المطلب الثاني من المبحث التمهيدي من هذه الدراسة.

وفي رأيي بالإضافة إلى العوامل السابقة يسهم في زيادة عجز ميزان المدفوعات المصري انخفاض الطلب على خدمات السياحة^(١٨٧)، وانخفاض أسعار البترول^(١٨٨)، هذا بالإضافة إلى انخفاض حصيلة الصادرات المصرية السلعية^(١٨٩)، وانخفاض إيرادات قناة السويس^(١٩٠)، وانخفاض مرونة الطلب على الصادرات والواردات، فلا تأتي سياسة تخفيض سعر الصرف بالنتائج المرجوة.

الفرع الثاني

حركة رؤوس الأموال

يتأثر سعر صرف العملة الوطنية بحركة رؤوس الأموال: فتوجد علاقة طردية، فكلما كانت حركة رؤوس الأموال الأجنبية إلى داخل البلد المعني؛ ارتفع سعر صرف

^(١٨٧) تتراوح إيرادات مصر من خدمات السياحة ما بين ٢.٩٥ مليار دولار في سنة ١٩٩٥، وبلغت أعلى معدل لها مبلغ ١٤.٢٦ مليار دولار في ٢٠١٩، ووصلت إلى ٤.٨٧ مليار دولار في ٢٠٢٠، وهو آخر عام ذكر على الموقع.

Egypt, Arab Rep. | Data- (بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)
On14/3/2025, At05:19PM.

^(١٨٨) تتراوح نسبة صادرات الوقود من إجمالي صادرات السلع ٣٧٪ في عام ١٩٩٥، وبلغت أعلى معدل لها ٥٥٪ عام ٢٠٠٦، وانخفض إلى ١٨٪ عام ٢٠٢٣، وهو آخر عام موضح به الإحصائيات.

Egypt, Arab Rep. | Data- (من صادرات السلع)
On14/3/2025, At05:19PM.

^(١٨٩) بلغت نسبة التجارة السلعية من إجمالي الناتج المحلي ٢٥.٢٠٪ في عام ١٩٩٥، وبلغت ٤٥.٨٠٪ أعلى نسبة لها ٢٠٠٨ ووصلت إلى ٣١.٦٠٪ عام ٢٠٢٣، وهو آخر عام وضع به الإحصائيات.

Egypt, Arab Rep. | Data- (من إجمالي الناتج المحلي)
On14/3/2025, At05:19PM.

^(١٩٠) بلغ عائد النقل من قناة السويس ٣١٣.٩ مليار جنيه. لمحطة إحصائية مصر- الجهاز المركز للتعبئة العامة والإحصاء- سنة ٢٠٢٤، ص ٢٧.

العملة الوطنية^(١٩١)، وكلما انخفض تدفق رؤوس الأموال إلى داخل البلد المعني؛ انخفض سعر صرف العملة الوطنية، وتأخذ حركة رؤوس الأموال إحدى صورتين، هما:

١. تحويلات المصريين العاملين بالخارج: فكلما زادت التحويلات من مرتبات وأرباح؛ كان سعر صرف العملة الوطنية مستقرًا إلى حد ما؛ إذ إن هذه التحويلات: إما أن تتم بالعملة الأجنبية؛ فيزيد المعروض منها، أو بالعملة الوطنية، فيعرض العاملون المصريون بالخارج العملة الأجنبية، ويزيد الطلب على العملة الوطنية؛ مما يؤدي إلى ارتفاع ثمنها، وفي المقابل يؤثر هروب رأس المال بكميات كبيرة إلى الخارج بحثًا عن معدلات فائدة أعلى، أو خوفًا من الاضطرابات السياسية، أو بحثًا عن الملاذ الآمن^(١٩٢)، على سعر صرف العملة الوطنية بالانخفاض.

٢. معدل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمارات الحافطة: تنتقل رؤوس الأموال عبر الدول بواسطة الاستثمار الأجنبي بحثًا عن فرص ربح أفضل، وتتعدد أسباب انتقال رؤوس الأموال بواسطة الاستثمار الأجنبي بشقيه: فقد تنتقل رؤوس الأموال من أجل الاستثمار لأجل طويل، أو للحصول على ربح من ارتفاع سعر الفائدة، أو بهدف توزيع المخاطر، أو الاستفادة من اتساع السوق في الخارج لتصريف المنتجات مع توافر المواد الأولية القائم عليها الإنتاج، أو الحصول على أرباح احتكارية بالسيطرة على إنتاج سلعة محددة في عدة مناطق أو بدافع المضاربة، أو لتوقع تغيير سعر العملة بالانخفاض، وتحقيق أرباح من فروق الأسعار^(١٩٣).

^(١٩١) إيمان علي محفوظ العجوزة: تأثير الصدمات النقدية على سعر الصرف في جمهورية مصر العربية، مرجع سابق، ص ٢٩٥.

^(١٩٢) صلاح حامد: الوجيز في العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص ٩٥.

^(١٩٣) محمد مبارك مصطفى الإمام: سعر الصرف وأثره على حجم الاستثمارات المباشرة في السودان، مرجع سابق، ص ٢١.

ويوجد تأثير تبادلي بين استقرار سعر الصرف، وتدفق الاستثمارات الأجنبية؛ إذ يؤثر عدم استقرار سعر الصرف واحتمالات تدهوره في قرارات المستثمر بالسلب، ويؤدي ضعف تدفق الاستثمار الأجنبي إلى انخفاض سعر الصرف، فاستقرار سعر الصرف يعطي المستثمر الشعور بالأمان على أمواله واستثماراته وأرباحه، فالاستثمارات الأجنبية المباشرة استثمارات طويلة الأجل تَهْدَفُ إلى إقامة مشروعات تسهم في نقل التكنولوجيا، وخفض معدل البطالة، وزيادة الإنتاج؛ مما يؤدي إلى تحسين الأداء الاقتصادي للدولة المعنية، ويؤثر بالإيجاب في سعر الصرف، وذلك لأنَّ المستثمر الأجنبي يطلب العملة الوطنية، ويعرض عملات أجنبية لبدء مشروعه الاستثماري^(١٩٤)، كذلك تسهم الاستثمارات غير المباشرة في رفع سعر الصرف^(١٩٥)، رغم أنها استثمارات قصيرة الأجل، توجه إلى الأوراق المالية، أو العقارات، وتسمى بالاستثمارات الحافظة أو الاستثمارات بالأموال الساخنة؛ لأنها تستطيع الدخول إلى سوق الأوراق المالية بسهولة أو الخروج منه كذلك، وعند هروب رؤوس الأموال إلى الخارج بسحب المستثمرين الأجانب أموالهم؛ لاهتزاز الثقة في العملة الوطنية يتجهون إلى تحويل أموالهم من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية، فإن تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج تزيد من عرض العملة الوطنية؛ ومن ثم ينخفض قيمتها وتتدهور^(١٩٦).

الفرع الثالث

الضغوط الخارجية

إنَّ الضغوط الخارجية والقروض الخارجية وخدمات القروض: التي تمارسها وتقرحها مؤسسات التمويل الدولي (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء

^(١٩٤) الوليد أحمد طلحة: سياسات تحرير سعر الصرف في الدول العربية: بين النظرية والتطبيق،

مرجع سابق، ص ١٢.

^(١٩٥) Talent Kondo & Others: Foreign portfolio investment, returns, exchange rate and inflation for Zimbabwe: A Granger Causality and EGARCH approach, Growing Science, Canada, 2024, P302.

^(١٩٦) منال جابر مرسي محمد: تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٧)، مرجع سابق، ص ٥١١، ٥١٢.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحفاظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

والتعمير) على الدول، لا سيما الدول النامية لتخفيض سعر صرف عملتها الوطنية^(١٩٧)، خاصة إذا كانت تتبع الدولة المعنية نظام التعويم المدار، وتحدد سعر صرف عملتها بأعلى من القيمة الحقيقية له^(١٩٨)، لاسيما إذا أرادت دولة المعنية، الحصول على قرض من مؤسسات التمويل الدولي، تتعرض لضغط خارجي من المؤسسات التمويل الدولي بتحرير سعر صرف عملتها قبل إبرام القرض^(١٩٩)، وبعد إبرام القرض، وقد تتعرض الدولة إلى عدم قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الدول الخارجية، ومؤسسات التمويل الدولية، لاسيما خدمة الديون الخارجية^(٢٠٠).

وتمثل القروض الخارجية ضغطاً خارجياً على الدولة طالبة القرض لتخفيض سعر صرف عملتها الوطنية؛ وليس معنى ذلك أن القرض الخارجي دائماً في غير صالح الدولة، ويؤدي إلى تخفيض سعر صرف العملة الوطنية، فقد يؤدي القرض

^(١٩٧) محمد مبارك مصطفى الإمام: سعر الصرف وأثره على حجم الاستثمارات المباشرة في السودان، مرجع سابق، ص ٢٠.

^(١٩٨) رأت بعثة صندوق النقد الدولي أن الدولار يساوي ٦٠ جنيهاً، عندما أرادت مصر الحصول على قرض من صندوق النقد الدولي عام ٢٠١٦، بمبلغ ١٢ مليار دولار خلال ٣ سنوات، بفائدة تتراوح بين ١ إلى ٥٪، وكان تقييم الجنيه بهذه القيمة محل خلاف بين صندوق النقد الدولي ومصر.

عمرو محمد فريد سيد سليمان: قرض صندوق النقد الدولي وأثره على الاقتصاد المصري، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنوفية، العدد ٥٠، المنوفية، أكتوبر ٢٠١٩، ص ٢١٢، ٢١٣.

^(١٩٩) إيمان بلباي ومحمد قرشي: المؤشرات الاقتصادية المصرية في ظل قرض صندوق النقد الدولي لسنة ٢٠١٦م، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، مجلد ٩، العدد ١، الجزائر، يونيو ٢٠٢٤، ص ٨.

^(٢٠٠) صبحي حسون الساعدي وإياد حماد عبد: أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مرجع سابق، ص ٨٧.

الخارجي إلى تحسين وضع ميزان مدفوعات الدولة المعنية، وارتفاع سعر صرف عملتها الوطنية.

فالقروض الخارجية قد تساعد في ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية، وكذلك قد تؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية، وذلك بالنظر إلى الهدف من القرض الأجنبي الذي أبرمته الدولة مع أشخاص غير مقيمة أو دول أجنبية، فإذا كان القرض الخارجي موجهاً إلى زيادة الاستثمارات، وزيادة الطاقة الإنتاجية؛ مما يؤدي إلى زيادة الصادرات، وخفض الواردات، وتحسين وضع ميزان المدفوعات، وزيادة قدرة الاقتصاد الوطني على دفع خدمة وأقساط القرض^(٢٠١) يكون القرض في صالح الدولة المعنية، ويؤدي إلى ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية، ولكن إذا وجه القروض إلى سد عجز ميزان المدفوعات، أو تغطية حاجة الاستهلاك المحلي^(٢٠٢)، يؤدي أقساط القرض وخدمته عند السداد إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية.

وإذا كان الهدف من القرض توجيهه للاستهلاك، وإنقاذ العملة الوطنية، فيجب التفرقة بين حالتين: حالة دخول القرض، وحالة سداد القرض، ففي حالة دخول القرض إلى الدولة المقترضة: يؤدي إلى ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية لإمداد الدولة بالعملات الأجنبية؛ فيمكن للبنك المركزي استخدام أموال القروض في الحفاظ على سعر صرف العملة الوطنية عند مستويات ملائمة، ولكن عندما يأتي أجل سداد القرض؛ أي في حالة سداد القرض وأقساطه: تؤدي القروض وخدمتها إلى الضغط على العملة الوطنية فتقل قيمتها.

فليس المهم تكافؤ جانب الدائن وجانب المدين في ميزان المدفوعات، بل المهم تحليل الطريقة التي يتحقق بها تكافؤ ميزان المدفوعات، ويكون ميزان المدفوعات في حالة توازن اقتصادي بتساو جانبي الدائن والمدين في العمليات المستقلة.

(٢٠١) صفوت عبد السلام عوض الله: العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص ٢٢٣.

(٢٠٢) يلاحظ أن جزءاً كبيراً من قروض صندوق النقد الدولي للدول النامية- لا سيما مصر - يتم استخدامها في

الاستهلاك، وليست في الإنتاج والاستثمار، فلم تحقق القروض الأهداف المرجوة منها.

إيمان بلباي ومحمد قرشي: المؤشرات الاقتصادية المصرية في ظل قرض صندوق النقد الدولي

لسنة ٢٠١٦م، مرجع سابق، ص ١٦.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

فعلى الدولة المعنية ألا تلجأ إلى حلول مؤقتة؛ مثل: القروض الخارجية لعلاج انخفاض سعر الصرف، وعجز ميزان المدفوعات، بل لا بد أن تهتم السياسة النقدية والاقتصادية بالدولة بالعمل على زيادة الإنتاج، مع تحسين نوعيته، وتوجيه القروض لشراء التكنولوجيا المتقدمة، ورأس المال اللازم لزيادة الإنتاج.

ومن العوامل الخارجية التي تشكل ضغطاً على العملة الوطنية: ارتفاع سعر صرف الدولار أمام العملات الأجنبية الأخرى: بسبب خفض البنك المركزي الأوروبي، والمركزي السويسري لأسعار الفائدة في نوفمبر ٢٠١٤؛ ممّا أدى إلى ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الجنيه الإسترليني واليورو والين الياباني واليوان الصيني، وقرر مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي رفع سعر الفائدة بمقدار ٠.٢٥٪ على الدولار؛ ممّا أسهم في رفع سعر الدولار^(٢٠٣).

^(٢٠٣) هند مرسي محمد علي: سياسات تحرير سعر الصرف وأثرها على الفقر وتوزيع الدخل في مصر، مرجع سابق، ص ١١، ١٢.

المبحث الثاني

تجارب دولية في تحرير سعر الصرف

تعاني معظم الدول النامية من عدم تهيئة مناخ الاستثمار؛ بسبب ضعف الأداء الاقتصادي، واضطرابات سياسية واجتماعية، والبيروقراطية الإدارية، وضعف الشفافية، وإهمال البعد البيئي، وصعوبة تحويل العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية، لما تعاني منه الدول النامية من انخفاض الاحتياطي النقدي من العملات الأجنبية^(٢٠٤)، بالإضافة إلى عدم استقرار أسعار صرف عملتها الوطنية؛ مما يضعف من حجم تدفق الاستثمارات الأجنبية إليها، وحتى تستفيد هذه الدول من إمكانياتها الطبيعية والبشرية في تهيئة مناخ الاستثمار عليها الاستفادة من تجربة الدول الأخرى في تحرير سعر صرف عملتها، سواء أدى ذلك إلى رفع أو تخفيض قيمة العملة الوطنية، ولم يؤثر ذلك بالسلب في تدفق الاستثمارات الأجنبية إليها.

لقد قررت السلطات النقدية في العديد من الدول النامية تخفيض سعر صرف عملتها الوطنية مترجمة بالعملات الأجنبية، وذلك بهدف تحسين الوضع الاقتصادي، وعلاج عجز الميزانية العامة، وسد عجز ميزان المدفوعات، واجتذاب رؤوس الأموال الخارجية بتدفق الاستثمارات الأجنبية إليها، وقد استطاعت بعض هذه الدول تجاوز أزمة تخفيض سعر الصرف بعد فترة قصيرة من قرار تخفيض سعر الصرف، وقد فشلت دول أخرى في تجاوز الأزمة.

^(٢٠٤) فقد أعلنت مجموعة الشايغ التي تملك ٩٠ علامة تجارية مثل H&M و Starbucks و Victoria's Secret عن إغلاق ٦٠ متجرًا، وتقليص أعمالها في مصر بسبب أزمة الجنيه، وذلك يوم ٢٠٢٤/١/١٧، ويؤدي ذلك إلى فقدان ٣٧٥ موظف لوظيفته.

أبرزها ذا بودي شوب ودينهامز.. مجموعة الشايغ في مصر تغلق بعض متاجرها بسبب الجنيه
On12/12/2024, At08:37.

لذلك يجب تسريع عملية تحويل العملة الوطنية إلى عملات أجنبية؛ من أجل إعطاء المستثمرين الأجانب انطباعًا بأن القيام باستثمارات في الدولة المعنية أمر سهل وغير مقيد، ويمكن للمستثمر تحويل أمواله إلى الخارج بدون قيود.

Talent Kondo & Others: Foreign portfolio investment, returns, exchange rate and inflation for Zimbabwe: A Granger Causality and EGARCH approach, Op.Cit, P204.

ويرجع ذلك إلى القدرة التنافسية للإنتاج والتصدير للبلد المعني، فقد استطاعت الصين^(٢٠٥) وسنغافورا الاستفادة من قرار تعويم سعر صرف العملة الوطنية، فقد ارتفع معدل الصادرات كنتيجة لانخفاض أسعار منتجاتها، وارتفع حجم الطلب على المنتجات المحلية لهذه الدول محليًا ودوليًا، كما زاد معدل تدفق الاستثمارات الأجنبية إليهما، ويلاحظ أن الصين تتبع سياسة تخفيض سعر الصرف، بعكس سنغافورة التي اتبعت سياسة رفع سعر الصرف، ولكن يشترك الاثنان في تخفيض أسعار المنتجات النهائية.

سوف أعرض سياسة إصلاح سعر الصرف وتحريره في كل من تجربة الصين في المطلب الأول، وتجربة سنغافورة في المطلب الثاني، موضحةً أثر ذلك في تدفق الاستثمارات الأجنبية، ومدى استفادة كل منهما من قرار تعويم سعر الصرف، وسوف أعتمد على ثماني مؤشرات لقياس الوضع الاقتصادي^(٢٠٦)، هي: مؤشر سعر الصرف، ومعدل التضخم، وسعر الفائدة الحقيقي، وإجمالي الناتج المحلي، ومعدل تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، ومعدل تدفق الاستثمارات الأجنبية الحافطة، وميزان المدفوعات، والاحتياطي من النقد الأجنبي، وسوف أقارن هذه المؤشرات قبل وبعد قرار تعويم وإصلاح سعر الصرف؛ للوقوف على أسباب نجاح أداة سعر الصرف للخروج من الأزمات الاقتصادية في الدولة المعنية، وذلك على التفاصيل الآتي:

المطلب الأول

أثر تخفيض سعر صرف اليوان الصيني في تدفق الاستثمارات الأجنبية

الذي يميز التجربة الصينية^(٢٠٧) رغم التحديات السكانية، أنها بدأت عملية الإصلاح الاقتصادي والانفتاح بشكل تدريجي، وعلى مراحل بدءًا من عام

(205) Chahir Zaki & Others: How Do Trade Margins Respond to the Exchange Rate? The Case of Egypt, Op. Cit, P3.

(٢٠٦) ويرجع اختيار الباحث لهذه المؤشرات لما لها من تأثير في سعر صرف العملة الوطنية، لمزيد من التفاصيل حول محددات سعر الصرف أرجع إلى المبحث الأول من هذه الدراسة.

(٢٠٧) يرجع سبب اختياري لجمهورية الصين الشعبية: أنها نجحت في استخدام سياسة تخفيض سعر صرف اليوان؛ لتخفيف عجز ميزان المدفوعات، وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها،

١٩٧٨^(٢٠٨) بالإصلاح التشريعي، ثم أنشأت مناطق اقتصادية ١٩٨٠، ثم انضمت الصين إلى منظمة التجارة العالمية في ٢٠٠١، واعتمدت استراتيجية الصين في النمو على تهيئة مناخ الاستثمار، والعمل على زيادة الصادرات، وتحرير سوق المال تدريجياً^(٢٠٩).

واستطاع الاقتصاد الصيني أن يكون الاقتصاد العالمي الأسرع نمواً بعد الإصلاح الاقتصادي^(٢١٠) الذي بدأ منذ عام ١٩٧٨ في عهد الرئيس الصيني دينج شياو بينج، وأيده الحزب الشيوعي الصيني في اعتماده لسياسة الباب المفتوح The open door policy^(٢١١)، أو الانفتاح opening-up^(٢١٢)؛ بهدف جذب رؤوس الأموال الأجنبية للصين والاستثمارات الأجنبية، وتعد الصين ثاني أكبر اقتصاد^(٢١٣)، وثاني أكبر احتياطي نقدي من الدولار في العالم^(٢١٤)، ويتميز الاقتصاد الصيني بإمكانيات نمو هائلة^(٢١٥) فأصبحت الصين مركز تصنيع في العالم في تسعينيات القرن العشرين، رغم أنها بدأت عملية الإصلاح الاقتصادي متأخراً في أواخر

فالصين تتفق مع مصر في عدة وجوه، منها: تعداد سكانها كبير، ودولة ذات حضارة، وتعد من الدول النامية، بسبب: عدم عدالة توزيع الدخل القومي، وانخفاض صادرات الصين من الخدمات، واعتمادها بشكل أساسي على تصدير السلع.

- (208) Lei Wang & Others: Exchange rate volatility and green growth in China: does nonlinearity matter? Op.Cit, P4.
- (209) Yujeong Cho & Others: Exchange rate regime and optimal policy: The case of China, Op.Cit, p1.
- (210) Tzu-Yi Yang & Others: The dynamic effect of trading between China and Taiwan under exchange rate fluctuations, Op.Cit, P2.
- (211) Shaoming Cheng: From East to West- The Evolution of China's FDI Preferential Policies- Journal of the Washington Institute of China Studies, Vol.1, No.1, Spring 2006, P60.
- (212) Yahui Yang & Zhe Peng: Openness and Real Exchange Rate Volatility: Evidence from China, Op.Cit, P122.
- (213) Tie-Ying Liu & Ye Lin: Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? Op.Cit, P2.
- (214) Yingfeng XU: China's exchange rate policy, Op.Cit, P270.
- (215) Albert Molnar & Patrik Viktor: China's Impact on the US Dollar Exchange Rate, The Eurasia Proceedings of Educational & Social Sciences (EPESS), Volume 32, ISRES Publishing, Türkiye, 2023, P71.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحفاظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

سبعينيات القرن العشرين^(٢١٦)، ويعاني العالم من اختلالات في موازين المدفوعات، ولكن حققت الصين فائض في ميزان مدفوعاتها منذ أواخر القرن العشرين وحتى في القرن ٢١^(٢١٧)، وكان الاقتصاد الصيني قبل عام ١٩٧٩ اقتصاداً مخططاً، فلم يؤد سعر الصرف دوراً في التجارة الخارجية^(٢١٨).

وصدر أول قانون خاص بالاستثمارات الأجنبية المباشرة في عام ١٩٧٩، هو قانون جمهورية الصين الشعبية للمشاريع المشتركة الصينية والأجنبية Law of the People's Republic of China on Sino-Foreign Joint Ventures^(٢١٩)، وقد نص هذا القانون على مبدأ المعاملة الوطنية أو المساواة بين المستثمرين الوطنيين والأجانب، وأشطرت ألا تقل حصة المستثمر الأجنبي عن ٢٥٪ من رأسمال المشروع^(٢٢٠)، ولكن يعاب عليه أنه أشطرت أن يكون منصب الرئيس أو نائب رئيس المشروع من الجانب الصيني^(٢٢١)، وصدر تعديل للقانون عام ١٩٨٦ سمح بأن

(216) Zhaohui Wang: The International Political Economy of China's Exchange Rate Policymaking from 2003 to 2013, Op.Cit, P17.

(217) لقد حققت الصين عجزاً في ميزان المدفوعات عام ١٩٩٣ قدره ١١.٦١ مليار دولار، ولكن نتيجة لسياسة الاصطلاحات التي انتهجتها الصين أصبحت تحقق فائضاً دائماً منذ ١٩٩٤ حتى ٢٠٢٣، وهو العام الأخير المذكور في إحصائيات البنك الدولي.

<https://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD?locations=CN>
On19/3/2025, At05:29PM.

(218) Yingfeng XU: China's exchange rate policy, Op.Cit, P263.

(219) لقد اعتمد القانون من المجلس الوطني لنواب الشعب الخامس في دورته الثانية، بتاريخ ١ يوليو ١٩٧٩، وعُدِّلَ وفقاً لقرار المجلس الوطني لنواب الشعب بشأن تعديل قانون جمهورية الصين الشعبية، وبشأن المشاريع المشتركة الصينية- الأجنبية، المعتمد في دورته الثالثة بتاريخ ٤ أبريل ١٩٩٠، ونص على مبدأ المساواة بين المستثمرين الصينيين والأجانب، أو مبدأ المعاملة الوطنية في المادة الأولى منه.

Law of the People's Republic of China on Chinese-Foreign Equity Joint Ventures

ON1/5/2025, At10:42PM.

(220) Article 4 OF "Law of the People's Republic of China on Sino-Foreign Joint Ventures".

(221) Article 6 OF "Law of the People's Republic of China on Sino-Foreign Joint Ventures".

تكون ملكية المشروع بالكامل لمستثمر أجنبي، وفي عام ١٩٩٠ سمح بأن يكون رئيس المشروع أجنبي، ونص على الحماية ضد التأميم^(٢٢٢).

وفي ١٩٨٠، دخل أيضًا حيز التنفيذ "قانون ضريبة الدخل لجمهورية الصين الشعبية بشأن المشاريع المشتركة الصينية الأجنبية Income Tax Law of the People's Republic of China on Sino-Foreign Joint Ventures^(٢٢٣)".

وقد بدأت الصين سياسة الانفتاح على الخارج أو الباب المفتوح بصورة تدريجية، وعلى مراحل فقد أنشأت الصين أول أربع مناطق اقتصادية خاصة Special economic zones (SEZs) في ١٩٨٠ على الساحل الشرقي لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة^(٢٢٤)، كحقل تجارب لتطبيق الإصلاحات الاقتصادية، وقياس مردودها على جذب رؤوس الأموال الأجنبية ومعدل الصادرات، وقدمت الصين في هذه المناطق معاملة ضريبية تفضيلية للمستثمرين الأجانب، وتسهيلات في تأشيرة دخول وخروج المستثمرين الأجانب، وطبقت الصين نظامًا إداريًا مختلفًا أقل تعقيدًا، ونجحت هذه المناطق في جذب رؤوس الأموال الأجنبية؛ مما دفع الرئيس الصيني دنج شياوبينغ لإنشاء عدة مناطق اقتصادية أخرى، وتم افتتاح ١٤ مدينة اقتصادية جديدة على الساحل الشرقي للصين في مايو ١٩٨٤، وفي ذات العام تم إنشاء مناطق التنمية التي تستهدف توطيد صناعات التكنولوجيا المتقدمة بشكل أساسي؛ مثل: مناطق التنمية الاقتصادية والتكنولوجية Economic and Technological Development Zones (ETDZs)، ومناطق التنمية الصناعية عالية التقنية Hi-

⁽²²²⁾ Law of the People's Republic of China on Chinese-Foreign Equity Joint Ventures

ON1/5/2025, At10:42PM.

⁽²²³⁾ تم اعتماده في الدورة الثالثة للمجلس الوطني الخامس لنواب الشعب الصيني، بتاريخ ١٠

سبتمبر ١٩٨٠، ودخل حيز التنفيذ.

INCOME TAX LAW CONCERNING CHINESE-FOREIGN JOINT VENTURES

ON30/4/2025, At11:04PM.

⁽²²⁴⁾ Shaoming Cheng: From East to West- The Evolution of China's FDI Preferential Policies- Op.Cit, P62.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

Tech Industrial Development Zones (HTIZs) (٢٢٥)، واهتمت الصين بتعزيز التعاون الاقتصادي الإقليمي، وعقد شركات اقتصادية إقليمية (٢٢٦). وقد انضمت الصين إلى منظمة التجارة العالمية في ١١ ديسمبر ٢٠٠١ (٢٢٧)، وقد ترتب على ذلك التزام الصين بقواعد منظمة التجارة العالمية، واتفاقيتها لاسيما اتفاقية الترميز (٢٢٨)، وقد هيا ذلك مناخ الاستثمار، وحققت الصين طفرة في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها (٢٢٩)، ووجهت الصين هذه الاستثمارات إلى الصناعات المستهدفة؛ لتحقيق خطط التنمية الاقتصادية والصناعية بها، وقد صدر في ٢٠٠٢ دليل توجيهات الاستثمارات الأجنبية Guiding Catalogues of Provisions for Foreign Investments، وأحكام توجيه الاستثمارات الأجنبية Guiding the Directions of Foreign Investments، وذلك لتطابق تشريعات الاستثمار مع اتفاقية الترميز، ويشجعان هذان الدليلان الاستثمارات الأجنبية العاملة في الصناعات التفضيلية في المناطق الغربية والوسطى بالصين (٢٣٠)، وتضاءل دور الدولة الصينية في الاقتصاد تدريجياً، فقد انتهى سيطرت الدولة الصينية على جميع مجالات الاقتصاد من الإنتاج والاستهلاك والتوزيع، وانتهى تكبيل حرية الشعب الصيني الاقتصادية أو جعلها محدودة، ففي عام

(225) Ibid, P64.

(٢٢٦) اعتباراً من مارس ٢٠٢٢ دخلت الشراكة الاقتصادية الإقليمية الشاملة Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP) حيز التنفيذ رسمي، وانضمت إليها ١٥ دولة في آسيا والمحيط الهادي، بهدف بناء نظام تجاري متعدد الأطراف، لتعزيز تحرير التجارة والاستثمار.

Yahui Yang & Zhe Peng: Openness and Real Exchange Rate Volatility: Evidence from China, Op.Cit, P122, Footnote(1).

(227) https://www.wto.org/english/thewto_e/countries_e/china_e.htm On5/4/2025, At09:53AM.

(٢٢٨) اتفاقية تدابير الاستثمار المتصلة بالتجارة.

Agreement on Trade-Related Investment Measures.

(229) Yusuf Ekrem Akbas & Others: The effect of output level, exchange rate and interest rate on inflation in BRIC-T countries, Op.Cit, P14.

(230) Shaoming Cheng: From East to West- The Evolution of China's FDI Preferential Policies- Op.Cit, P72.

٢٠١٢ أطلقت الصين العنان للقطاع الخاص، وتعددت ريادة الأعمال Entrepreneurship، وهي المشروعات الصغيرة، وتعتبر القوى الدافعة للاقتصاد الصيني، وقد انخفض حجم ودور القطاع العام في الاقتصاد مقارنة بالقطاع الخاص^(٢٣١).

وفيما يخص سعر الصرف^(٢٣٢) كانت الحكومة الصينية تسيطر على قيمة سعر الصرف، وتتابع نظام ثبات سعر الصرف، والإعلان عن سعر الصرف الرسمي official exchange rate، وانتهجت الحكومة الصينية سياسة تخفيض سعر صرف اليوان yuan لتعزيز الصادرات^(٢٣٣)، وجعلها أرخص ثمنًا من السلع المماثلة^(٢٣٤)، ومعالجة عجز ميزان المدفوعات، وتقييد السلع غير الأساسية بدءًا من مارس ١٩٨٨^(٢٣٥)، ورفعت يديها عن سعر الصرف في ١ يناير ١٩٩٤، عندما أعلنت الحكومة الصينية تبني نظام سعر الصرف العائم الموحد^(٢٣٦)، وينشر يوميًا من قبل البنك المركزي الصيني، وساعد استقرار سعر الصرف على استقرار الأسعار المحلية، وانخفاض معدل التضخم بشكل مطرد^(٢٣٧)، إلا أنه في الواقع، تشهد هذه الفترة ثبات سعر الصرف، وتقويمه بأقل من قوته الشرائية^(٢٣٨)، بهدف تعزيز الإنتاج،

(231) Zhaohui Wang: The International Political Economy of China's Exchange Rate Policymaking from 2003 to 2013, Op.Cit, P29.

(٢٣٢) الرمينبي renminbi العملة الرسمية لجمهورية الصين الشعبية أو ما يطلق عليه اليوان yuan.

Ibid, P20.

(233) Yingfeng XU: China's exchange rate policy, Op.Cit, P263.

(234) Michael Nelson Berger: China's Currency Manipulation and American Job Loss: How did We Get Here and What Can Be Done to Reverse This Trend? Master of Arts in Liberal Studies, Faculty of The School of Continuing Studies and of The Graduate School of Arts and Sciences, Georgetown University, Washington, D.C., 2010, P iv.

(235) Tie-Ying Liu & Ye Lin: Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? Op.Cit, P8.

(236) Albert Molnar & Patrik Viktor: China's Impact on the US Dollar Exchange Rate, Op.Cit, P73.

(237) Yingfeng XU: China's exchange rate policy, Op.Cit, P265&266.

(238) Jia Xu & Others: China's trade in services and role of the exchange rate: An asymmetric analysis, Economic Analysis and Policy, Issue 74, Elsevier, 2022, P752.

ورفع الأداء التصديري، وزيادة قدرت صادرات الصين التنافسية في السوق الدولية، ويشجع الاستثمار الأجنبي المتدفق من الولايات المتحدة الأمريكية على الاستثمار في الصين^(٢٣٩)، وأظهر الواقع العملي أن نظام سعر الصرف الذي تبنته الصين أنه يتكيف بشكل جيد مع متطلبات التنمية الاقتصادية في الصين، فلم يتأثر الاقتصاد الصيني بالأزمة المالية الآسيوية في ١٩٩٧/١٩٩٨^(٢٤٠).

وتم إنشاء سوق للصرف الأجنبي تديره المؤسسات المالية في الصين؛ للقضاء على السوق الموازي، وصدرت قوانين الإصلاح المصرفي منذ عام ١٩٩٨، وبدأت الصين في استخدام أداة عمليات السوق المفتوحة OMOs للتحكم في معدل التضخم، وتوفير أو سحب السيولة، ومنذ عام ٢٠٠٠ خضع نظام سعر صرف اليوان لعدة جولات من الإصلاحات، أهمها: في ٢١ يوليو ٢٠٠٥ أعلن البنك المركزي الصيني- بنك الشعب الصيني- (PBoC) -People's Bank of China- تحولت الصين إلى نظام التعويم المدار^(٢٤١)، وأن سعر صرف اليوان لن يكون مرتبطاً بالكامل بالدولار الأمريكي، بل يتم ربطه بسلة من العملات الأجنبية، وسمحت الحكومة الصينية للقيمة اليوان بالتقلب بناء على العرض والطلب في سوق الصرف، مع وضع قيود يومية بنسبة ٠.٥٪، وكانت الحكومة تتدخل كلما لزم الأمر لتحديد أسعار الصرف^(٢٤٢)، وسمحت الحكومة في ٢٠٠٥ بارتفاع سعر صرف اليوان تدريجياً، وببطء، وكان ذلك يثير مخاوف الحكومة الصينية من أن يؤدي ارتفاع سعر صرف اليوان إلى زعزعة استقرار النظام المالي المحلي، ويزيد من تكلفة الاستثمار، ويخفض فرص العمل، وزيادة أسعار الأصول المحلية بما فيها العقارات^(٢٤٣).

(239) Shifeng Zhou: China's Currency Exchange System: A Study and Debate, Op.Cit, P2.

(240) Wei Liu & Libing Deng: Who is the Exchange Rate Manipulator: China or America? World Review of Political Economy, Vol.3, No.3, UK, 2012, P349.

(241) Zhaohui Wang: The International Political Economy of China's Exchange Rate Policymaking from 2003 to 2013, Op.Cit, P44.

(242) Shifeng Zhou: China's Currency Exchange System: A Study and Debate, Op.Cit, p4.

(243) Tie-Ying Liu & Ye Lin: Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? Op.Cit, P7.

وانخفضت الضغوط الدولية من الكونجرس الأمريكي^(٢٤٤) وصندوق النقد الدولي على الصين لرفع سعر صرف عملتها، وتحريها خلال الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠١٥، ولكن ما زالت الضغوط الخارجية مستمرة^(٢٤٥).

ويرى كل من **Wei Liu & Libing Deng** أنَّ الضغوط الخارجية من الولايات المتحدة الأمريكية لم تكن السبب وراء رفع الصين قيمة اليوان في ٢٠٠٥ بأكثر من ٣٠٪، بل بهدف تحقيق الإصلاح الاقتصادي الصيني^(٢٤٦)، **ويختلف الباحث** مع هذا الرأي؛ إذ إنَّ اليوان ارتفع فقط بمقدار ٢.٦٩٪، وليس ٣٠٪، وكان تحت تأثير الضغوط الخارجية، والذي يؤكد وجهة نظري هذه أنَّ الصين قد تعرضت لضغوط تضخمية في ٢٠٠٧، وفشلت كل السياسات النقدية؛ مثل: سياسة السوق المفتوحة، ورفع سعر الفائدة، فاتجهت الصين إلى رفع سعر صرف اليوان، والذي

^(٢٤٤) لقد وصف الكونجرس الأمريكي الصين بأنها متلاعب بالعملة currency manipulator بهدف الحصول على مزايا اقتصادية وتجارية غير عادلة، وتسهم عمداً في عجز ميزان مدفوعات الولايات المتحدة الأمريكية، فالصين تخفض من قيمة اليوان بشكل مصطنع.

Michael Nelson Berger: China's Currency Manipulation and American Job Loss: How did We Get Here and What Can Be Done to Reverse This Trend? Op.Cit, P11.

Shifeng Zhou: China's Currency Exchange System: A Study and Debate, Op.Cit, P1&2.

وقع أكثر من ١٣٠ عضواً في الكونجرس رسالة إلى وزير الخزانة الأمريكي ووزير التجارة للمطالبة بتصنيف الصين بأنها متلاعب بالعملة، ولكن لم يستطع الكونجرس الأمريكي اتهام الصين صراحة بأنها متلاعب بالعملة، فأى دولة تحاول محاربة هيمنة الدولار ينسب إليها أنها تتبع أساليب غير عادلة في التجارة الدولية؛ مثل: التلاعب بالعملة، أو تخفيض سعر صرف عملتها، لإفقار الجار، أو تقديم إعانات حكومية، أو استخدام سياسة الإغراق.

Wei Liu & Libing Deng: Who is the Exchange Rate Manipulator: China or America? Op.Cit, P350 &351.

⁽²⁴⁵⁾ Zhaohui Wang: The International Political Economy of China's Exchange Rate Policymaking from 2003 to 2013, Op.Cit, P44& 46.

⁽²⁴⁶⁾ Wei Liu & Libing Deng: Who is the Exchange Rate Manipulator: China or America? Op.Cit, P352.

ساعدتها على اتخاذ هذه الخطوة هو تحقيق فائض في ميزان المدفوعات^(٢٤٧)، فقد ارتفع سعر الصرف بمقدار ٤.٥٢٪؛ إذ بلغ سعر الصرف ٧.٦١\$/ عام ٢٠٠٧، مقابل ٧.٩٧\$/ عام ٢٠٠٦.

وفي أغسطس ٢٠١٥ أعلن بنك الشعب الصيني (PBoC) عن آلية تسعير جديدة لسعر صرف اليوان في مقابل الدولار الأمريكي أكثر مرونة^(٢٤٨)؛ مما أدى إلى ارتفاع سعر صرف اليوان نسبياً، ويلاحظ أنَّ صانعي القرار في الصين يحاولون دائماً التوفيق بين مصالح الصين في عدم رفع سعر صرف اليوان؛ للحفاظ على حصتها في التبادل التجاري الدولي، وتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها، وبين الضغوط الخارجية التي يمارسها الكونجرس الأمريكي وصندوق النقد الدولي على الصين^(٢٤٩)، وعلى الرغم من الضغوط والانتقادات التي توجهه الولايات المتحدة الأمريكية إلى الصين بشأن نظام سعر الصرف، فإنَّ الحكومة الصينية بررت انخفاض قيمة اليوان عن القيمة الحقيقية له؛ بهدف تعزيز الاستقرار الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، وأن نظام التعويم المدار لسعر صرف اليوان ليس مصمم لزيادة الأداء التصديري بشكل متعمد، وصرح محافظ بنك الشعب الصيني Yi Gang أن الصين "لن تستخدم سعر الصرف لأغراض تنافسية، ولن تستخدم سعر الصرف كأداة للتعامل مع الاضطرابات الخارجية مثل النزاعات التجارية".

"Not use the exchange rate for competitive purposes and not use the exchange rate as a tool to deal with external disturbances such as trade disputes"^(٢٥٠).

وفي رأيي لقد استفادة الصين من تجارب الدول الأخرى في استخدام أداة سعر الصرف، وأثر ذلك في عجز ميزان المدفوعات، وتدفق الاستثمارات الأجنبية، فقد

(247) Zhaohui Wang: The International Political Economy of China's Exchange Rate Policymaking from 2003 to 2013, Op.Cit, P46.

(248) Yahui Yang & Zhe Peng: Openness and Real Exchange Rate Volatility: Evidence from China, Op.Cit, P128,129.

(249) Zhaohui Wang: The International Political Economy of China's Exchange Rate Policymaking from 2003 to 2013, Op.Cit, P255.

(250) Shifeng Zhou: China's Currency Exchange System: A Study and Debate, Op.Cit, p2.

استفادة الصين من اتفاق بلازا ١٩٨٥ الذي أدى إلى انخفاض سعر صرف الدولار أمام عملات كل من فرنسا وألمانيا الغربية واليابان وإنجلترا، وما ترتب على ذلك من آثار، أهمها: زيادة القدرة التنافسية للصادرات الأمريكية، ونجحت الولايات المتحدة الأمريكية في القضاء على الكساد الذي بدأ في أوائل ثمانينيات القرن العشرين، وانخفاض صادرات الدول الأخرى المشتركة مع الولايات المتحدة الأمريكية في الاتفاق^(٢٥١)، وقد أعربت الصين عن مخاوفها من التحرير الكامل لسعر الصرف أن تصبح اليابان الثانية second Japan، فقد عانت على أثر اتفاق بلازا من كساد وركود دام ٢٠ سنة^(٢٥٢)، بعد أن أجبرتها الولايات المتحدة الأمريكية على رفع سعر صرف الين؛ لخفض عجز ميزان المدفوعات الأمريكي.

وهناك سببان لبقاء سعر صرف اليوان مستقرًا نسبيًا محتفظًا بقيمته، وقد يرتفع بنسبة ضئيلة أمام الدولار منذ سبتمبر ٢٠١٥ حتى ٢٠٢٢، هما:

الأول- إصلاح وتقييم سعر الصرف بشكل صحيح في أغسطس ٢٠١٥ أخذًا في الحسبان قوى العرض والطلب، بما يضمن ارتفاع وانخفاض سعر صرف اليوان بمرونة وفاعلية، وفي نطاق معقول.

الثاني- منذ النصف الثاني من عام ٢٠١٦ تحولت السياسة النقدية الصينية إلى تخفيف ضغط تدفق رأس المال إلى الخارج، فكانت تقوم الحكومة الصينية بشراء السيولة الزائدة في الأجل القصير؛ للحفاظ على سعر فائدة حقيقي، ورفعت الصين سعر الفائدة ست مرات خلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١١ لجذب الاستثمارات الحافظة، وزيادة الطلب على العملة المحلية (اليوان)، وقد حررت الصين سعر الفائدة وفقًا لآليات السوق منذ يونيو ٢٠١٢^(٢٥٣).

ويتدخل البنك المركزي الصيني بشكل معمق، ومكثف من خلال بيع اليوان وشراء الدولار؛ مما يزيد من احتياطي النقد الأجنبي^(٢٥٤)، وفي رأيي الذي ساعد البنك

(251) Jeffrey Frankel: The Plaza Accord, 30 Years Later, Op.Cit, PP.5 ff.

(252) Wei Liu & Libing Deng: Who is the Exchange Rate Manipulator: China or America? Op.Cit, P352.

(253) Tie-Ying Liu & Ye Lin: Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? Op.Cit, P9.

(254) Zhaohui Wang: The International Political Economy of China's Exchange Rate Policymaking from 2003 to 2013, Op.Cit, P20.

المركزي على ذلك هو أن اليوان تم تقييمه بأقل من قيمته الحقيقية حتى بعد تحرير الصين لسعر الصرف، فهدف الصين من استخدام أداة سعر الصرف، هو: تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية المستدامة، فتتدخل الصين كلما لزم الأمر لبيع أو شراء اليوان، للحفاظ عليه عند المستويات التي تحقق أهداف الصين الاقتصادية.

والذي عزز موقف اليوان وثباته النسبي إدراجه في سلة عملات حقوق السحب الخاصة (Special Drawing Rights (SDR منذ عام ٢٠١٦^(٢٥٥)، كذلك تحقق الصين فائضاً في ميزان المدفوعات؛ مما يجعلها تحتفظ بقدر كبير من احتياطي النقد الأجنبي بالدولار الأمريكي، وتستخدمه في شراء سندات الخزنة الأمريكية^(٢٥٦)، وتسمح الصين لليوان بتذبذب يومي مقابل العملات الأجنبية، ولا سيما الدولار بنسبة ٢٪ اعتباراً من مارس ٢٠٢٣^(٢٥٧).

وفي رأيي الذي يدعم مركز اليوان دخول الصين في عدة اتفاقيات تجارية مع شركاء تجاريين للتعامل بعملات هذه الدول بدلاً من الدولار، فالصين تعمل على إزالة الدولة من التجارة الدولية، وفي اعتقادي أن الصين تسعى إلى أن يتحول اليوان إلى عملة عالمية، وأداة لتسوية المدفوعات الدولية، بدلاً من الدولار، والذي يؤكد وجهة نظري هذه دخول الصين في تكتل البريكس؛ بهدف التعامل بعملة دولية غير الدولار. وفيما يخص تدفق استثمارات الحافطة، كان ضئيلاً في الثمانينيات، ولكنه أصبح أكبر نوعاً ما في التسعينيات، ورغبة من الصين في تنشيط سوق المال سمح للمستثمرين الأجانب بشراء الأسهم B للشركات الصينية المدرجة محلياً، أو أسهم الشركات الصينية المدرجة في بورصتي هونغ كونغ ونيويورك^(٢٥٨)، ولكن ما زالت تعاني الصين من تذبذب، وعدم استقرار تدفق الاستثمارات الحافطة، ويرجع ذلك في رأيي إلى الصراع السياسي والاقتصادي بين أمريكا والصين، وغياب الشفافية فيما يخص البورصة الصينية، وعدم تطور أسواق المال.

(255) Shifeng Zhou: China's Currency Exchange System: A Study and Debate, Op.Cit, p4.

(256) Tie-Ying Liu & Ye Lin: Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? Op.Cit, P10.

(257) Shifeng Zhou: China's Currency Exchange System: A Study and Debate, Op.Cit, p4.

(258) Yingfeng XU: China's exchange rate policy, Op.Cit, P271.

ومِمَّا سبق نستنتج أنَّ الصين نجحت في تهيئة مناخ الاستثمار لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها، وتحقق الصين فائضًا في ميزان المدفوعات، ويرجع ذلك لعدة أسباب، هي: ما تتمتع به الصين من بنية تحتية صناعية متطورة للغاية، والتي تمكنها من إنتاج السلع الاستهلاكية المختلفة بسعر أرخص من الدول الأخرى، وتستغل الصين العدد الهائل من السكان في تصدير السلع كثيفة العمالة مستغلة رخص الأيدي العاملة بها، والتي تجذب الشركات الأجنبية إلى الاستثمار في الصين، فالشركات الأجنبية تملك أكثر من نصف صادرات الصين، سواء شركات تصنيع أو شركات تجميع⁽²⁵⁹⁾، ومع انخفاض قيمة اليوان نسبيًا عن قيمته الحقيقية يجعل الصادرات الصينية تتمتع بميزة تنافسية كبيرة، كل ذلك يؤدي إلى انخفاض تكلفة السلع الصينية، وزيادة فرص نفاذها إلى الخارج، ويساعد في زيادة فائض ميزان المدفوعات انخفاض تكلفة العمالة الصينية؛ ممَّا يجعل السلع الأجنبية مرتفعة نسبيًا على الصينيين، فلم يقدموا على شرائها، فنقل الواردات، وإن كانت التجربة الصينية قد نجحت استخدام أداة سعر الصرف لمعالجة التضخم، ورفع الأداء التصديري، وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتحقيق فائض في ميزان المدفوعات بشكل مطرد، لكن يؤخذ عليها في رأيي أنها لم تحقق النجاح المطلوب في جذب الاستثمارات الحافظة.

وللتأكد من صحة الفروض التي قامت عليها الدراسة وصحة ما انتهى إليه الباحث من آراء في تحليل الوضع الاقتصادي في الصين، سوف أعرض محددات سعر الصرف وكيفية استخدام الصين لأداة سعر الصرف لتهيئة مناخ الاستثمار، وجذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها.

(259) Shifeng Zhou: China's Currency Exchange System: A Study and Debate, Op.Cit, p7.

فجهاز iPhone على سبيل المثال يتم تجميعه في الصين مستغل الشركة رخص الأيدي العاملة، ولكن يتم تصنيع شاشة اللمس والذاكرة في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية وتايوان، وتتلقى الصين حوالي ٣.٦٪ فقط من سعر الجملة لكل منتج iPhone، مع ذهاب الأرباح المتبقية إلى الدول الأخرى المشتركة في التصنيع.

Ibid, P7&8.

د. سالى سمير فهمى عبد المسيح

جدول رقم (۱)

(୨୧୭)

السنة	سعر اليوان مقابل \$	التضخم	سعر الفائدة	ميزان المدفوعات	احتياطي النقد الأجنبي	الناتج المحلي الإجمالي	معدل تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة	معدل تدفق الاستثمارات الأجنبية الحافظة
٢٠٠٩	٦.٨٣	٠.٧٠-	٥.٥٠	٢٤٣.٢٦ مليار \$	٢.٤٥ تريليون \$	٥.١٠ تريليون \$	١٣١.٠٦ مليار \$	٢٧.٠٩- مليار \$
٢٠١٠	٦.٧٧	٣.٢٠	١.٠٠-	٢٣٧.٨١ مليار \$	٢.٩١ تريليون \$	٦.٠٩ تريليون \$	٢٤٣.٧٠ مليار \$	٢٤.٠٤- مليار \$
٢٠١١	٦.٤٦	٥.٦٠	١.٤٠-	١٣٦.١٠ مليار \$	٣.٢٥ تريليون \$	٧.٥٥ تريليون \$	٢٨٠.٠٧ مليار \$	١٩.٦٤- مليار \$
٢٠١٢	٦.٣١	٢.٦٠	٣.٦٠	٢١٥.٣٩ مليار \$	٣.٣٩ تريليون \$	٨.٥٣ تريليون \$	٢٤١.٢١ مليار \$	٤٧.٧٨- مليار \$
٢٠١٣	٦.٢٠	٢.٦٠	٣.٨٠	١٤٨.٢٠ مليار \$	٣.٨٨ تريليون \$	٩.٥٧ تريليون \$	٢٩٠.٩٣ مليار \$	٥٢.٨٩- مليار \$
٢٠١٤	٦.١٤	١.٩٠	٤.٥٠	٢٣٦.٠٥ مليار \$	٣.٩٠ تريليون \$	١٠.٤٨ تريليون \$	٢٦٨.١٠ مليار \$	٨٢.٤٣- مليار \$
٢٠١٥	٦.٢٣	١.٤٠	٤.٤٠	٢٩٣.٠٢ مليار \$	٣.٤١ تريليون \$	١١.٠٦ تريليون \$	٢٤٢.٤٩ مليار \$	٦٦.٤٧ مليار \$
٢٠١٦	٦.٦٤	٢.٠٠	٢.٩٠	١٩١.٣٤ مليار \$	٣.١٠ تريليون \$	١١.٢٣ تريليون \$	١٧٤.٧٥ مليار \$	٥٢.٢٧ مليار \$
٢٠١٧	٦.٧٦	١.٦٠	٠.١٠	١٨٨.٦٨ مليار \$	٣.٢٤ تريليون \$	١٢.٣١ تريليون \$	١٦٦.٠٨ مليار \$	٢٩.٥٠- مليار \$
٢٠١٨	٦.٦٢	٢.١٠	٠.٨٠	٢٤٠.١٣ مليار \$	٣.١٧ تريليون \$	١٣.٨٩ تريليون \$	٢٣٥.٣٧ مليار \$	١٠٦.٨٧- مليار \$
٢٠١٩	٦.٩١	٢.٩٠	٣.٠٠	١٠٢.٩١ مليار \$	٣.٢٢ تريليون \$	١٤.٢٨ تريليون \$	١٨٧.١٧ مليار \$	٥٧.٩٥- مليار \$
٢٠٢٠	٦.٩٠	٢.٤٠	٣.٨٠	٢٤٨.٨٤ مليار \$	٣.٣٦ تريليون \$	١٤.٦٩ تريليون \$	٢٥٣.١٠ مليار \$	٩٥.٥٤- مليار \$
٢٠٢١	٦.٤٥	١.٠٠	٠.٢٠-	٣٥٢.٨٩ مليار \$	٣.٤٣ تريليون \$	١٧.٨٢ تريليون \$	٣٤٤.٠٧ مليار \$	٥١.٣٧- مليار \$
٢٠٢٢	٦.٧٤	٢.٠٠	٢.٥٠	٤٤٣.٣٧ مليار \$	٣.٣١ تريليون \$	١٧.٨٨ تريليون \$	١٩٠.٢٠ مليار \$	٢٨٩.٠٥ مليار \$
٢٠٢٣	٧.٠٨	٠.٢٠	٥.٠٠	٢٥٢.٩٩ مليار \$	٣.٤٥ تريليون \$	١٧.٧٩ تريليون \$	٤٢.٧٣ مليار \$	٦٣.٢٤ مليار \$
٢٠٢٤	٧.٢٠	٠.٢٠	-	-	٣.٢٦ تريليون \$	-	-	-

المصدر قاعدة بيانات البنك الدولي

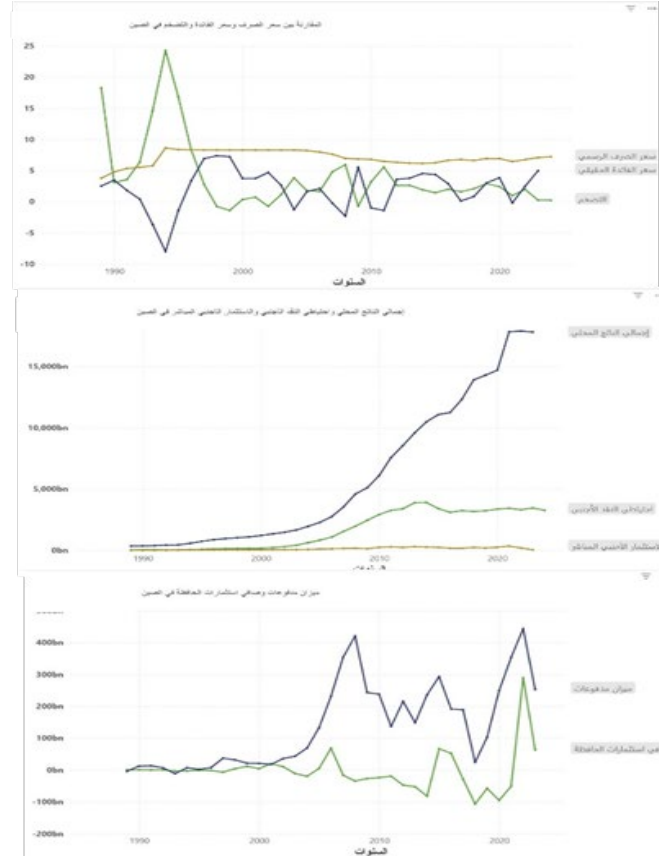
وتجميع البيانات من إعداد الباحث

ورغبةً من الباحث في تسهيل قراءة محددات سعر الصرف في الصين، وهي
العوامل التي تؤثر في سعر الصرف ويتأثر بها، فقد أعد الباحث رسماً بيانياً

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

توضيحاً لهذه المحددات، بالاعتماد على البيانات التي تم جمعها من موقع البنك الدولي، ويلاحظ أنَّ الباحث جمع بين سعر الصرف، وسعر الفائدة الحقيقي، ومعدل التضخم، أو النسبة المئوية للأسعار التي يدفعها المستهلكون سنوياً في مخطط بياني واحد لتقارب الأرقام، ورغم اختلاف وحدة القياس فسعر الصرف يقاس بالليون، وسعر الفائدة، ومعدل التضخم يقاس بالنسبة المئوية، وجمع بين إجمالي الناتج المحلي واحتياطي النقد الأجنبي، والاستثمار الأجنبي المباشر في مخطط بياني واحد، وفصل ميزان المدفوعات والاستثمارات الحافظة، لوجود أرقام بالسالب في مخطط بياني آخر، وذلك كله بهدف تسهيل قراءة الأرقام، وتوضيح المتغيرات، واتجاهها سواء بالزيادة أو النقصان.



شكل رقم (١)
من إعداد الباحث

يتحدد سعر الصرف^(٢٦٠) بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر فيه، ويتأثر بها، وهذه المتغيرات، هي: معدل التضخم^(٢٦١)، وسعر الفائدة^(٢٦٢)، وميزان المدفوعات^(٢٦٣)، واحتياطي النقد الأجنبي^(٢٦٤)، والنتائج المحلي الإجمالي^(٢٦٥)، ومعدل تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة^(٢٦٦)، ومعدل تدفق الاستثمارات الحافظة^(٢٦٧).

ولتحليل الجدول رقم (١) والشكل رقم (١) سوف أقسم كيفية استخدام الصين لأداة سعر الصرف إلى ثلاث فترات:

الفترة الأولى - ما قبل تبني سياسة سعر الصرف العائم الموحد في ١٩٩٤:

عانت الصين في عام ١٩٩٣ من عجز في ميزان المدفوعات، فاستخدمت أداة تخفيض سعر الصرف لعلاج ذلك، فقد خفضت سعر صرف اليوان إلى ٨.٦٢ يوان

^(٢٦٠) قد اعتمد الباحث على مؤشر سعر الصرف الرسمي لليوان الصيني مقابل الدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?end=2024&locations=CN&start=1960&view=chart>

^(٢٦١) قد اعتمد الباحث على النسبة المئوية للأسعار التي يدفعها المستهلكين سنوياً.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=CN>

^(٢٦٢) اختار الباحث مؤشر النسبة المئوية لسعر الفائدة الحقيقي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.RINR?end=2024&locations=CN&start=1960&view=chart>

^(٢٦٣) رصيد الحساب الجاري بميزان المدفوعات والقيمة بالدولار الأمريكي.

<https://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD?locations=CN>

^(٢٦٤) إجمالي الاحتياطي من النقد الأجنبي والذهب بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=cn>

^(٢٦٥) إجمالي الناتج المحلي بالدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2023&locations=CN&start=1960&view=chart>

^(٢٦٦) معدل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة بالدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD?end=2023&locations=CN&start=1960&view=chart>

^(٢٦٧) صافي الاستثمارات الحافظة بالدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/BN.KLT.PTXL.CD?end=2023&locations=CN&start=1960&view=chart>

لكل \$ في ١٩٩٤ بعد أن كان ٥.٧٥ يوان/\$ في ١٩٩٣، وأدى تخفيض سعر الصرف لارتفاع معدل التضخم إلى ٢٤.٣٠٪ في ١٩٩٤، بعد أن كان ١٤.٦٠٪ في ١٩٩٣، وانخفض سعر الفائدة الحقيقي إلى -٨٪ في ١٩٩٤ بعد أن كان -٣.٧٠٪ في ١٩٩٣، ولكن انعكس ذلك بالإيجاب على ميزان المدفوعات، حيث تحول من عجز في ١٩٩٣ بمقدار ١١.٦١ مليار \$ إلى تحقيق فائض قدره ٦.٩١ مليار \$ في ١٩٩٤، وزاد الاحتياطي من النقد الأجنبي من ٢٧.٣٥ مليار \$ في ١٩٩٣ إلى ٥٧.٧٨ مليار \$ في ١٩٩٤، وزاد الناتج المحلي الإجمالي إلى ٥٦٤.٣٢ مليار \$ في ١٩٩٤، مقابل ٤٤٤.٧٣ مليار \$ في ١٩٩٣، وزاد تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة حيث بلغ ٣٣.٧٩ مليار \$ في ١٩٩٤ مقابل ٢٧.٥٢ مليار \$ في ١٩٩٣، ولكن لم يكن لسياسة تخفيض سعر الصرف أي أثر في الاستثمارات الحافطة، فقد ظلت قيمتها بالسالب، وبلغت -٣.٥٤ مليار \$ في ١٩٩٤ مقابل -٣.٠٥ مليار \$ في ١٩٩٣.

الفترة الثانية- إعلان الصين تبني نظام سعر الصرف العائم الموحد (١٩٩٤ : ٢٠٠٥):

أعلنت الصين في سنة ١٩٩٤ تحرير سعر الصرف، وتبني سعر الصرف العائم الموحد، وثبتت الصين سعر صرف عملتها نسبياً من عام ١٩٩٤ إلى عام ٢٠٠٥ حيث يتراوح سعر صرف اليوان بين ٨.١٩ يوان/\$ في ٢٠٠٥ و ٨.٦٢ يوان/\$ في ١٩٩٤، وانعكس ذلك على استقرار الأسعار المحلية في الفترة محل التحليل، وانخفض معدل التضخم، وبلغ أقل معدل له -١.٤٠٪ في ١٩٩٩، وارتفع سعر الفائدة الحقيقي إلى ٧.٣٦٪ سنة ١٩٩٨، ولم تتعرض الصين في هذه الفترة إلى عجز بميزان المدفوعات، بل سجل دائماً قيم موجبة بلغ أكبر حد لها ١٣٢.٣٨ مليار \$ عام ٢٠٠٥، وبلغ أكبر قيمة للاحتياطي من النقد الأجنبي ٨٣١.٤١ مليار \$ في ٢٠٠٥، وزاد الناتج المحلي الإجمالي، وسجل أعلى قيمة له ٢.٢٩ ترليون \$، وزاد تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛ إذ بلغت أقل قيمة لها ٣٣.٧٩ مليار \$ عام ١٩٩٤، واستمر زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الصين، وبلغت أعلى قيمة لها ١٠٤.١١ مليار \$ في ٢٠٠٥، وبفضل سياسة سعر الصرف التي انتهجتها الصين لم تتأثر بالأزمة المالية الآسيوية عام ١٩٩٧/ ١٩٩٨، ويلاحظ أن الصين

جاذب للاستثمارات الأجنبية المباشرة، بفضل الثبات النسبي في سعر الصرف، بالإضافة إلى البنية الصناعية المتطورة، ووجود عمالة مدربة ورخيصة، تهيئ مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في الصين، فكان لثبات سعر الصرف أثر إيجابي في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، ولكن لا يمكن الجزم بوجود علاقة طردية بين ثبات سعر الصرف نسبياً، وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال تلك الفترة، فعلى الرغم من ثبات سعر الصرف منذ عام ١٩٩٨ حتى عام ٢٠٠٤ عند ٨.٢٨ يوان / \$، فإن تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر لم يكن ثابتاً، فقد بلغ أكبر قيمة له ٦٨.١٢ مليار % في ٢٠٠٤، وبلغ أقل قيمة له ٤١.٠١ مليار \$ في ١٩٩٩، ويرجع ذلك في رأيي إلى أن الاستثمار دالة لمجموعة من المتغيرات والعوامل الاقتصادية والسياسية والأمنية والتشريعية والاجتماعية والمؤسسية والاستقرار الاقتصادي، وليس متغير سعر الصرف وحده، وإن كان لسعر الصرف أثر كبير في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛ لارتباطه الوثيق بأرباح المستثمر.

أمّا عن الاستثمارات الحافظة فتتراوح الاستثمارات الحافظة ما بين - ١٩.٧٤ مليار \$ في ٢٠٠٤ و ١٩.٤١ مليار \$، كما يلاحظ تذبذب معدلاتها، فقد سجلت بالقيمة السالبة في ست سنوات، وسجلت بالقيمة الموجبة في ست سنوات أخرى، فيمكن القول إنَّ لتخفيض سعر الصرف أثراً محايداً على تدفق الاستثمارات الحافظة.

الفترة الثالثة - اتجهت الصين إلى نظام التعويم المدار (٢٠٠٦ : ٢٠٢٤):

في ٢٠٠٥ اتجهت الصين إلى نظام التعويم المدار، وبدأت الصين تنتهج سياسة أخرى هي سياسة رفع سعر الصرف، فقد ارتفع سعر صرف اليوان إلى ٧.٩٧ يوان / \$ في عام ٢٠٠٦، مقابل ٨.١٩ يوان / \$ في ٢٠٠٥، بمقدار ٢.٦٩ %، وفي اعتقادي اتجهت الصين إلى رفع سعر الصرف، وإن كان بنسبة ضئيلة؛ للتخلص من الضغوط الخارجية.

وتحت تأثير الضغوط التضخمية التي تعرضت لها الصين في ٢٠٠٧ حيث بلغ معدل التضخم ٤.٨٠ وزاد إلى ٥.٩٠ في ٢٠٠٨ اتجهت الصين رفع سعر صرف اليوان، بمقدار ٤.٥٢ % حيث بلغ ٧.٦١ يوان / \$ في عام ٢٠٠٧ مقابل ٧.٩٧

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

يوان/\$ في ٢٠٠٦ (سنة الأساس)، واستمرت الصين على رفع سعر الصرف في ٢٠٠٨ حيث بلغ ٦.٩٥ يوان/\$ بمعدل تغيير مقداره ١٢.٨٠٪ مقارنة بعام ٢٠٠٦، ونجحت السياسة التي انتهجتها الصين في معالجة التضخم حيث انخفض إلى -٠.٧٠٪ عام ٢٠٠٩.

ولكن استمر قيمة اليوان بأقل من القيمة السوقية حتى تكتسب الصادرات الصينية ميزة تنافسية في الأسواق الدولية، وتجذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية إليها، وفي رأيي لم تتجه الصين إلى إصلاح نظام سعر الصرف، وتبني نظام التعويم المدار تحت تأثير الضغوط الدولية، لاسيما من الولايات المتحدة الأمريكية وصندوق النقد الدولي، ولكن لمعالجة الضغوط تضخمية؛ استخدمت الصين أداة إصلاح نظام سعر الصرف، وربط اليوان بسلة من العملات بعد أن كان مربوطاً بالدولار فقط، ويلاحظ أن الحكومة الصينية تتدخل للحفاظ على سعر اليوان مقوم بأقل من قيمته، فلم يرتفع سعر صرف اليوان رغم قوة أداء الاقتصاد الصيني.

ونعم اليوان باستقرار نسبي من ٢٠٠٨ إلى ٢٠٢٢؛ إذ يتراوح من ٦.٩٥ في ٢٠٠٨ و ٦.١٤ في ٢٠١٤، والذي ساعد الصين على الاستقرار النسبي في سعر الصرف، هو نمو صادراتها بشكل سريع، وعدم تعرضها إلى انخفاض حاد، فقد حققت الصين فائضاً في ميزان المدفوعات يتراوح ما بين ٢٤.١٣ مليار \$ في ٢٠١٨ و ٤٤٣.٣٧ مليار \$ في عام ٢٠٢٢، فداًئماً ميزان المدفوعات الصيني إيجابي، ولم يحقق عجزاً خلال تلك الفترة، وارتفاع قيمة الاحتياطي من النقد الأجنبي، حيث يتراوح الاحتياطي من النقد الأجنبي ١.٥٥ ترليون \$ في ٢٠٠٧ و ٣.٩٠ ترليون \$ في ٢٠١٤، وزاد الناتج المحلي الإجمالي حيث يتراوح ما بين ٣.٥٥ ترليون \$ في ٢٠٠٧ و ١٧.٨٨ ترليون \$ في ٢٠٢١ .

وقد لاقت سياسة سعر الصرف التي انتهجتها الصين، بالإضافة إلى تهيئة مناخ الاستثمار، قبولاً لدى الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛ إذ يتراوح قيمة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة خلال تلك الفترة ما بين ١٣١.٠٦ مليار \$ في ٢٠٠٩ و ٣٤٤.٠٧ مليار \$ عام ٢٠٢١، وفي رأيي يرجع انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في سنة ٢٠٠٩ مقارنة بسنوات الفترة محل الدراسة إلى التأثير بارتفاع سعر صرف اليوان

إلى ٦.٩٥ يوان/\$ في ٢٠٠٨، وارتفاع معدل التضخم إلى ٥.٩٠٪ والتأثر بالأزمة المالية العالمية.

وقد انخفض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الصين في عام ٢٠٢٣ إلى ٤٢.٧٣ مليار \$ مقابل ١٩٠.٢٠ مليار % عام ٢٠٢٢ رغم انخفاض سعر الصرف إلى ٧.٠٨ يوان/\$ في ٢٠٢٣ مقابل ٦.٧٤ يوان/\$ في ٢٠٢٢ بنسبة انخفاض ٥.٠٤٪، ويرجع ذلك إلى التأثير بالأحداث السياسية، وفرض الولايات المتحدة الأمريكية ضرائب جمركية إضافية على الصين، وارتفاع سعر الفائدة الحقيقي حيث وصل إلى ٥٪.

وقد أثبتت الإحصائيات صحة الفرض بوجود علاقة عكسية بين رفع سعر الصرف وانخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في تلك الفترة، باستثناء عام ٢٠٢٣؛ وذلك لأنَّ الاستثمار الأجنبي المباشر دالة لمجموعة من المتغيرات، وليس متغير سعر الصرف فقط، وإن كان هذا المتغير ذات صلة وثيقة بتحقيق أرباح المستثمر؛ ومن ثم له تأثير قوي في قرارات الاستثمار، ولكن ليس المؤثر الوحيد. ويلاحظ أن آثار تغير سعر الصرف على الاستثمارات الحافظة محايدة، فلا تتأثر الاستثمارات الحافظة بالتغيير الحادث في سعر الصرف، فقد سجلت ١٣ عامًا بالسالب، وأربعة أعوام فقط بالموجب.

تعقيب: وفي رأيي لقد نجحت التجربة الصينية في تخفيض سعر صرف اليوان في جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها، رغم الضغوط الدولية على الصين لرفع سعر صرف عملتها، فقد ادعت الحكومة الأمريكية أنَّ الصين متلاعبة بالعملة، إلا أنَّ الواقع العملي يؤكد أنَّ الصين تستغل سيادتها الاقتصادية على عملتها؛ لتحقيق مصالح الصين، فالصين نجحت باستخدام أداة تخفيض سعر صرف العملة لرفع الأداء التصديري إلى جانب عوامل أخرى، أهمها: تهيئة مناخ الاستثمار لجذب مزيد من الاستثمار الأجنبي المباشرة إليها، وتخفيض تكاليف الإنتاج مستغلة الأيدي العاملة الرخيصة والمؤهلة، والبنية التحتية التصنيعية المتطورة، وتهيئة مناخ الاستثمار بإنشاء مناطق اقتصادية حرة، فزاد شعور المستثمر الأجنبي بالثقة في اليوان وثباته النسبي أمام الدولار لفترات طويلة، وانخفاض تكاليف الإنتاج، وزيادة

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

العائد المتوقع، فلم تنجح سياسة تخفيض سعر الصرف وحدها في تحسين وضع ميزان المدفوعات، وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وإلا كانت نجحت مع الدول النامية منها مصر، فالصين استفادة من تجربة اليابان في اتفاق بلازا ١٩٨٥، ولم تستسلم للضغوط الخارجية، ولكن لم تنجح الصين في جذب الاستثمارات الحافطة، وعلى الصين أن تعمل على تهيئة أسواق المال، والاهتمام بنشر أرقام دورية عن الشركات المسجلة بالبورصة الصينية لجذب الاستثمارات الحافطة، والاهتمام بتطوير النظام المصرفي وأسواق المال الصينية.

المطلب الثاني

آثار رفع سعر صرف الدولار السنغافوري على تدفق الاستثمارات الأجنبية

الذي يميز تجربة سنغافورة^(٢٦٨) أن السياسة النقدية اعتمدت على أداة سعر الصرف والأجور للمعالجة التضخم المرتفع، فلم تنتهج سنغافورة سياسة تخفيض أو تحرير سعر الصرف غير المدروس.

فقد أدركت سلطة النقد بـسنغافورة MAS^(٢٦٩) أن تأثير سعر الصرف في التضخم أقوى من سعر الفائدة؛ نظرًا لأن سنغافورة تعتمد على الواردات بشكل كبير،

^(٢٦٨) لقد اختار الباحث تجربة سنغافورة كنموذج لدولة متقدمة؛ بهدف توضيح كيفية استخدام الدول المتقدمة لإدارة سعر الصرف لتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة، والخروج من الأزمات الاقتصادية، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وأثر سياسة سعر الصرف في تدفق الاستثمارات الأجنبية، وكيفية التعامل معها، وتقع سنغافورة في جنوب شرق آسيا، وهي عبارة عن جزيرة صغيرة تقتصر إلى الموارد الطبيعية، ولكنها استطاعت الحفاظ على سعر صرف الدولار السنغافوري مستقرًا لفترة طويلة، بل يرتفع قيمته باستمرار، واستطاعت أن تصنف كدولة متقدمة بالاعتماد على الابتكار، واستخدمته للتغلب على صغر حجمها، وعدم وجود موارد طبيعية بها، وتحتل المرتبة الرابعة عالميًا في الناتج المحلي الإجمالي للفرد.

^(٢٦٩) سلطة النقد في سنغافورة Monetary Authority of Singapore تم إنشاؤها عام ١٩٧١ بعد انهيار نظام بريتون وودز Bretton Woods وصدمة نيكسون.

Hwee Kwan CHOW: Singapore's Exchange Rate Policy: Some Implementation Issues, Singapore Economic Review, Volume 52, Issue 3, Singapore, December 2006, P2.

فيحتوي الاستهلاك المحلي على نسبة عالية من الواردات؛ إذ إن كل دولار سنغافوري (\$ SG) ينفق في سنغافورة، يذهب حوالي ٥٠ سنناً إلى الواردات؛ ممّا يجعل سنغافورة أكثر عرضة للتضخم المستورد^(٢٧٠)؛ لذلك تبنت سياسة تركز على سعر الصرف منذ ١٩٨١^(٢٧١)، ويؤثر سعر الصرف في التضخم من خلال قناتين، هما: قناة التضخم المستورد **imported Inflation channel** وقناة الطلب المشتق **derived demand channel**.

واتبعت سنغافورة سياسة رفع سعر صرف الدولار السنغافوري (\$ SG) مقابل عملات الشركاء التجاريين الذين تعتمد عليه سنغافورة في الاستيراد؛ للقضاء على التضخم المستورد^(٢٧٢)؛ ممّا أدى إلى خفض أسعار المنتجات المستوردة بالدولار السنغافوري (\$ SG)، فانخفض معدل التضخم المستورد، ولمعالجة الطلب المشتق أي الطلب على مستلزمات الإنتاج أدى ارتفاع الدولار السنغافوري (\$ SG) إلى انخفاض الطلب على مستلزمات الإنتاج المستوردة، والاعتماد على بدائل محلية، كذلك يقل طلب الشركاء التجاريين على عوامل الإنتاج المحلية؛ لارتفاع سعر الدولار السنغافوري (\$ SG)، فتنخفض سعرها لقلّة الطلب عليها، ولتنفيذ هذه السياسة ربطت سنغافورة سعر الصرف بسلة غير معلنة من عملات الشركاء التجاريين

هي الجهة المنوط بها صياغة وتنفيذ السياسة النقدية، وكل ما يتعلق بسعر الصرف، وتعتمد MAS بشكل كبير على سعر الصرف لمعالجة الاختلالات الاقتصادية بـسنغافورة، والحفاظ على استقرار الأسعار المحلية في سياق نمو اقتصادي مستدام غير تضخمي، حيث يعتمد الاقتصاد في سنغافورة على القطاعات التصديرية.

Monetary Authority of Singapore: Monetary policy operating procedures in Singapore, Article published on the website: [Monetary policy operating procedures in Singapore](#) , On 14/5/2025, At 09:16, P218.

⁽²⁷⁰⁾ Hwee Kwan CHOW: Singapore's Exchange Rate Policy: Some Implementation Issues, Op.Cit, P5.

⁽²⁷¹⁾ Hwee Kwan CHOW: Ibid, P2.

⁽²⁷²⁾ Mahinda Siriwardana: Exchange Rate Policy and Market Power: A General, Editor: Brian Dollery, UNE Working Papers in Economics No. 36, November 1996, P2.

الرئيسين^(٢٧٣)، فلم تعلن سنغافورة عن الأوزان الموجودة في السلة، ولا النطاق المرجح التجاري المستهدف^(٢٧٤).

ونتج عن هذه السياسة التي انتهجتها سنغافورة انخفاض معدل التضخم من ٦.١٠٪ في ٢٠٢٢ إلى ٢.٤٠٪ في ٢٠٢٤^(٢٧٥)، في المقابل كان سعر الصرف ١.٣٨ دولار سنغافوري مقابل دولار أمريكي في ٢٠٢٢، وارتفع ليصل إلى ١.٤٣ دولار سنغافوري مقابل دولار أمريكي سنة ٢٠٢٤^(٢٧٦)، وفي رأيي يرجع سبب نجاح سياسة سنغافورة إلى اعتمادها على السلع المصنعة؛ إذ تحتل صادرات سنغافورة من السلع المصنعة سنة ٢٠٢٢ حوالي ٧٣٪، وارتفعت إلى ٧٤٪ في عام ٢٠٢٣^(٢٧٧)، واتباع سنغافورة سياسة التفاوض على الأجور بين الشركات والعمال وتخفيض الأجور^(٢٧٨).

ولم تكتفِ سلطة النقد MAS بالتركيز على سعر الصرف والأجور، ولكن استخدمت أدوات أخرى؛ كالاكتياطي من النقد الأجنبي؛ للحفاظ على الاستقرار النسبي لسعر الصرف، وسعر الفائدة بحيث يتم تحديد أسعار الفائدة المحلية إلى حد كبير من خلال أسعار الفائدة العالمية، وتوقعات السوق للقوة المستقبلية للدولار السنغافوري، كذلك سمح MAS لأسعار الفائدة بالانخفاض؛ للحفاظ على قوة الدولار السنغافوري في فترات التدفقات الرأسمالية القوية، والعكس صحيح؛ وذلك لضمان

(273) Kodjovi M. Eklou: Exchange Rate Pass-Through to Inflation in Singapore, International Monetary Fund, Issues 39, 2024, P2.

(274) Monetary Authority of Singapore: Monetary policy operating procedures in Singapore, Op.Cit, P224.

(275) <https://data.albankaldawli.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=SG> On9/5/2025, At12:55PM.

(276) <https://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?locations=SG> On9/5/2025, At1:03PM.

(277) <https://data.albankaldawli.org/indicator/TX.VAL.MANF.ZS.UN?end=2023&locations=SG&start=1960&view=chart> On13/5/2025, At02:30PM.

(278) Ying WU: Macroeconomic coordination of Exchange Rate and wage Movements under quasi- sterilization: Singapore Experience, Pacific Economic Review, Blackwell Publishers Ltd, Oxford, UK, 1999, P178.

السيولة الكافية، ولكن ليس المفرطة^(٢٧٩)، وتستخدم سنغافورة للسيطرة على السيولة أداة عمليات السوق المفتوحة، وتشمل مقايضة العملات الأجنبية والمحلية، والإقراض المباشر للمصارف أو الاقتراض منها، والشراء المباشر أو البيع للأوراق المالية الحكومية السنغافورية^(٢٨٠)، واستخدمت أيضًا سنغافورة أداة صندوق الادخار المركزي Central Provident Fund CPF، وهو برنامج تقاعد إلزامي تديره الحكومة بالكامل^(٢٨١).

وفي رأيي أدى انخفاض قيمة وحدة العمل، وانخفاض الطلب المشتق، والاعتماد على بدائل محلية، والسيطرة على معدلات التضخم، وتخفيض المصدرين لهوامش الربح إلى ثبات نسبي في قيمة المنتجات المصدرة رغم ارتفاع سعر الصرف، وزاد الطلب على الصادرات السنغافورية، لا سيما أن سنغافورة تعتمد على السلع المصنعة ذات التكنولوجيا المتطورة، فلم يتأثر الأداء التصديري بارتفاع سعر الصرف.

ويعزز النمو الاقتصادي المستدام بسنغافورة الاستثمار الأجنبي المباشر FDI والابتكار Innovation^(٢٨٢)، فاهتمت سنغافورة باجذاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة ذات التكنولوجيا العالية، والقيمة المضافة الكبيرة، واستقطاب العمالة الأجنبية

(279) Monetary Authority of Singapore: Monetary policy operating procedures in Singapore, Op. Cit, P219 &220.

(280) Hwee Kwan CHOW: Singapore's Exchange Rate Policy: Some Implementation Issues, Op. Cit, P9 &10.

(٢٨١) صندوق الادخار المركزي CPF وهو صندوق ادخاري إلزامي للتخفيف الضغط على ميزان المدفوعات، وتحويل السندات الحكومية إلى استثمارات خارجية بفائدة تعود على القطاع العام؛ ومن ثم الاستفادة من هذه الأموال في إدارة أسعار الصرف.

Ying WU: Macroeconomic coordination of Exchange Rate and wage Movements under quasi- sterilization: Singapore Experience, Op. Cit, P186.

(282) Vu Ngoc Xuan: Nexus of GDP, FDI, Inflation, Exchange Rate, Renewable Energy, Trade Openness, and Open Innovation in Singapore: New evidence from the ARDL method, Op. Cit, p1.

الماهرة؛ بهدف رفع مستوى القوى العاملة المحلية^(٢٨٣)، واستطاع الاستثمار الأجنبي أن يؤدي دورًا كبيرًا في زيادة التوسع الصناعي، ونقل التكنولوجيا، والاهتمام بالبعد البيئي في الاعتماد على الطاقة النظيفة، وخلق فرص العمل، وأولت سنغافورة اهتمامًا كبيرًا للابتكار؛ مما عزز مكانة سنغافورة كمركز تجاري عالمي^(٢٨٤).

وتتسم سنغافورة بنظام مصرفي متطور، وتطور سوق الأسهم؛ مما يسهم في استيعاب تدفق رؤوس الأموال^(٢٨٥)، وتعمل سنغافورة على تهيئة مناخ الاستثمار بالحفاظ على استقرار سعر الصرف؛ إذ إنَّ تقلبات سعر الصرف تؤثر بالسلب في التجارة والاستثمار الأجنبي؛ مما يضر باقتصاد سنغافورة، وتحظى سنغافورة بموقع متميز، بالإضافة إلى القوى العاملة المدربة والماهرة والبيئة التحتية الرقمية المتطورة، واستخدام الذكاء الاصطناعي، كذلك تهتم بالطاقة النظيفة لتحقيق أمن الطاقة، وتبنت الدولة خطة سنغافورة الخضراء ٢٠٣٠، وزيادة الإنفاق على البحث العلمي والتطوير التكنولوجي، وعززت التحول الرقمي والتعاون بين الأوساط الأكاديمية والصناعة والحكومة؛ مما أدى إلى جعل الابتكار ركيزة أساسية للنمو الاقتصادي في سنغافورة^(٢٨٦)، وأصبحت مركزًا عالميًا للابتكار، واهتمت بتخفيض تكلفة وحدة العمل،

(283) Fangli Yan & Sau Leung Yip: Nonlinear adjustment of exchange rate and exchange rate policy: Lessons from Singapore, Wiley & Sons Ltd, USA, 2019, P179.

(284) Vu Ngoc Xuan: Nexus of GDP, FDI, Inflation, Exchange Rate, Renewable Energy, Trade Openness, and Open Innovation in Singapore: New evidence from the ARDL method, Op. Cit, P2.

(285) Basant K. Kapur: Capital Flows and Exchange Rate Volatility Singapore's Experience, National Bureau of Economic Research, Volume Title: Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences, University of Chicago Press, May 2007, P575.

(286) Vu Ngoc Xuan: Nexus of GDP, FDI, Inflation, Exchange Rate, Renewable Energy, Trade Openness, and Open Innovation in Singapore: New evidence from the ARDL method, Op. Cit, P2.

وأسهمت كل هذه العوامل في تحسن القدرة التنافسية للاقتصاد السنغافوري بشكل مطرد^(٢٨٧).

فقد أدركت سلطة النقد السنغافورية MAS أهمية استقرار سعر الصرف في تطوير سنغافورة، وإعدادها كمركز مالي وتجاري عالمي، فسمحت سلطة النقد السنغافورية (MAS) في عام ١٩٧٨ للمقيمين بالاقتراض والإقراض والاستثمار بالعملة الأجنبية، وسمحت لغير المقيمين بالاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، وسمحت للبنوك المرخص لها بالتعامل مع وحدات العملات الآسيوية قبول الودائع بالنقد الأجنبي^(٢٨٨)، وتبنت سلطة النقد السنغافورية (MAS) سياسة عدم تدويل الدولار السنغافوري The policy of no internationalization of the Singapore dollar في الإشعار رقم ٦٢١ الصادر بتاريخ ١ نوفمبر ١٩٨٣ للبنوك، وذلك للحفاظ على العملة الوطنية من المضاربة عليها، وقد نص الإشعار على إلزام البنوك باستشارة هيئة النقد السنغافورية، بشأن إقراض السنغافوريين بالدولار السنغافوري للاستخدام خارج سنغافورة، أما غير السنغافوريين فلا يتم إقراضهم بالدولار السنغافوري للاستثمار خارج سنغافورة^(٢٨٩).

وسمحت MAS بتسهيل الائتمان بالدولار السنغافوري دون الرجوع إلى MAS للمقيمين وغير المقيمين؛ لتسهيل الصادرات والواردات من سنغافورة وإليها، وحظرت على البنوك التمويل بالدولار السنغافوري الأنشطة التي ليس لها تأثير في الاقتصاد المحلي، لا سيما الاستثمارات المباشرة والحافطة خارج سنغافورة من قبل غير المقيمين، وحظرت تقديم تسهيلات ائتمانية بالدولار السنغافوري لغير المقيمين؛ بهدف المضاربة في الأسواق المالية والعقارية المحلية، وسمحت MAS تمويل المقيمين بعد

(287) Mahinda Siriwardana: Exchange Rate Policy and Market Power: A General, Op. Cit, P5.

(288) Basant K. Kapur: Capital Flows and Exchange Rate Volatility Singapore's Experience, Op. Cit, P598.

(289) MAS Notice to Banks, Regulation 621
On 11/5/2025, At 06:29PM.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

التشاور مع MAS لأغراض التجارة والاستثمارات المباشرة والحافطة بالخارج، وكذلك التشاور في حالة غير المقيم بتطوير الإسكان بسنغافورة^(٢٩٠).

ثم أصدرت MAS تعديلاً للإشعار ٦٢١، وصدر الإشعار رقم ٧٥٧ في أغسطس ١٩٩٨، والمعدل في نوفمبر ١٩٩٩ وفي ٢٠٢١ بشأن إقراض الدولار السنغافوري للمؤسسات المالية غير المقيمة، والذي سمح بتقديم تسهيلات ائتمانية بالدولار السنغافوري للمؤسسات المالية غير المقيمة، وألزم البنوك بتقديم إقرارات شهرية إلى هيئة النقد السنغافورية بإجمالي قروضها المقدمة بالدولار السنغافوري للمؤسسات المالية غير المقيمة^(٢٩١)، وتهدف كل هذه الإشعارات إلى القضاء على المضاربة على الدولار السنغافوري من قبل المؤسسات المالية غير المقيمة.

وتستخدم MAS التعويم المدار، ويسمح للدولار السنغافوري (SG \$) المرجح تجاريًا، ويطلق عليه المؤشر المرجح تجاريًا (TWI)، trade-weighted index^(٢٩٢) بالتحرك وفقًا لمعدل التضخم العالمي والتضخم المحلي، ويتم ربط الدولار السنغافوري بسلة مرجحة تجاريًا من عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين، وذلك كله بهدف الحفاظ على الاستقرار النسبي في الأسعار، والحد من التضخم المستورد^(٢٩٣)، وقد نجح MAS في ردع المضاربين عن مهاجمة العملة المحلية، وفي حفظ الاستقرار الاقتصادي في فترات الأزمات والركود في منطقة آسيا^(٢٩٤).

كما نجحت سنغافورة باستخدام سياسة رفع سعر الصرف للقضاء على التضخم، استخدمت أيضًا سعر الصرف في الخروج من الأزمات بآسيا، ولكن هذه المرة استخدمت سياسة تخفيض سعر الصرف، وتخفيض الأجور للخروج من الأزمات

(290) Basant K. Kapur: Capital Flows and Exchange Rate Volatility Singapore's Experience, Op. Cit, P598& 599.

(291) <https://www.mas.gov.sg/regulation/notices/notice-757> On 11/5/2025, At 09:50PM.

(292) Hwee Kwan CHOW: Singapore's Exchange Rate Policy: Some Implementation Issues, Op.Cit, P7.

(293) Basant K. Kapur: Capital Flows and Exchange Rate Volatility Singapore's Experience, Op.Cit, P583.

(294) Hwee Kwan CHOW: Singapore's Exchange Rate Policy: Some Implementation Issues, Op.Cit, P4.

الاقتصادية، فسمحت سنغافورة للدولار السنغافوري بالانخفاض عندما مر الاقتصاد بحالة ركود أثناء الأزمة المالية الآسيوية ١٩٨٥ حيث انخفض الدولار السنغافوري من ٢.١٣ في ١٩٨٤ إلى ٢.٢٠ دولار سنغافوري مقابل الدولار الأمريكي بمعدل تغير ٣.٢٨٪^(٢٩٥) في ١٩٨٥؛ وذلك للخروج من الركود، وذلك على عكس الدول الآسيوية الأخرى التي دافعت في البداية عن عملاتها، فإن قبول سنغافورة لانخفاض قيمة العملة في أعقاب الأزمة المتفاقمة أسهم في ردع المضاربين على العملة^(٢٩٦)، وصاحب انخفاض سعر الصرف الاسمي تخفيضات في الأجور، وتكاليف العمالة، وذلك من جهتين: الأولى - تقييد الأجور لمدة عامين^(٢٩٧)، والأخرى - تخفيض مؤقت لنسبة مساهمة صاحب العمل في صندوق الادخار المركزي Central Provident Fund CPF بمقدار ١٠ نقاط مئوية، وبعض برامج الإعفاء المالي حتى نهاية الركود^(٢٩٨)، وذلك بهدف تحقيق نمو غير تضخمي مع العمالة الكاملة.

وبفضل سياسة سعر الصرف التي انتهجتها سنغافورة، استطاع الدولار السنغافوري الصمود أيضًا، أمام أزمة العملات الآسيوية في ١٩٩٧^(٢٩٩)، والتي بدأت بتحرير سعر صرف تايلاند في يوليو ١٩٩٧، ونتج عن ذلك انخفاض الدولار السنغافوري مقابل الدولار الأمريكي بمقدار ١٨.٣٪^(٣٠٠)، وقد نجحت الأدوات التي استخدمتها MAS في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، والمتمثلة في سعر الصرف، وأجور العمال، وتكلفة العمالة؛ نظرًا لأن الاقتصاد في سنغافورة يتسم بأنه اقتصاد

⁽²⁹⁵⁾ <https://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?locations=SG>
On11/5/2025, At07:08PM.

قام الباحث بحساب نسبة التغير على النحو الآتي:

$$\text{حساب مقدار التغير } ٢.٢٠ - ٢.١٣ = ٠.٠٧$$

$$\text{لحساب نسبة التغير } ٣.٢٨\% = ١٠٠ \times \frac{0.07}{2.13}$$

⁽²⁹⁶⁾ Hwee Kwan CHOW: Singapore's Exchange Rate Policy: Some Implementation Issues, Op.Cit, P4.

⁽²⁹⁷⁾ Hwee Kwan CHOW: Ibid, P11.

⁽²⁹⁸⁾ Fangli Yan & Sau Leung Yip: Nonlinear adjustment of exchange rate and exchange rate policy: Lessons from Singapore, Op.Cit, P181.

⁽²⁹⁹⁾ Fangli Yan & Sau Leung Yip: Ibid, P181.

⁽³⁰⁰⁾ Basant K. Kapur: Capital Flows and Exchange Rate Volatility Singapore's Experience, Op.Cit, P585.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

صغير مفتوح يعتمد على القطاعات التصديرية، ووصل إلى مرحلة التشغيل الكامل^(٣٠١).

وتركيز سنغافورة على الصناعات ذات القيمة المضافة العالية؛ إذ تميل صادرات سنغافورة إلى أن تكون أكثر استهلاكًا للتكنولوجيا والمهارات ورأس المال^(٣٠٢)، بالإضافة إلى انتهجت سنغافورة سياسة ربط الدولار المرجح تجاريًا بسلة من العملات، وانخفاض الدين العام، وارتفاع الاحتياطي من النقد الأجنبي، وتحقيق فائض في الميزانية العامة، وارتفاع معدل الادخار، وارتفاع معدل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، كل هذه المؤشرات ساعدت الدولار السنغافوري على اجتياز الأزمات^(٣٠٣).

جدول رقم (٢) محددات سعر الصرف في سنغافورة

السنة	سعر الدولار السنغافوري مقابل \$	التضخم	سعر الفائدة	ميزان المدفوعات	احتياطي النقد الأجنبي	الناتج المحلي الإجمالي	معدل تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة	معدل تدفق الاستثمارات الأجنبية الحافطة
١٩٨٥	٢.٢٠	٠.٥٠	٩.٧٠	\$٣٦٣٦١١٦-	\$١٢.٨٥ مليار	\$٩.١٦ مليار	\$١.٠٥ مليار	١٧٤٥٣٣٥٥٥-
١٩٨٦	٢.١٨	١.٤٠-	٨.٢٠	٣١٨٧٢٦٣١٩	\$١٢.٩٤ مليار	\$١٨.٥٩ مليار	\$١.٧١ مليار	٥٤٨٨١٥٤٩٢
١٩٨٧	٢.١١	٠.٥٠	٥.٥٠	١٠٨٦٤٢٨٣٥-	\$١٥.٢٣ مليار	\$٢٠.٩٢ مليار	\$٢.٨٤ مليار	٢٥٢١٣٨٧٤٨-
١٩٨٨	٢.٠١	١.٥٠	٠.٥٠	١.٩٤ مليار	\$١٧.٠٧ مليار	\$٢٥.٣٧ مليار	\$٣.٦٥ مليار	٢٩٣١٧٨٦٢٨
١٩٨٩	١.٩٥	٢.٣٠	٢.٠٠	\$٢.٩٦ مليار	\$٢٠.٣٧ مليار	\$٣٠.٤٧ مليار	\$٢.٨٩ مليار	٧٥٥٧٩٧٣٠.٨٩
١٩٩٠	١.٨١	٣.٥٠	٢.٥٠	\$٣.١٢ مليار	\$٢٧.٧٩ مليار	\$٣٦.١٤ مليار	\$٥.٥٧ مليار	\$١.٠٤ مليار
١٩٩١	١.٧٣	٣.٤٠	٣.٠٠	\$٤.٨٨ مليار	\$٣٤.١٩ مليار	\$٤٥.٤٧ مليار	\$٤.٨٩ مليار	٩٠٧٠٠٧٠٣٣.٠٨
١٩٩٢	١.٦٣	٢.٣٠	٤.٥٠	\$٥.٩١ مليار	\$٣٩.٩٤ مليار	\$٢٠.١٣ مليار	\$٢.٢٠ مليار	\$٢.٤٩ مليار
١٩٩٣	١.٦٢	٢.٣٠	١.٩٠	\$٤.٢١ مليار	\$٤٨.٤٢ مليار	\$٦٠.٦٠ مليار	\$٤.٦٩ مليار	\$٤.٩٧ مليار
١٩٩٤	١.٥٣	٣.١٠	٢.٣٠	\$١.٤٠ مليار	\$٨.٣٠ مليار	\$٧٣.٦٩ مليار	\$٨.٥٥ مليار	\$٧.٧٣ مليار
١٩٩٥	١.٤٢	١.٧٠	٣.١٠	\$٤.٤٩ مليار	\$٦٨.٨٢ مليار	\$٨٧.٨١ مليار	\$١.٩٤ مليار	\$٤.٩٨ مليار
١٩٩٦	١.٤١	١.٤٠	٤.٧٠	\$٤.٠٩ مليار	\$٧٦.٩٦ مليار	\$٩٦.٢٩ مليار	\$١.٤٣ مليار	\$٥.٢٦ مليار
١٩٩٧	١.٤٨	٢.٠٠	٥.٢٠	\$١٥.٥٩ مليار	\$٧١.٣٩ مليار	\$١٠٠.١٢ مليار	\$١٥.٧٠ مليار	\$٢٠.١٩ مليار

⁽³⁰¹⁾ Monetary Authority of Singapore: Monetary policy operating procedures in Singapore, Op.Cit, P219.

⁽³⁰²⁾ Hwee Kwan CHOW: Singapore's Exchange Rate Policy: Some Implementation Issues, Op.Cit, P3.

⁽³⁰³⁾ Basant K. Kapur: Capital Flows and Exchange Rate Volatility Singapore's Experience, Op.Cit, P585.

السنة	سعر الدولار وري مقابل \$	التضخم	سعر الفائدة	ميزان المدفوعات	احتياطي النقد الأجنبي	الناتج المحلي الإجمالي	معدل تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة	معدل تدفق الاستثمارات الأجنبية الحافظة
١٩٩٨	١.٦٧	-٠.٣٠	٨.٩٠	١٨.٦٨ مليار \$	٧٥.٠٨ مليار \$	٨٥.٧٣ مليار \$	٥.٩٦ مليار \$	-١.٦١ مليار \$
١٩٩٩	١.٦٩	٠.٠٠	٩.٧٠	١٤.٨٤ مليار \$	٧٧.٠٥ مليار \$	٨٦.٢٩ مليار \$	٨.٨٥ مليار \$	١٦.٦٤ مليار \$
٢٠٠٠	١.٧٢	١.٤٠	١.٩٠	١٠.٦٤ مليار \$	٨١.٠٨ مليار \$	٩٦.٠٨ مليار \$	١٥.٥٢ مليار \$	٢١.٠٦ مليار \$
٢٠٠١	١.٧٩	١.٠٠	٧.٦٠	١٢.٩٦ مليار \$	٧٦.٦٠ مليار \$	٨٩.٧٩ مليار \$	١٧.٠١ مليار \$	٢٢.٦٨ مليار \$
٢٠٠٢	١.٧٩	-٠.٤٠	٦.٣٠	١٣.٧٧ مليار \$	٨٣.٤١ مليار \$	٩٢.٥٤ مليار \$	٦.١٦ مليار \$	١٣.٨٢ مليار \$
٢٠٠٣	١.٧٤	٠.٥٠	٧.٢٠	٢٣.٧٣ مليار \$	٩٧.٧٤ مليار \$	٩٧.٦٥ مليار \$	١٧.٠٥ مليار \$	١٩.٩٩ مليار \$
٢٠٠٤	١.٦٩	١.٧٠	١.٣٠	٢٢.٢١ مليار \$	١١٤.١٦ مليار \$	١١٥.٠٣ مليار \$	٢٤.٣٩ مليار \$	١٧.٨٠ مليار \$
٢٠٠٥	١.٦٦	٠.٤٠	٣.٣٠	٢٩.٧٣ مليار \$	١١٨.٠٦ مليار \$	١٢٧.٨١ مليار \$	٩.٣٢ مليار \$	١٧.٠٤٣٧ مليار \$
٢٠٠٦	١.٥٩	١.٠٠	٣.٤٠	٣٩.٩٧ مليار \$	١٣٨.٦٥ مليار \$	١٤٨.٦٣ مليار \$	٣٩.١٣ مليار \$	١٦.١٩ مليار \$
٢٠٠٧	١.٥١	٢.١٠	-٠.٦٠	٤٩.١١ مليار \$	١٦٦.١٦ مليار \$	١٨٠.٩٤ مليار \$	٤٧.٣٤ مليار \$	٤٧.٤٥ مليار \$
٢٠٠٨	١.٤١	٦.٦٠	٦.٩٠	٢٩.٢٠ مليار \$	١٧٧.٥٤ مليار \$	١٩٣.٦٢ مليار \$	١٣.٦٠ مليار \$	-١.٥٨ مليار \$
٢٠٠٩	١.٤٥	٠.٦٠	٢.٤٠	٣١.٨٣ مليار \$	١٩٢.٠٥ مليار \$	١٩٤.١٥ مليار \$	٢٣.٤٤ مليار \$	٢٧.١٥ مليار \$
٢٠١٠	١.٣٦	٢.٨٠	٤.٢٠	٥٠.٠٠ مليار \$	٢٣١.٢٦ مليار \$	٢٣٩.٨١ مليار \$	٥٥.٣٢ مليار \$	٣٠.٤٨ مليار \$
٢٠١١	١.٢٦	٥.٢٠	٤.٢٠	٦٢.٠٧ مليار \$	٢٤٣.٨٠ مليار \$	٢٧٩.٣٦ مليار \$	٤٩.١٦ مليار \$	١٠.٠١ مليار \$
٢٠١٢	١.٢٥	٤.٦٠	٤.٩٠	٢٠.٠٦ مليار \$	٢٦٥.٩١ مليار \$	٢٩٥.٠٩ مليار \$	٥٥.٣١ مليار \$	٧٨.٨٩ مليار \$
٢٠١٣	١.٢٥	٢.٤٠	٥.٨٠	٤٨.٣١ مليار \$	٢٧٧.٨٠ مليار \$	٣٠٧.٥٨ مليار \$	٦٤.٣٩ مليار \$	٦٤.٠٤ مليار \$
٢٠١٤	١.٢٧	١.٠٠	٥.٦٠	٦٠.٥٢ مليار \$	٢٦١.٥٨ مليار \$	٣١٤.٨٦ مليار \$	٦٨.٧٠ مليار \$	٤٦.٥٣ مليار \$
٢٠١٥	١.٣٧	-٠.٥٠	٢.٢٠	٥٧.٥٧ مليار \$	٢٥١.٨٨ مليار \$	٣٠٨.٠٠ مليار \$	٦٩.٧٧ مليار \$	٦١.٦٥ مليار \$
٢٠١٦	١.٣٨	-٠.٥٠	٤.٨٠	٥٧.٥٥ مليار \$	٢٥١.٠٦ مليار \$	٣١٩.٠٥ مليار \$	٦٥.٣٦ مليار \$	١٤.٥١ مليار \$
٢٠١٧	١.٣٨	٠.٦٠	٢.٣٠	٦٣.٩٤ مليار \$	٢٨٥.٠٠ مليار \$	٣٤٣.٢٦ مليار \$	١٠٢.١٧ مليار \$	٢٠.٩٣ مليار \$
٢٠١٨	١.٣٥	٠.٤٠	١.٧٠	٩٠.١٨ مليار \$	٢٩٢.٧٢ مليار \$	٣٧٦.٨٩ مليار \$	٨٢.٠١ مليار \$	٥٣.٢٠ مليار \$
٢٠١٩	١.٣٦	٠.٦٠	٥.٥٠	٥٧.٨٧ مليار \$	٢٨٥.٤٨ مليار \$	٣٧٦.٩٠ مليار \$	١٠٥.٨٩ مليار \$	١٠.٩١ مليار \$
٢٠٢٠	١.٣٨	-٠.٢٠	٧.٩٠	٦١.١١ مليار \$	٢٦٩.٨٣ مليار \$	٣٤٩.٤٩ مليار \$	٨٠.٧٣ مليار \$	٥٩.٢١ مليار \$
٢٠٢١	١.٣٤	٢.٣٠	٤.٥٠	٨٦.٤٤ مليار \$	٢٥٠.١٠ مليار \$	٤٣٤.١١ مليار \$	١٣٧.٢٧ مليار \$	٧٣.٦٤ مليار \$
٢٠٢٢	١.٣٨	٦.١٠	-	٩٣.٧٧ مليار \$	٢٩٦.٦٣ مليار \$	٤٩٨.٤٧ مليار \$	١٤٨.٧٦ مليار \$	٦١.٧٥ مليار \$
٢٠٢٣	١.٣٤	٤.٨٠	-	٨٩.٤٠ مليار \$	٣٥٩.٨٣ مليار \$	٥٠١.٤٣ مليار \$	١٧٥.٢٤ مليار \$	٩٧.٩١ مليار \$
٢٠٢٤	١.٣٤	٢.٤٠	-	٩٦.٠٢ مليار \$	٣٦٥.٤٩ مليار \$	-	-	-

المصدر قاعدة بيانات البنك الدولي

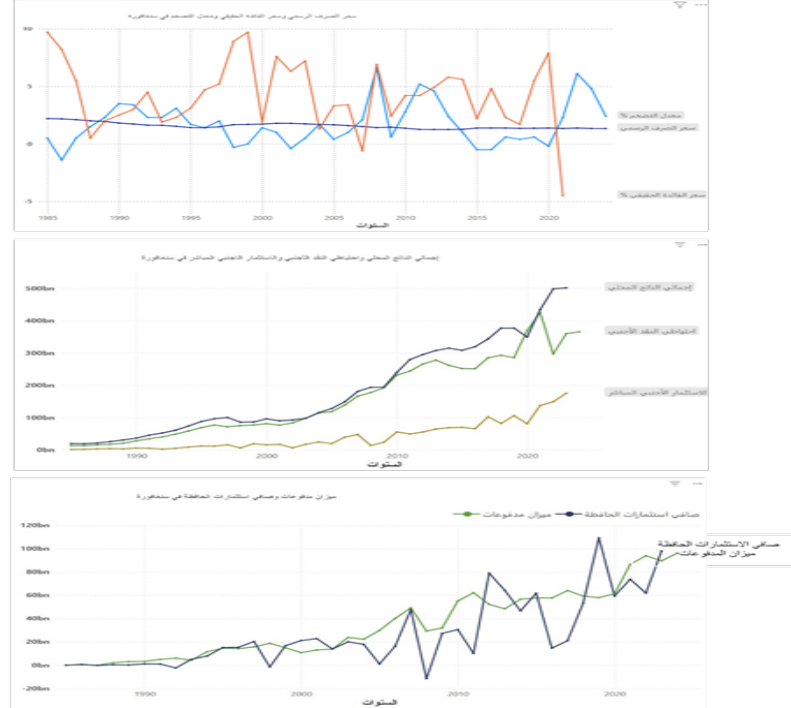
وتجميع البيانات من إعداد الباحث

وبالاستعانة بالجدول رقم (٢) الخاص بمحددات سعر الصرف في سنغافورة

يمكن توضيح المحددات بالرسم البياني الآتي:

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح



شكل رقم (٢)
من إعداد الباحث

لقد تضافره مجموعة من العوامل أدت إلى نجاح السياسة النقدية بسنغافورة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، والتنمية الاقتصادية المستدامة، خلال فترة الدراسة، والبالغة أربعين عامًا، منذ عام ١٩٨٥ حتى ٢٠٢٤، ويلاحظ على سياسة استخدام سعر الصرف أنه يغلب عليها رفع سعر الصرف، وثباته نسبيًا، فيما عدا الأعوام التالية: ١٩٨٥ للخروج من الركود و١٩٩٧ و١٩٩٨ و١٩٩٩ للخروج من الأزمة المالية الآسيوية، ورفعت سعر الصرف في ٢٠٠١ و٢٠١٥ بنسبة ضئيلة، ويرجع ذلك في رأيي إلى اختلاف الوزن النسبي لقيم عملات السلة التي تربط سنغافورة سعر الصرف التجاري المرجح بها.

وقد استطاعت سنغافورة السيطرة على معدلات التضخم^(٣٠٤)، فقد بلغ أقل حد له -١.٤٠٪ في عام ١٩٨٦، وبلغ أكبر حد له ٦.٦٠٪ عام ٢٠٠٨، ويرجع ذلك إلى

(٣٠٤) قد اعتمد الباحث على النسبة المئوية للأسعار التي يدفعها المستهلكون سنويًا.

استخدام سنغافورة لأداة سعر الصرف؛ للسيطرة على معدلات التضخم مع الاحتفاظ باستقرار سعر الصرف نسبياً^(٣٠٥)، فعندما ارتفع معدل التضخم نسبياً في ٢٠٠٨ اتجهت سنغافورة إلى رفع سعر الصرف إلى ١.٤١ دولار سنغافوري مقابل ١.٥١ دولار سنغافوري في ٢٠٠٧، فقد ارتفع الدولار السنغافوري بمقدار ٦.٦٢٪ للسيطرة على معدل التضخم.

وفي المجلد يتراوح سعر صرف الدولار السنغافوري في الفترة محل الدراسة ما بين ١.٢٥ دولار سنغافوري / \$ في أعوام ٢٠١٢ و ٢٠١٣ وبين ٢.٢٠ دولار سنغافوري / \$ عام ١٩٨٥، وهنا تجدر الإشارة لما سبق ذكره، أن سنغافورة خفضت سعر الصرف في ١٩٨٥ إلى ٢.٢٠ دولار سنغافوري / \$ مقابل ٢.١٣ سنة ١٩٨٤ بمعدل انخفاض قدره ٣.٢٨٪، وذلك للخروج من الركود الاقتصادي الذي أصاب دول جنوب شرق آسيا، وقد حررت سنغافورة سعر الفائدة، ويتراوح سعر الفائدة الحقيقي^(٣٠٦) خلال الفترة محل الدراسة ما بين -٤.٥٠٪ عام ٢٠٢١ و ٩.٧٠٪ عام ١٩٩٩.

أدى السيطرة على معدلات التضخم، وتحرير سعر الفائدة، والحفاظ على سعر الصرف ثبات نسبياً إلى قوة الاقتصاد السنغافوري، وزيادة الناتج المحلي الإجمالي^(٣٠٧) الذي وصل أعلى حد له ٥٠١.٤٣ مليار \$ عام ٢٠٢٣، وبلغ أقل حد له ١٨.٥٩ مليار \$ في ١٩٨٦، ولكن بتتبع إحصائيات الناتج القومي الإجمالي يلاحظ أنَّ الناتج القومي الإجمالي يزيد بصفة مطردة.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=SG>

^(٣٠٥) قد اعتمد الباحث على مؤشر سعر الصرف الرسمي لليوان الصيني مقابل الدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?end=2024&locations=SG&start=1960&view=chart>

^(٣٠٦) اختار الباحث مؤشر النسبة المئوية لسعر الفائدة الحقيقي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.RINR?end=2024&location=s=SG&start=1960&view=chart>

^(٣٠٧) إجمالي الناتج المحلي بالدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2023&locations=SG&start=1960&view=chart>

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

وقد نجحت سنغافورة في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها، وزيادة تدفق رأس المال^(٣٠٨) حيث يتراوح معدل تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة ما بين ١.٠٥ مليار \$ عام ١٩٨٩ و ١٧٥.٢٤ مليار \$ في ٢٠٢٣.

ونجحت أيضًا سنغافورة في جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة^(٣٠٩) إليها، ويرجع ذلك إلى التحول الرقمي، وتطور النظام المصرفي وتطوير سوق المال السنغافوري، وقد سجلت الاستثمارات الحافظة قيم موجبة لعدد ٣٥ عامًا، وتتراوح فيهم قيمة تدفق الاستثمارات الحافظة ما بين ٧٥.٦ مليون \$ عام ١٩٨٩ و ١٠٩.١١ مليار \$، وسجلت في خمس سنوات قيم سلبية، هي: ١٩٨٥ و ١٩٨٧ و ١٩٩٢ و ١٩٩٨ و ٢٠٠٨، ويرجع ذلك في رأيي إلى الأزمات المالية التي تعرضت لها دول جنوب شرق آسيا، فقد تعرضت لحالة من الركود عام ١٩٨٥، والأزمة المالية الآسيوية عام ١٩٩٧، والأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨، ولكن في المجمل يعتبر الاقتصاد السنغافوري جاذبًا للاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

وأدى زيادة تدفق رأس المال الأجنبي إلى نمو الاقتصاد القائم على التصدير؛ إذ تحقق سنغافورة فائضًا في الميزان المدفوعات^(٣١٠)، باستثناء عامي ١٩٨٥ و ١٩٨٧ حققت سنغافورة عجزًا في ميزان المدفوعات، ويرجع ذلك للحالة الركود التي مرت بها آسيا في تلك الفترة، ولكن في المجمل تحقق سنغافورة فائض ميزان المدفوعات يتراوح ما بين من ٣١٨.٧٢ مليون دولار عام ١٩٨٦ و ٩٦.٠٢ مليار \$ في عام ٢٠٢٤، أما عن قيمة الاحتياطي من النقد الأجنبي فيتراوح ما بين ١٢.٨٥ مليار \$ في ١٩٨٥ و ٤٢٥.١٠ مليار \$ عام ٢٠٢١، وقد نجحت سنغافورة في زيادة قيمة الاحتياطي من

^(٣٠٨) معدل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة بالدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD?end=2023&locations=SG&start=1960&view=chart>

^(٣٠٩) صافي الاستثمارات الحافظة بالدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/BN.KLT.PTXL.CD?end=2023&locations=SG&start=1960&view=chart>

^(٣١٠) رصيد الحساب الجاري بميزان المدفوعات والقيمة بالدولار الأمريكي.

<https://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD?locations=SG>

النقد الأجنبي؛ بسبب زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة إليها، وما تحققه من فائض في ميزان المدفوعات.

تعقيب: الدروس المستفادة من تجربة سنغافورة في رأيي: أنه ليس دائماً استخدام سياسة تخفيض سعر الصرف تؤدي إلى انطلاق الصادرات، وتدفع رأس المال الأجنبي، فقد استطاعت سنغافورة باستخدام أداتين، هما: رفع سعر الصرف، وانخفاض قيمة وحد العمل، وتكلفة العمالة السيطرة على معدلات التضخم، والحد من انتقال التضخم المستورد، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وكذلك اهتمت سنغافورة بالتكنولوجيا والابتكار والصناعات التصديرية ذات القيمة المضافة العالية، وتنمية رأس المال البشري، واستقطاب العمال المهارة؛ مما شجع على زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمارات الحافطة إليها.

المبحث الثالث

أثر تخفيض سعر صرف الجنيه المصري في الاستثمارات الأجنبية

الاقتصاد المصري في حاجة إلى رؤوس الأموال الأجنبية، وينتقل رأس المال دولياً بواسطة الاستثمارات الأجنبية^(٣١١) بنوعها الاستثمارات الأجنبية المباشرة **Foreign Direct Investment (FDI)** والاستثمارات الحافطة **Foreign Portfolio Investment (FPI)**^(٣١٢)، لذا تعد الاستثمارات الأجنبية من أفضل وسائل التمويل الأجنبي، التي تساعد في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وسد الفجوة

^(٣١١) الاستثمار الأجنبي بصفة عامة: هو انتقال رؤوس الأموال من خارج الدولة إلى داخل الدولة؛ بهدف تحقيق الربح للمستثمر الأجنبي، وبما يكفل زيادة الإنتاج والتنمية في الدولة المضيفة للاستثمار.

السيد مصطفى أحمد أبو الخير: عقود نقل التكنولوجيا، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٦٤.
^(٣١٢) Chukwu Agwu Ejem & Onyemachi Maxwell Ogbulu: Impact of Exchange Rate Movements on Foreign Portfolio Investment in Nigeria, Op. Cit, P91.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

التمويلية بين المدخرات والاستثمارات^(٣١٣)، ولكن تتحمل موازين مدفوعات الدول بعبء تحويل أرباح هذه الاستثمارات إلى الخارج^(٣١٤).

ويوازي المشروع الاستثماري بين العائد من الاستثمار والمخاطرة، حيث يقوم المستثمر بتحويل العائد إلى بلده بعملة دولته، ويظهر هنا خطر الترجمة، وترتفع المخاطرة، وتتخفض حسب الفرص الاستثمارية، والمناخ الاستثماري الموجود بالدولة المضيفة^(٣١٥)، وفي رأيي يعتبر محدد سعر الصرف أحد أهم المحددات التي تهيئ مناخ الاستثمار؛ إذ يؤثر توقعات المستثمرين^(٣١٦) بتغيير الأسعار الحقيقية لأصولهم العينية على اتخاذ قرار الاستثمار، ويؤدي اختلاف السعر الحقيقي لسعر الصرف عن السعر المعلن إلى عدم الثقة في العملة الوطنية، وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج، عندما يتوقع المستثمر التعرض لخطر تخفيض سعر صرف العملة الوطنية، أو ما يمكن تسميته بخطر الترجمة، فالاستثمار يترجم أصوله والتزاماته من عملة الدولة المضيفة التي يجري بها الاستثمار إلى عملة دولته، ويؤدي انخفاض سعر صرف العملة الوطنية في الدولة المضيفة إلى إلحاق خسائر جسيمة بالمستثمر الأجنبي، لا سيما إذا كانت الدولة المضيفة تقيم سعر صرف عملتها بأكبر من السعر الحقيقي، فالمستثمر ينفق أمواله وفقاً لسعر الصرف الحالي، ثم يستردها

(313) Tom Jacob & Others: Relationship between Foreign Portfolio Investment and Exchange Rate: The Case of India Using VECM Testing Approach, Op. Cit, P2.

(314) محمود م عمر عبد الله أبو ستين ورضا عبد السلام إبراهيم: آثار ومخاطر الاستثمارات الأجنبية وسبل مواجهتها، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، ٢٠١٤، ص ٣.

بحث منشور على موقع:

<https://lawfac.mans.edu.eg/images/files/Magazine/2017/59/7.pdf>

At02:13PM, On 10/12/2024.

(315) الكوط مبارك: تأثير أنظمة الصرف على الاستثمارات الأجنبية المباشرة- دراسة مقارنة بين الجزائر والمملكة العربية السعودية للفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٤، مرجع سابق، ص ٣٥.

(316) راجع المبحث الأول من هذه الدراسة محددات سعر الصرف؛ إذ إن توقعات المستثمرين تبنى على دراسة سوق الصرف والاطلاع على محددات سعر الصرف.

وعوائدها مستقبلاً بسعر الصرف في المستقبل؛ مما يؤثر في العائد المتوقع من الاستثمار^(٣١٧).

لذا يؤثر قرار السلطات النقدية بالدولة المعنية بتخفيض سعر صرف عملتها الوطنية في حركة انسياب رأس المال من الدولة المعنية وإليها، وقد يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال للخارج^(٣١٨)؛ مما يؤثر في جذب الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشرة والاستثمارات الحافظة، ويؤثر في حقوق المستثمرين والتزاماتهم.

وعلى هدى ما تقدم؛ سوف أوضح في المطلب الأول: تخفيض سعر صرف الجنيه المصري وأثره في حقوق المستثمرين والتزاماتهم، ثم أتناول في المطلب الثاني: أثر تخفيض سعر صرف الجنيه في تدفق الاستثمار الأجنبي، وذلك على التفصيل الآتي:

المطلب الأول

تخفيض سعر صرف الجنيه المصري وأثره في حقوق المستثمرين والتزاماتهم

يؤدي تحرير سعر صرف الجنيه المصري إلى تخفيض قيمته أمام العملات الأجنبية، وانخفاض القوة الشرائية للجنيه المصري، وارتفاع معدلات التضخم، ويرجع ذلك إلى أن البنك المركزي المصري مقوم الجنيه بأعلى من قيمته الحقيقية، ويؤثر ذلك في حقوق المستثمرين والتزاماتهم، وبناء عليه سوف أقسم هذا المطلب على فرعين: أتناول في الفرع الأول سياسة تحرير سعر صرف الجنيه المصري، وأبين أثر تحرير سعر الصرف في حقوق المستثمرين والتزاماتهم، وسبل مواجهة خطر الترجمة في الفرع الثاني، وذلك على التفصيل الآتي:

^(٣١٧) محمود م عمر عبد الله أبو ستين ورضا عبد السلام إبراهيم: أثار ومخاطر الاستثمارات الأجنبية وسبل مواجهتها، مرجع سابق، ص ٢٤ و ٢٥.

^(٣١٨) Yujeong Cho & Others: Exchange rate regime and optimal policy: The case of China, Op.Cit, p1.

الفرع الأول

سياسة تحرير سعر صرف الجنيه المصري

ترجع بداية التفكير في تعويم الجنيه المصري إلى عام ١٩٨٥ عندما شرعت مصر في البدء في تنفيذ خطة إصلاحية شاملة للاقتصاد، ولكن لم تستطع مصر الوفاء بمتطلبات تنفيذ هذه الخطة^(٣١٩)، لما لها من آثار سلبية في محدودية الدخل، وفي عام ١٩٨٧ تم إنشاء سوق مصرفية حرة للنقد الأجنبي، والسماح للبنوك المعتمدة العاملة في مصر التعامل ببيع وشراء النقد الأجنبي، وذلك بعد الترخيص لها بذلك^(٣٢٠)، وأصبح التعامل بالنقد الأجنبي من خلال سوقين، هما: السوق الأولى هي: السوق الأولية للنقد الأجنبي لتحل محل البنك المركزي، والسوق الثانية: هي السوق الحرة للنقد الأجنبي لتحل محل السوق المصرفية الحرة^(٣٢١).

ومع تفاقم أزمة المديونية الخارجية المصرية، شرعت مصر في تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي، والتكيف الهيكلي **Economic Reform and Structural Adjustment Program (ERSAP)** في مارس ١٩٩٠، وقد وقعته مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، وقد تضمن مجموعة من الإجراءات، أهمها: تحرير سعر صرف الجنيه؛ لتحسين تنافسية الاقتصاد المصري، وعلى أثر ذلك انتهجت مصر سياسة توحيد سعر صرف الجنيه، وربطه

^(٣١٩) جهاد أحمد نور الدين عباس وحسام الدين أحمد محمد عبد المنعم: أثر تغيرات أسعار الصرف على مستوى معيشة الأسرة المصرية، مرجع سابق، ص ٣.

^(٣٢٠) قرار وزير الاقتصاد رقم ٢٢٢ لسنة ١٩٨٧ بشأن إنشاء سوق مصرفية حرة للنقد الأجنبي، م ١ تنشأ سوق مصرفية حرة للنقد الأجنبي.

م ٢ يسمح للبنوك العاملة في مصر والمرخص لها بالتعامل بالجنيه المصري والنقد الأجنبي (البنوك المعتمدة) بشراء النقد الأجنبي وبيعه لحسابها وتحت مسؤوليتها، وذلك في نطاق السوق المصرفية الحرة للنقد الأجنبي.

الوقائع المصرية العدد ١٠٨ تابع في ١٠ / ٥ / ١٩٧٨.

^(٣٢١) هند محمد عبد الحميد الدناصوري: نحو نظام صرف بديل للجنيه المصري: ربط الجنيه المصري بسلة من العملات كبديل للربط بعملة واحدة "الدولار الأمريكي" جمعية إدارة الأعمال العربية، العدد ١٧٧، الجيزة، يونية ٢٠٢٢، ص ١١٠.

بالدولار في أكتوبر ١٩٩١، وتم دمج السوق الأولية للنقد الأجنبي والسوق الحرة للنقد الأجنبي في سوق واحد يتعامل فيها كل من البنك المركزي والبنوك التجارية^(٣٢٢) وشركات الصراف التي سمح لها لأول مرة التعامل بالنقد الأجنبي^(٣٢٣)، وذلك للقضاء على السوق السوداء التي كانت تحتفظ بالمكسب بعيداً عن يد الدولة، واتجهت مصر إلى اتباع سياسة التعويم المدار، وكان البنك المركزي يتدخل للحفاظ على سعر صرف الجنيه ببيع الدولار كلما لزم الأمر مستعيناً بالاحتياطي النقدي الأجنبي، الذي بلغ ٦.١٩ مليار دولار أمريكي^(٣٢٤)، وتمتع سعر الصرف بالثبات النسبي على مدى عقد من الزمان، ويرجع ذلك في رأيي إلى نجاح السياسة النقدية والبنك المركزي في تحديد وقت بيع العملات الأجنبية، واستفادة مصر من برنامج الخصخصة الذي ضخ أموالاً كثيرة في السوق، وإطلاق مبادرة القطاع الخاص، واستخدام عمليات السوق المفتوحة، وفي رأيي كان البنك المركزي يهدف من الحفاظ على الاستقرار النسبي لسعر الصرف السيطرة على معدلات التضخم، والحفاظ على القدرة التنافسية للصادرات المصرية.

ثم انخفض قيمة الجنيه المصري عندما أعلن رئيس مجلس الوزراء لأول مرة انتهاج سياسة تحرير سعر صرف الجنيه المصري في يناير ٢٠٠٣^(٣٢٥)، وتم إلغاء العمل بالسعر المركزي للدولار، وترك للبنوك حرية تحديد أسعار بيع وشراء العملات الأجنبية في السوق الحرة للصرف الأجنبي^(٣٢٦)، وانخفض سعر الجنية ليصل الدولار الواحد إلى ٦.١٣ في عام ٢٠٠٣^(٣٢٧) بعد أن كان ٤.٥ في عام ٢٠٠٢ بمعدل

^(٣٢٢) هند محمد عبد الحميد الدناصوري: المرجع السابق، ص ١١٠.

^(٣٢٣) صفوت عبد السلام عوض الله: الإصلاح الاقتصادي وأثره على مناخ الاستثمار في مصر، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٢٠.

^(٣٢٤) إجمالي الاحتياطيات (بما فيه الذهب، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)-Egypt, Arab Rep. | Data-

On21/12/2024, At03:25P.M.

⁽³²⁵⁾ Chahir Zaki & Others: How Do Trade Margins Respond to the Exchange Rate? The Case of Egypt, Op. Cit, P18.

^(٣٢٦) منال جابر مرسي محمد: تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في

مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٧)، مرجع سابق، ص ٥١٦.

^(٣٢٧) التقرير السنوي الصادر عن البنك المركزي المصري أعداد ٢٠٠٢ / ٢٠٠٣

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحفاظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

انخفاض يصل إلى ٢٦.٥٩٪^(٣٢٨)، وتعددت أسباب ذلك، ومنها: زيادة استيراد المصريين من دول جنوب شرق آسيا؛ ممّا أدى إلى زيادة الطلب على الدولار، وانخفاض قيمة الجنيه المصري، وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج، وانخفاض معدل نمو ما يدره قطاع السياحة من دولارات، لا سيما بعد حادث مقتل السياح الأجانب بالأقصر في نوفمبر ١٩٩٧، وسداد الحكومة المصرية الديون المستحقة لنادي باريس، وأطلق البنك المركزي العمل بآلية الإنترنت الدولار، حيث سمح البنك المركزي للبنوك ببيع وشراء الدولار فيما بينهم، واتبع البنك المركزي سياسة أكثر مرونة مع شركات الصرافة^(٣٢٩)؛ مما ساعد على ارتفاع قيمة الجنيه في ٢٠٠٧ ليسجل الدولار مبلغ ٥.٦٩ جنيه، ونعم الجنيه المصري باستقرار نسبي حتى ٢٠١١ ثم بدأ قيمة الجنيه تنخفض في مواجهة الدولار؛ بسبب ارتفاع معدل التضخم، واستمرار عجز ميزان المدفوعات، وانخفاض الاحتياطي من النقد الأجنبي.

وأعلنت مصر التحرير الثاني لسعر صرف الجنيه المصري في نوفمبر ٢٠١٦؛ بهدف تصحيح الاختلال في سعر الصرف^(٣٣٠)، وخفض عجز الموازنة العامة، والدين العام، ورغبة الحكومة المصرية في الحصول على قرض من صندوق النقد الدولي، وخفض عجز ميزان المدفوعات، وخفض الطلب على المنتجات المستوردة، زيادة الصادرات وجذب الاستثمارات، والقضاء على السوق الموازي غير الرسمي

المنشورات (cbe.org.eg)

^(٣٢٨) تم حساب معدل الانخفاض بمعرفة الباحث على النحو الآتي:

$$٦.١٣ - ٤.٥ = ١.٦٣ \text{ لحساب مقدار الانخفاض}$$

لحساب نسبة الانخفاض: $100 \times \frac{1.63}{6.13} = 26.59\%$

لحساب نسبة الانخفاض يتم ذلك بحساب مقدار الانخفاض، وذلك بطرح القيمة الجديدة ٦.١٣

من القيمة الأصلية ٤.٥ = ١.٦٣، ثم يتم حساب نسبة الانخفاض: بقسمة مقدار الانخفاض

$$١.٦٣ / \text{القيمة الأصلية } ٦.١٣ \times ١٠٠ = ٢٦.٥٩\%$$

^(٣٢٩) منال جابر مرسي محمد: تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في

مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٧)، مرجع سابق، ص ٥١٧.

^(٣٣٠) Hoda Youssef & Chahir Zaki: From Currency Depreciation to Trade Reform How to Take Egyptian Exports to New Levels? Op. Cit, p1.

جدول رقم (٣) محددات سعر الصرف في مصر

السنة	سعر صرف الجنيه المصري مقابل \$	معدل (التضخم)	سعر الفائدة	ميزان المدفوعات	الاحتياطي من النقد الأجنبي	الناتج المحلي الإجمالي	معدل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر	معدل تدفق الاستثمارات الحافظة
١٩٨٩	٠.٨٩	٢١.٣٠	٠.٧٠-	١.٣١-مليار \$	٢.٥٠مليار \$	٣٩.٧٦مليار \$	١.٢٥مليار \$	-
١٩٩٠	١.٥٥	١٦.٨٠	١.١٠	٢.٣٣مليار \$	٣.٦٢مليار \$	٢٩.٩٨مليار \$	٠.٧٣مليار \$	١٥٠٠٠٠٠٠٠٠-
١٩٩١	٣.١٤	١٩.٧٠	٣.٢٠	٣.٣٧مليار \$	٦.١٩مليار \$	٣٧.٣٩مليار \$	٠.٢٥مليار \$	٢١٠٠٠٠٠٠٠٠٠-
١٩٩٢	٣.٢٢	١٣.٦٠	١.٧٠	٣.٢٧مليار \$	١١.٦٢مليار \$	٤١.٨٦مليار \$	٠.٤٦مليار \$	٦٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠-
١٩٩٣	٣.٣٥	١٢.١٠	٩.١٠	٢.٥٤مليار \$	١٣.٨٥مليار \$	٤٦.٥٨مليار \$	٠.٤٩مليار \$	٤٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠-
١٩٩٤	٣.٣٩	٨.٢٠	٧.٤٠	٣١٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠	٤.٤١مليار \$	٥١.٩٠مليار \$	١.٢٦مليار \$	٣٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠-
١٩٩٥	٣.٣٩	١٥.٧٠	٤.٦٠	٢٥٤٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠	٧.١٢مليار \$	٦٠.١٦مليار \$	٠.٦٠مليار \$	٢٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠-
١٩٩٦	٣.٣٩	٧.٢٠	٧.٩٠	١٩٢٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠	٨.٣٠مليار \$	٦٧.٦٣مليار \$	٠.٦٤مليار \$	٥٤٥٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠-
١٩٩٧	٣.٣٩	٤.٦٠	٣.٦٠	٧١٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠	٩.٣٧مليار \$	٧٨.٤٤مليار \$	٠.٨٩مليار \$	٨١٥٥٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠-
١٩٩٨	٣.٣٩	٣.٩٠	١٠.٤٠	٢.٥٧-مليار \$	٨.٨٢مليار \$	٨٤.٨٣مليار \$	١.٠٨مليار \$	٦٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠
١٩٩٩	٣.٤٠	٣.١٠	١١.٩٠	١.٦٣-مليار \$	١٥.١٩مليار \$	٩٠.٧١مليار \$	١.٠٧مليار \$	٥٩٥٣٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٢٠٠٠	٣.٤٧	٢.٧٠	٨.٩٠	٩٧١٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠	١٣.٧٩مليار \$	٩٩.٨٤مليار \$	١.٢٤مليار \$	٢٦٦٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٢٠٠١	٣.٨٥	٢.٣٠	١١.٢٠	٣٨٨٤٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠	١٣.٦٠مليار \$	٩٦.٦٨مليار \$	٠.٥١مليار \$	١.٤٦-مليار \$
٢٠٠٢	٤.٥٠	٢.٧٠	١٠.٣٠	٦٢٢٤٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠	٤.٠٨مليار \$	٨٥.١٥مليار \$	٠.٦٥مليار \$	٦٧٧٥٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠

٣٣٣) إجمالي الاحتياطات (بما فيه الذهب، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي) - Egypt, Arab

Rep. | Data

On21/12/2024, At03:25P.M.

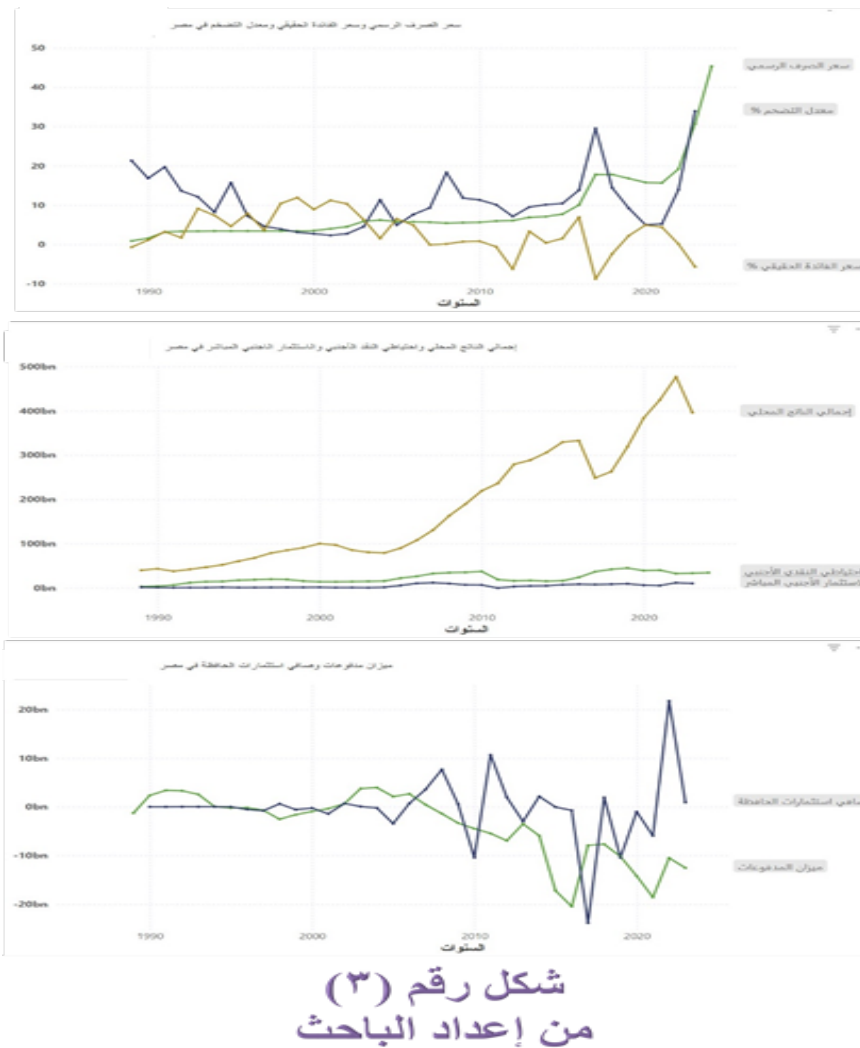
آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

السنة	سعر صرف الجنيه المصري مقابل \$	معدل (التضخم)	سعر الفائدة	ميزان المدفوعات	الاحتياطي من النقد الأجنبي	الناتج المحلي الإجمالي	معدل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر	معدل تدفق الاستثمارات الحافطة
٢٠٠٣	٦.١٣	٤.٥٠	٦.٣٠	\$٣.٧٤مليار	\$٤.٦٠مليار	\$٨.٢٩مليار	\$٠.٢٤مليار	٤٢٩٠٠٠٠٠٠٠٠
٢٠٠٤	٦.١٩	١١.٣٠	١.٥٠	\$٣.٩٢مليار	\$١٥.٣٤مليار	\$٧٨.٧٨مليار	\$١.٢٥مليار	٢٣٨٩٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٢٠٠٥	٥.٧٧	٤.٩٠	٦.٥٠	\$٢.١٠مليار	\$٢١.٨٦مليار	\$٩٩.٦٠مليار	\$٥.٣٨مليار	\$٣.٤٧مليار
٢٠٠٦	٥.٧٦	٧.٦٠	٤.٩٠	\$٢.٦٤مليار	\$٢٦.٠١مليار	\$١٠٧.٤٣مليار	\$١.٠٠٤مليار	٧٠٠٤٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٢٠٠٧	٥.٦٩	٩.٣٠	٠.١٠-	\$١١٦.٠٠٠٠٠٠٠٠	\$٣٢.٢١مليار	\$١٣٠.٤٤مليار	\$١.٠٥٨مليار	\$٣.٥٧مليار
٢٠٠٨	٥.٣٣	١٨.٣٠	٠.١٠	\$١.٤١مليار	\$٤.٣٣مليار	\$١٦٢.٨٢مليار	\$٩.٤٩مليار	\$٧.٦٥مليار
٢٠٠٩	٥.٥٩	١١.٨٠	٠.٧٠	\$٣.٣٥مليار	\$٣.٩٠مليار	\$١٨٩.١٥مليار	\$٦.٧١مليار	٥٢٧١٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٢٠١٠	٥.٦٩	١١.٣٠	٠.٨٠	\$٤.٥٠مليار	\$٣٧.٠٣مليار	\$٢١٨.٩٨مليار	\$٦.٣٩مليار	\$٠.٤٤مليار
٢٠١١	٥.٩٧	١٠.١٠	٠.٦٠-	\$٨.٤٨مليار	\$١٨.٦٤مليار	\$٢٣٥.٩٩مليار	\$٠.٤٨مليار	\$١.٠٦٥مليار
٢٠١٢	٦.٥٠	٧.١٠	٦.٣٠-	\$٧.٩٧مليار	\$٥.٦٧مليار	\$٢٧٩.١٢مليار	\$٢.٨٠مليار	\$١.٩٥مليار
٢٠١٣	٧.٢٠	٩.٥٠	٣.٣٠	\$٣.٥٣مليار	\$١٦.٥٤مليار	\$٢٨٨.٤٣مليار	\$٤.١٩مليار	\$٣.٠١مليار
٢٠١٤	٧.١٥	١٠.١٠	٠.٤٠	\$٥.٩٥مليار	\$٤.٩٣مليار	\$٣٠٥.٦٠مليار	\$٤.٦١مليار	\$٢.١١مليار
٢٠١٥	٧.٦١	١٠.٤٠	١.٥٠	\$١٧.٢٤مليار	\$٥.٨٦مليار	\$٣٢٩.٣٧مليار	\$٦.٩٣مليار	٧١٣٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٢٠١٦	٨.٨٦	١٣.٨٠	٦.٩٠	\$٢٠.٤٩مليار	\$٢٣.٦٤مليار	\$٣٣٢.٤٤مليار	\$٨.١١مليار	٧٣٦١٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٢٠١٧	١٨.٠٥	٢٩.٥٠	٨.٨٠-	\$٧.٩٤مليار	\$٣٦.٤٠مليار	\$٢٤٨.٣٦مليار	\$٧.٤١مليار	\$٢٣.٨٩مليار
٢٠١٨	١٧.٨٤	١٤.٤٠	٢.٤٠-	\$٧.٧٠مليار	\$٤١.٨٤مليار	\$٢٦٢.٥٩مليار	\$٨.١٤مليار	\$١.٩١مليار
٢٠١٩	١٦.٦٦	٩.٢٠	٢.٢٠	\$١٠.٢٢مليار	\$٤٤.٥٧مليار	\$٣١٨.٦٨مليار	\$٩.٠١مليار	\$١.٠٤٥مليار
٢٠٢٠	١٦.٠٩	٥	٤.٩٠	\$١٤.٢٤مليار	\$٣٨.٩٧مليار	\$٣٨٣.٨٢مليار	\$٥.٨٥مليار	\$١.٠٠٢مليار
٢٠٢١	١٥.٦٣	٥.٢٠	٤.٤٠	\$١٨.٦١مليار	\$٣٩.٨٢مليار	\$٤٢٤.٦٧مليار	\$٥.١٢مليار	\$٥.٩٧مليار
٢٠٢٢	١٨.٧٥	١٣.٩٠	٠.١٠	\$١٠.٥٤مليار	\$٣٢.١٤مليار	\$٤٧٦.٧٥مليار	\$١١.٤٠مليار	\$٢١.٧٢مليار
٢٠٢٣	٣٠.٨٤	٣٣.٩٠	٥.٧٠-	\$١٢.٥٦مليار	\$٣٣.٠٧مليار	\$٣٩٦.٠٠مليار	\$٩.٨٤مليار	٩٠٨٣٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٢٠٢٤	٤٧.٩٧	-	-	-	\$٣٤.٢٨مليار	-	-	-

المصدر: التقرير السنوي الصادر عن البنك المركزي المصري أعداد مختلفة، والموقع الرسمي للبنك الدولي للإنشاء والتعمير، والموقع الرسمي للجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

وبالاعتماد على الجدول رقم (٣) صمم الباحث رسماً بيانياً ليوضح اتجاه المتغيرات محل الدراسة، حتى يسهل قراءتها.



آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحفاظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

ويستخدم الباحث في تحليل محددات سعر الصرف^(٣٣٤) مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في سعر الصرف ويأثر فيها، وهذه المتغيرات، هي: معدل التضخم^(٣٣٥)، وسعر الفائدة^(٣٣٦)، وميزان المدفوعات^(٣٣٧)، واحتياطي النقد الأجنبي^(٣٣٨)، والناتج المحلي الإجمالي^(٣٣٩)، ومعدل تدفق الاستثمارات الأجنبية

^(٣٣٤) من عام ١٩٨٩ حتى ٢٠٠٠ تم الاعتماد على سعر صرف رسمي (عملة محلية مقابل الدولار

الأمريكي، متوسط الفترة)- (albankaldawli.org) | Data Egypt, Arab Rep. On 26/9/2024, At 10:13PM

التقرير السنوي الصادر عن البنك المركزي المصري أعداد مختلفة من العدد ٢٠٠٣/٢٠٠٢ إلى التقرير السنوي ٢٠٢١/٢٠٢٢.

المنشورات (cbe.org.eg)

وقد تم تقريب الأرقام إلى أقرب قرش صحيح بمعرفة الباحث لسهولة القراءة والمقارنة. بالنسبة لسنة ٢٠٢٣ و ٢٠٢٤ تم الحصول على بيانات سعر الصرف الخاصة بهم من صفحة البنك المركزي المصري، السعر المعلن في ٣٠ يونيو لانتهاء السنة المالية.

البيانات التاريخية لأسعار صرف البنك المركزي (cbe.org.eg)

On 21/11/2024, At 07:23PM.

^(٣٣٥) التضخم، الأسعار التي يدفعها المستهلكون (% سنويا) - Data Egypt, Arab Rep.

الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء

معدل التضخم السنوي لحضر الجمهورية.

On 21/11/2024, At 07:23PM

^(٣٣٦) اختار الباحث مؤشر النسبة المئوية لسعر الفائدة الحقيقي؛ نظراً لاختلاف مؤشر النسبة المئوية

لسعر الفائدة بين الأسعار المعلنة على موقع البنك المركزي

<https://www.cbe.org.eg/ar/economic-research/statistics/discount-rates/historical-data>

وموقع البنك الدولي، فقد فضل الباحث الاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي لتوحيد المقارنة بين الدول الثلاثة محل الدراسة.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.RINR?end=2024&location=s=EG&start=1960&view=chart>

^(٣٣٧) رصيد الحساب الجاري بميزان المدفوعات والقيمة بالدولار الأمريكي.

<https://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD?locations=EG>

^(٣٣٨) إجمالي الاحتياطي من النقد الأجنبي والذهب بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي.

المباشرة^(٣٤٠)، ومعدل تدفق الاستثمارات الحافظة^(٣٤١)، وإجمالي الاحتياطيات من النقد الأجنبي^(٣٤٢)، وسوف يقسم الباحث تطور سعر الصرف على خمس فترات، حيث تم إعلان رئيس مجلس الوزراء والبنك المركزي عن تحرير سعر الصرف أربع مرات منذ عام ١٩٨٩ حتى ٢٠٢٤^(٣٤٣).

الفترة الأولى- ما قبل تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي ١٩٩٠:

كان الاقتصاد المصري يتمتع بمركز نقدي قوي حتى بداية تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي عام ١٩٩١، فقد اجتاز بنجاح أزمة المديونية المستحقة على مصر في أواخر ثمانينيات القرن ١٩، وتغلب الاقتصاد المصري على الأزمات الاقتصادية الناجمة عن الحرب العالمية الأولى (١٩١٤ إلى ١٩١٨)، والكساد الاقتصادي الكبير (في ثلاثينيات القرن العشرين) والحرب العالمية الثانية (١٩٣٩ إلى ١٩٤٥)، فقد كانت قيمة الجنيه المصري تعادل ٣.٥ دولار أمريكي^(٣٤٤)، ثم

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=eg>

^(٣٣٩) إجمالي الناتج المحلي بالدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2023&locations=EG&start=1960&view=chart>

^(٣٤٠) معدل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة بالدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD?end=2023&locations=EG&start=1960&view=chart>

^(٣٤١) صافي الاستثمارات الحافظة بالدولار الأمريكي.

<https://data.albankaldawli.org/indicator/BN.KLT.PTXL.CD?end=2023&locations=EG&start=1960&view=chart>

^(٣٤٢) <https://data.albankaldawli.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=EG> ON15/5/2025, At 11:35PM.

^(٣٤٣) سوف يوضح الباحث في هذا الفرع التأثيرات المتبادلة بين محددات سعر الصرف، وسوف

يحلل الباحث في المطلب الثاني أثر تخفيض سعر صرف الجنيه المصري في تدفق

الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافظة.

^(٣٤٤) هند مرسى محمد علي: سياسات تحرير سعر الصرف وأثرها على الفقر وتوزيع الدخل في

مصر، مرجع سابق، ص ٩.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحفاظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

انخفض قيمة الجنيه المصري فأصبح يساوي ٢.٥ دولار منذ ١٩٥٤ إلى ١٩٧٠^(٣٤٥)؛ بسبب ما تعرضت له العملة المصرية من ضغوط ناتجة عن عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي على أثر ثورة ١٩٥٢، وما تبعها من تأميم والتحول إلى الاقتصاد الاشتراكي، وانخفاض عرض العملات الأجنبية، فقد أُطلق عليها (العملة الصعبة).

وتعرض الجنيه لانخفاض آخر في الفترة من ١٩٧١ حتى ١٩٧٨، فقد كان الدولار يساوي ٠.٣٩ قرش^(٣٤٦)؛ بسبب الاتجاه إلى اقتصاد السوق والانفتاح غير المدروس وحرب أكتوبر ١٩٧٣، وحفاظاً من الحكومة المصرية على قيمة الجنيه المصري، فقد فرضت سعر صرف ثابت يتم على أساسه إتمام المعاملات في التجارة الخارجية، وبانتهاء حرب أكتوبر ١٩٧٣ انتهجت مصر سياسة الانفتاح الاقتصادي، ونظرًا لحالة الفساد، وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي الذي تعرضت له مصر، والتي أثرت سلبًا في قيمة الجنيه المصري، ورغبة من الحكومة في الحفاظ على سعر صرف الجنيه المصري المعلن أنشأت (السوق الموازية للصرف الأجنبي) لتداول العملات بين المصارف بسعر يختلف عن السعر الرسمي^(٣٤٧).

على أية حال فقد ظل قيمة الجنيه المصري أعلى من قيمة الدولار حتى عام ١٩٨٩ كان الدولار يساوي ٠.٨٧ من الجنيه، ويرجع ذلك لعدة عوامل، هي: تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، فقد بلغت قيمته في عام ١٩٨٩ حوالي ١.٢٥ مليار دولار، وبلغ الناتج المحلي الإجمالي ٣٩.٧٦ مليار \$، وبلغ الاحتياطي من النقد

^(٣٤٥) بالصورة.. بوابة الأهرام ترصد رحلة سقوط الجنيه من عرش العملات الأعلى قيمة خلال ١١٢

عامًا - بوابة الأهرام (ahram.org.eg)

On29/9/2024, At10:01PM.

لقد اضطر الباحث إلى اللجوء إلى بوابة الأهرام لخلو المواقع الرسمية مثل البنك المركزي المصري من عرض التطور التاريخي لسعر الصرف في عام ١٩٥٢.

⁽³⁴⁶⁾ https://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?locations=EG&name_desc=true&view=chart

ON24-5-2025, At07:14PM.

^(٣٤٧) هند مرسى محمد علي: سياسات تحرير سعر الصرف وأثرها على الفقر وتوزيع الدخل في

مصر، مرجع سابق، ص ٩، ١٠.

الأجنبي ٢.٥٠ مليار \$، ولكن سجل ميزان المدفوعات عجزاً قدره ١.٣١ - مليار دولار، وارتفع معدل التضخم ليسجل ٢١.٣٠٪، وانخفض سعر الفائدة الحقيقي إلى ٠.٧٠ - %.

الفترة الثانية- منذ تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي ١٩٩٠ حتى ٢٠٠٢ ما قبل الإعلان عن التحرير الثاني:

وبدأت مصر في تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي عام ١٩٩٠، وطالب صندوق النقد الدولي من مصر تحرير سعر الصرف؛ ممّا أدى إلى انخفاض قيمة الجنيه المصري؛ بسبب اعتماد مصر على تمويل عجز الموازنة العامة على الإصدار النقدي الجديد، فكان الجنيه المصري مقيم بأعلى من قيمته، وسجل الدولار ١.٥٥ جنيه عام ١٩٩٠، ثم سجل سعر الدولار ٣.٨٥ جنيه في المتوسط خلال الفترة من ١٩٩١ إلى ٢٠٠٢، فقد بلغت أعلى قيمة للدولار خلال تلك الفترة ٤.٥ جنيه/\$ في ٢٠٠٢، وأقل قيمة للدولار ٣.١٤ جنيه/\$ في ١٩٩١، ونعم سعر الصرف بثبات قيمته عند ٣.٣٩ جنيه/\$ من ١٩٩٤ حتى ١٩٩٨، ويرجع ذلك في رأيي إلى حصيلة برنامج الخصخصة التي شرعت الحكومة المصرية في تنفيذه.

والذي يؤكد صحة رأيي فقد عانى ميزان المدفوعات من عجز في ٧ سنوات من إجمالي ١٢ سنة (الفترة محل الدراسة)، ووصل أعلى قيمة حققها ميزان المدفوعات ٣.٣٧ مليار \$ في ١٩٩١، وأعلى عجز في ميزان المدفوعات سجل ٢.٥٧ - مليار \$ في ١٩٩٨، وارتفع الاحتياطي النقدي من النقد الأجنبي بالبنك المركزي من ٣.٦٢ مليار دولار عام ١٩٩٠ قبل الخصخصة، ووصل أعلى قيمة له في تلك الفترة إلى ١٩.٣٧ مليار دولار عام ١٩٩٧، وواجه الاقتصاد المصري في عام ١٩٩٨ ثلاث أزمات، هي: أزمة انخفاض أسعار البترول، وأزمة انخفاض عائد السياحة؛ بسبب هجوم الأقصر، والأزمة المالية في الأسواق الناشئة؛ ممّا أدى إلى انخفاض الاحتياطي النقدي إلى ١٣.٦٠ مليار دولار عام ٢٠٠١، وانخفض على أثر ذلك قيمة الجنيه المصري إلى ٣.٨٥ جنيه/ دولار في ٢٠٠١، وانخفض قيمة الجنية إلى ٤.٥ في ٢٠٠٢؛ بسبب الإضراب الأمني، والعمل الإرهابي ضد الولايات المتحدة الأمريكية، وانخفاض واردات قطاع السياحة.

وفيما يخص معدل التضخم فقد تراوحت معدلاته ما بين ١٩.٧٠٪ عام ١٩٩١ و ٢.٣٠٪ عام ٢٠٠٢، ويلاحظ أنَّ هذه الفترة شهدت انخفاض معدلات التضخم، أدى انخفاض معدل التضخم إلى ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي (سعر الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم) خلال تلك الفترة حيث بلغت أعلى معدل لها ١١.٩٠٪ عام ١٩٩٩، وشهدت هذه الفترة ارتفاع قيمة الناتج المحلي الإجمالي نسبياً عن الفترة السابقة، وبلغ أعلى قيمة له ٩٩.٨٤ مليار \$ عام ٢٠٠٠، وأدنى قيمة له ٣٧.٣٩ مليار \$ في ١٩٩١.

وفيما يخص تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر فلم يتجاوز المليار دولار إلّا في ٤ سنوات فقط، وسجلت ٨ سنوات قيمة أقل من مليار دولار على الرغم من التزام مصر ببرنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي لتهيئة مناخ الاستثمار، ولكنه لم يتأت بالثمار المرجوة، ويتراوح تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال تلك الفترة ما بين ٠.٢٥ مليار \$ في ١٩٩١ و ١.٢٦ مليار \$ في ١٩٩٤، فيلاحظ أن مصر لم تهيئ مناخاً جاذباً للاستثمار، فلم يؤثر ثبات سعر الصرف النسبي في زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر؛ بسبب الإرهاب والانفلات الأمني في معظم الفترات.

ولم تستطع مصر جذب الاستثمارات الحافطة، فقد سجلت ١٠ سنوات القيم بالسالب، وستين فقط القيم بالموجب، وبلغ أعلى قيمة لتدفق الاستثمارات الحافطة ٦٦٧.٥ مليون دولار عام ٢٠٠٢، وبلغت أقل قيمة لها ١.٤٦ مليار \$ في ٢٠٠١، ويرجع ذلك إلى حادثة سوق المال، وعدم تطور الخدمات المصرفية بمصر، وغياب الشفافية في نشر الأرقام الخاصة بالبورصة المصرية، ولم يعتمد برنامج الخصخصة على البورصة في بيع القطاع العام بشكل كافٍ، فلم يكن لبرنامج الخصخصة دور في تنشيط البورصة المصرية.

الفترة الثالثة- من ٢٠٠٣ حتى ٢٠١٥ ما قبل الإعلان عن التحرير الثالث:

أدى إعلان البنك المركزي تعويم سعر الصرف في ٢٠٠٣ إلى خسرت الجنيه المصري ٢٠٪ من قيمته مقابل الدولار خلال شهر واحد من الإعلان، وحدد البنك المركزي قيمة الجنيه مقابل الدولار في ٢٠٠٣ بسعر ٦.١٣ جنيه لكل واحد دولار،

وبلغ أعلى قيمة للدولار في هذه الفترة ٧.٦٩ جنيه لكل دولار في ٢٠١٥، ويلاحظ ارتفاع سعر صرف الجنيه المصري نسبياً من ٢٠٠٥ حتى ٢٠١١ فلم يتجاوز ٦ جنيه/\$، ويرجع ذلك إلى نجاح السياسة النقدية في زيادة قيمة الاحتياطي من النقد الأجنبي، وبلغ أعلى احتياطي من النقد الأجنبي ٣٧.٠٣ مليار \$ في ٢٠١٠، والنتائج عن زيادة الصادرات البترولية، وزيادة أرباح قناة السويس، والسياحة، بالإضافة إلى تدفق الاستثمارات الأجنبية.

وأدى تخفيض قيمة الجنيه مع الإجراءات التي اتخذتها السلطات النقدية المصرية إلى زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي بدءاً من عام ٢٠٠٤، فقد تزامن مع قرار تخفيض قيمة الجنيه المصري انخفاض تدفق الاستثمارات الأجنبية في ٢٠٠٣ ليسجل ٠.٢٤ مليار \$، ثم ما لبست أن زادت تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛ إذ بلغ أعلى قيمة لها ١١.٥٨ مليار \$ في ٢٠٠٧، وباستثناء ٢٠١١ عام الثورة، وسجل الاستثمار الأجنبي المباشر قيمة موجبة لا تقل عن ١.٢٥ مليار دولار عام ٢٠٠٤، ولكن ما زالت قيم تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر متواضعة، وارتفعت معدل تدفق الاستثمارات الحافظة، وقد سجلت قيم سالبة في خمس سنوات فقط، بينما سجلت قيم موجبة في ثماني سنوات؛ مما يعكس تطور سوق المال والجهاز المصرفي بمصر، وبلغ أقل قيمة لها ١٠.٤٤ - مليار \$ في ٢٠١٠، وأعلى قيمة لها ١٠.٦٥ مليار \$ في ٢٠١١، وأسهمت كل العوامل السابقة في ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي، فقد بلغ أعلى قيمة له ٧٨.٧٨ مليار \$ في ٢٠٠٤، أما عن ميزان المدفوعات في المجلد فكان يعاني من عجز، فقد سجل عجزاً في ثماني سنوات، وبلغ أعلى عجز له ٢٠.٤٩ - مليار \$ في ٢٠١٦، وسجل فائضاً في خمس سنوات، فقط بلغ أعلى فائض حققه ميزان المدفوعات ٣.٩٢ مليار \$ في ٢٠٠٤.

الفترة الرابعة- ٢٠١٦ الإعلان عن التحرير الثالث حتى ٢٠٢٣:

قفز سعر الصرف ٢٠١٦ من ٨.٨٦ جنيه إلى ١٨.٠٥ جنيه لكل دولار في ٢٠١٧، وهذا وفقاً للأسعار الرسمية، إلا أن انهيار قيمة الجنيه كانت أكبر في السوق السوداء، ونتج عن إعلان البنك المركز قرار تعويم الجنيه المصري استجابة للشروط التي وضعها صندوق النقد الدولي، فقد انخفضت قيمة الجنيه نحو ٤٩٪ من قيمته،

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

وتدخل البنك المركزي لإنقاذ الموقف والسيطرة على سعر الصرف، واتباع سياسة ضخ العملات أو شرائها.

وقد تعافى الاقتصاد المصري، وارتفع سعر الصرف الجنيه ليصل إلى ١٦.٦٦ مقابل ١ دولار في ٢٠١٩، وواصل ارتفاعه في ٢٠٢٠ رغم جائحة كورونا يصل إلى ١٦.٠٩، وارتفع أكثر في ٢٠٢١ ليسجل ١٥.٦٣، ثم انخفض إلى ١٨.٧٥ في ٢٠٢٢.

ويرجع ذلك لسياسات التي اتخذها البنك المركزي، منها: رفع سعر الفائدة الاسمي، وإطلاق العديد من المبادرات لدعم الأنشطة الاقتصادية؛ مثل: مبادرة دعم القطاع الخاص بمبلغ ٥٠ مليار جنيه، ومبادرة دعم السياحة، واستمرار مبادرة تمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر، وَضَخُ دُولَارَاتٍ فِي سُوْقِ الصَّرْفِ، حَيْثُ حَصَلَتْ مِصْرٌ عَلَى قَرْضٍ بِقِيَمَةِ ١٢ مِلْيَارٍ دُولَارٍ مُقَسَّمَةٍ عَلَى ٦ شَرَائِحَ خِلَالَ ٣ سَنَوَاتٍ، وكان لذلك أثره في استمرار ارتفاع سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار.

وزاد تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وبلغت أعلى قيمة لها ١١.٤٠ مليار \$ في ٢٠٢٢، وبلغت أقل قيمة لها ٥.١٢ مليار \$ في ٢٠٢١، وسجلت كل القيم بالموجب؛ مما يعني زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر خلال تلك الفترة، وتراوح الاحتياطي من النقد الأجنبي ما بين ٢٣.٦٤ مليار \$ في ٢٠١٦ و٤٤.٥٧ مليار \$ في ٢٠١٩، ولكن شهدت تلك الفترة استمرار عجز ميزان المدفوعات؛ مما استنزف النقد الأجنبي، فبلغ أقصى عجز حقه ميزان المدفوعات ٢٠.٤٩ مليار \$ وفي ٢٠١٦ وأدنى عجز له ٧.٧٠ مليار \$، ومهد الطريق لإعلان البنك المركزي عن تحرير سعر الصرف للمرة الرابعة.

وفيما يخص الاستثمارات الحافطة سجلت ٤ سنوات قيم سلبية، ولكن أثر انخفاض سعر صرف الجنيه من ١٥.٦٣ ج/\$ في ٢٠٢١ إلى ٣٠.٨٤ ج/\$ في ٢٠٢٣ في جذب الاستثمارات الحافطة، وسجلت ٢١.٧٢ مليار دولار سنة ٢٠٢٢، بالإضافة إلى عوامل أخرى، منها: التحول الرقمي في مصر، وتطور الجهاز المصرفي وسوق المال المصري.

الفترة الخامسة- ٢٠٢٣ الإعلان عن التحرير الرابع حتى ٢٠٢٤:

إعلان البنك المركزي تحرير سعر صرف الجنيه، فانخفض قيمة الجنيه مقابل الدولار، فقد سجلت ٣٠.٨٤\$/ في ٢٠٢٣، واستمر الجنيه في الانخفاض حتى وصل إلى ٤٧.٩٧ في ٢٠٢٤، ونتج عن انخفاض قيمة الجنيه ارتفاع معدل التضخم ليسجل ٣٣.٩٠٪ عام ٢٠٢٣، وانخفضت سعر الفائدة الحقيقي إلى ٥.٧٠-، وأثر انخفاض قيمة الجنيه بشكل كبير، وعدم استقرار قيمته على قيمة تدفق كل من الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة وتأثر الجنيه بانخفاض تدفق الاستثمارات الأجنبية، حيث انخفض تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وسجلت ٩.٨٤ مليار \$ سنة ٢٠٢٣ مقابل ١١.٤٠ مليار \$ في ٢٠٢٢، وسجلت الاستثمارات الحافطة ٩٠٨.٣٠ مليون دولار في ٢٠٢٣، مقابل ٢١.٧٢ مليار \$ في ٢٠٢٢، وانخفض الناتج المحلي إلى ٣٩٦ مليار \$ في ٢٠٢٣ مقابل ٤٧٦.٧٥ مليار \$ في ٢٠٢٢، وزاد عجز ميزان المدفوعات ليصل إلى ١٢.٥٦- مليار \$.

ومِمَّا سبق نستنتج أنَّ تخفيض سعر الصرف يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، وانخفاض سعر الفائدة الحقيقي، ويشجع على هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، ويؤثر بالسلب في حقوق المستثمر والتزاماته؛ لذلك سوف أعرض في الفرع التالي أثر خطر الترجمة في حقوق المستثمر والتزاماته، وسبل مواجهته.

الفرع الثاني**أثر خطر الترجمة في حقوق المستثمر والتزاماته وسبل مواجهته**

يمكن تعريف خطر الترجمة Translation risk: بتأثير التغيرات غير المتوقعة في سعر الصرف على قيمة الشركة، وأرباحها وأصولها وخصومها، والقيمة السوقية لأسهمها^(٣٤٨)؛ وذلك لأنَّ كل العمليات التي يبرمها المستثمر تسجل بعملة أجنبية بسعر الصرف في تاريخ إبرام الصفقة، وقد يختلف سعر الصرف ارتفاعاً أو انخفاضاً عند قيام المستثمر بتنفيذ التزامه، ويؤدي وجود فارق في قيمة سعر الصرف بين نشأة الالتزام وتنفيذه إلى تحقيق المستثمر لأرباح أو خسائر، ويؤثر ذلك في

(348) Michael Papaioannou: Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms, IMF Working Paper, Monetary and Capital Markets, Washington, DC, November 2006, P4.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

المركز المالي للمستثمر^(٣٤٩)، ومبيعاته؛ إذ يؤدي تخفيض سعر الصرف إلى ضيق السوق المحلي^(٣٥٠)، ويتضرر المستثمر في معاملاته الآجلة، التي تشمل قيم البيوع الآجلة، والتزامات المستثمر في سداد الديون الآجلة بالعملية الأجنبية، وحقوق المستثمر والالتزامات العقدية الآجلة^(٣٥١).

وبناءً عليه يتعرض المستثمر الأجنبي عند تخفيض سعر صرف العملة الوطنية إلى خسارة في انخفاض قيمة الأموال المستثمرة عندما يستردها في المستقبل بعد قرار السلطات النقدية بالتخفيض؛ لذلك يهتم المستثمرون بدراسة حالة سوق الصرف في البلد المعني؛ وذلك للتنبؤ بقرار تخفيض سعر الصرف، واتخاذ مجموعة من الإجراءات التي تمكن المستثمر من الخروج الآمن من السوق^(٣٥٢).

وعلى الدولة أن تعمل على التخفيف من حدة خسارة المستثمر الأجنبي الناتجة عن تخفيض سعر الصرف لجذب الاستثمارات الأجنبية إليها، وفيما يلي سوف أوضح بعض المقترحات التي تساعد الدولة في الحفاظ على حقوق المستثمرين، فعلى الدولة تنشيط البورصة والموافقة على إبرام عقود آجلة أو السماح بوجود سوق صرف آجل، وتعهّد للبنوك برد العملات الأجنبية بسعر الصرف قبل التخفيض، كذلك اعتبار تخفيض سعر الصرف يسمح بتطبيق نظرية الظروف الطارئة أو فعل الأمير، وذلك على التفصيل الآتي:

قد يلجأ المستثمر للحفاظ على قيمة أمواله عند استردادها إلى إبرام العقود الآجلة^(٣٥٣) أو المستقبلية: فعندما يتوقع المستثمر اتجاه السلطات النقدية في الدولة

^(٣٤٩) تيجاني بالرقى وأمين راشدي: أثر تغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية على القوائم المالية وفق متطلبات المعيار المحاسبي الدولي ٢١ والنظام المالي، مرجع سابق، ص ١٦٨.

^(٣٥٠) راجع الفرع الأول: معدل التضخم من المطلب الأول: المحددات الداخلية لسعر الصرف، من المبحث الأول: محددات سعر الصرف.

^(٣٥١) سعيد خنوش: تغير قيمة العملة وأثره على أداء الحقوق والالتزامات- دراسة فقهية تحليلية- مرجع سابق، ص ٢٢١.

^(٣٥٢) ارجع إلى المبحث الأول محددات سعر الصرف من هذه الدراسة.

^(٣٥٣) Michael Papaioannou: Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms, IMF Op.Cit, P12.

لاتخاذ قرار بخفيض سعر صرف العملة الوطنية، يتجه المستثمر إلى إبرام عقد لبيع عملة الدولة المضيفة في تاريخ لاحق وفق لسعر صرف عملة الدولة المضيفة وقت إبرام العقد، وليس وفقاً لسعر صرف العملة الوطنية بعد التخفيض؛ ممّا يجنب المستثمر الخسارة، ولكن يواجه المستثمر صعوبة في إبرام هذا العقد؛ إذ يتطلب إبرام مثل هذا العقد تقبل بورصة الدولة المضيفة التعامل فهذا النوع من العقود^(٣٥٤)، أو يوجد بالدولة المضيفة سوق صرف آجل Forward Exchange Market؛ وذلك لتجنب استثماراتهم وأصولهم الرأسمالية مخاطر تقلبات سعر الصرف^(٣٥٥).

كما يمكن للشركة الأجنبية إبرام عقود بأسعار صرف آجلة مع بنوك الدولة المضيفة، أو مؤسساتها المالية يحدد في هذه العقود سعر صرف الذي يتم الاتفاق عليه وقت التعاقد، ويتم التبادل بين العملات في تاريخ لاحق في المستقبل^(٣٥٦)، ويسمح للمستثمر استرجاع أمواله بسعر الصرف الاسمي nominal exchange rate (NER) أو الرسمي من السلطات النقدية وقت التعاقد، وليس وقت التخفيض، ويمكن للدولة المعنية في سبيل تشجيع الاستثمار أن تعهد بترتيبات رد العملة الأجنبية إلى البنك المركزي في كل من الدولة المصدرة والمضيفة. وأرى أنّ هذه الطرق وإن كانت تضمن للمستثمر استرداد أمواله المستثمرة، إلا أنّها تحرمه من فوائد هذه الأموال وأرباحها، وفي المقابل تجنّب أخطار الترجمة، وتحمل الدولة المضيفة عبء سداد الأموال بالعملات الأجنبية التي هي في أمس الحاجة إليها.

^(٣٥٤) محمود م عمر عبد الله أبو ستين ورضا عبد السلام إبراهيم: أثار ومخاطر الاستثمارات

الأجنبية وسبل مواجهتها، مرجع سابق، ص ٢٩: ٣١.

^(٣٥٥) يسمح سوق الصرف الآجل: ببيع وشراء العملة في المستقبل وفقاً للسعر في المستقبل، وليس سعر الصرف الحالي.

صبحي أحمد عبد الهادي سعد: تأثير الاستثمار الأجنبي على سعر الصرف، مرجع سابق، ص ١٩١.

^(٣٥٦) يحيي محمد أبو طالب سليمان: تعريف سعر الصرف وأنواعه والعوامل المؤثرة فيه، مرجع سابق، ص ٢٢.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحفاظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

ويمكن للمستثمر الأجنبي طلب قرض بعملة الدولة المضيفة، وعندما يحل أجل سداد القرض يسدد القرض بعد تحويل عملته الأجنبية التي ارتفع ثمنها بعملة الدولة المضيفة التي انخفض قيمتها، ويحقق أرباحاً من هذه العملية، كذلك يتجه المستثمر إلى زيادة المخزون السلعي، وتنوع المحافظ؛ أي يحمل عملات مختلفة وأصول غير نقدية متنوعة؛ كذهب، وعقارات؛ لتجنب مخاطر تغيرات سعر الصرف على استثماراته^(٣٥٧)، وتجنب الاحتفاظ بأصول سائلة من عملة الدولة التي يتوقع انخفاض سعر صرفها، وتسريع المدفوعات بالعملة الأجنبية، وتأجيل المقبوضات منها؛ إذ يفضل المستثمرون المصدرون تأخير الحصول على مستحقاتهم من التصدير، بينما يفضل المستثمرون المستوردون من الخارج دفع قيمة وارداتهم^(٣٥٨)، ويفضل المستثمر الاحتفاظ برصيد في صورة محفظة تحوي العديد من العملات الأجنبية، والأوراق المالية الأجنبية سهلة التسويق؛ مثل: السندات الأجنبية والإيداع في سوق العملات الأوروبية^(٣٥٩).

ويظهر خطر الترجمة في حالة دين المستثمر بقرض، فهو لا يحصل على القيمة الحقيقية للدين الأجل رغم حصول الدائن على القيمة الاسمية للقرض؛ بسبب طول فترة الدين، وما يطرأ على العملة الوطنية من انخفاض؛ بسبب التضخم، وقرارات البنك المركزي بتخفيض سعر صرف العملة؛ مما يعرض المستثمر لخسائر^(٣٦٠)، فهل يكون السداد بالقيمة الاسمية (عدد النقود) أم القيمة الفعلية (مثل الدين) يوم نشأة الدين؟

^(٣٥٧) جهاد أحمد نور الدين عباس وحسام الدين أحمد محمد عبد المنعم: أثر تغيرات أسعار الصرف

على مستوى معيشة الأسرة المصرية، مرجع سابق، ص ١٠.

^(٣٥٨) وليد البلتاجي السيد: تحرير سعر الصرف وأثره في أداء الديون والالتزامات المؤجلة، مرجع سابق، ص ١١٩١.

^(٣٥٩) محمود م عمر عبد الله أبو ستين ورضا عبد السلام إبراهيم: آثار ومخاطر الاستثمارات الأجنبية وسبل مواجهتها، مرجع سابق، ص ٢٩: ٣١.

^(٣٦٠) سعيد خنوش: تغير قيمة العملة وأثره على أداء الحقوق والالتزامات- دراسة فقهية تحليلية- مرجع سابق، ص ٢٣٥.

في رأيي يجب ألا يكون هناك خطأ أو تقصير أو مماطلة من جانب أحد طرفي العقد حتى صدر قرار السلطات النقدية بتحرير أو تعويم سعر صرف العملة الوطنية، وإذا نسب لأحد طرفي العقد تقصير أو مماطلة عليه وحده تحمل تبعات خطائه، وعليه يتحمل الخسارة الناتجة عن تخفيض قيمة العملة الوطنية، أما إذا لم ينسب لأحد طرفي العقد خطأ أو تقصير أو مماطلة، فيمكن أن يتفق المستثمر الأجنبي مع المتعاقد معه على تحمل الخسارة في قيمة الدين مناصفة فيما بينهم، وفي اعتقادي هذا أقرب إلى العدالة؛ لأنه يجب في الديون رد ما ثبت في الذمة، ولكن ليس من العدالة تحميل الخسارة لطرف واحد.

ويمكن أن يتم الاتفاق بين طرفي العقد على أن يكون السداد بالعملية الأجنبية؛ لتجنب مخاطر تخفيض قيمة العملة في الدول التي لا تنعم باستقرار نسبي في قيمة عملتها المحلية، لا سيما أن المستثمر الأجنبي يسعى إلى تحويل أرباحه لبلده؛ بمعنى يشترط المستثمر وقت نشأة الدين بأن يكون السداد بالعملية الأجنبية مقومة بالعملية الوطنية وقت نشأة الدين، أو وقت السداد، أيهما أكبر، ويمكن للمستثمر الأجنبي الدائن حفاظاً على قيمة النقود التي أقرضها أن يشترط على المقرض رد الدين مضافاً إليه نسبة التضخم المعلنة من الجهات الرسمية^(٣٦١)، أو رد قيمة الدين مقوم بالذهب، وذلك في حالة عدم تمتع العملة المحلية بثبات نسبي، وتعرضها لانخفاض وتدهور باستمرار.

وتتخذ السلطات النقدية في الغالب قراراً بتخفيض قيمة العملة تحت الضغوط الخارجية من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير؛ لذلك أرى أن خطر الترجمة يعد من قبيل الظروف الطارئة، التي جعلت الالتزام صعب التنفيذ لاختلاف قيمة العملة الوطنية وقت إبرام العقد ووقت التنفيذ، ويمكن للمستثمر مطالبة المتعاقد معه بتعديل الالتزام إما رضائياً أو قضائياً^(٣٦٢)، بما يخوله القانون للقاضي

^(٣٦١) يتم إعلان معدل التضخم السنوي في إصدارات البنك المركزي المصري والجهاز المركزي لتعبئة العامة والإحصاء.

^(٣٦٢) المادة ١/١٤٧ من القانون المدني المصري رقم ١٣١ لسنة ١٩٤٨ "العقد شريعة المتعاقدين، فلا يجوز نقضه ولا تعديله إلا باتفاق الطرفين، أو للأسباب التي يقررها القانون".

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحفاظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

من سلطة استثنائية، تسمح له بتعديل الالتزام، فالالتزام هنا مرهق بشكل جسيم؛ بمعنى قابل للتنفيذ بمشقة كبيرة، ولكن لا يصل إلى حد استحالة التنفيذ^(٣٦٣)، ويهدد المدين بخسائر فادحة، ويخل بالتوازن الاقتصادي للعقد^(٣٦٤)، فحادث تحرير سعر الصرف يعتبر حادثاً عاماً، وخارجاً عن إرادة أطراف التعاقد، واستثنائياً غير متوقع^(٣٦٥)، لما له من آثار كبيرة تخل بالتوازن الاقتصادي للعقد، وتؤدي إلى ارتفاع

م ٢/١٤٧ "ومع ذلك إذا طرأت حوادث استثنائية عامة لم يكن في الوسع توقعها، وترتب على حدوثها أن تنفذ الالتزام التعاقدية، وإن لم يصبح مستحيلاً، صار مرهقاً للمدين، بحيث يهدده بخسارة فادحة، جاز للقاضي تبعاً للظروف، وبعد الموازنة بين مصلحة الطرفين أن يرد الالتزام المرهق إلى الحد المعقول، ويقع باطلاً كل اتفاق على خلاف ذلك".

^(٣٦٣) في حالة صيرورة الالتزام مستحيل التنفيذ تطبق نظرية القوة القاهرة، التي تكتفي بأن يكون الحادث فردياً كحريق البضاعة أو غرقها أو كسر خزانة المدين، ويقدرها القاضي في كل حالة على حدة؛ لأنها ليست من النظام العام.

محمود سيد أحمد إبراهيم: الظروف الطارئة والقوة القاهرة وتداعيات جائحة كورونا على الالتزامات المدنية والإجرائية في التشريع المصري، مجلة إدارة المخاطر والأزمات، المركز القومي للبحوث، مجلد ٣، العدد ١، غزة، مارس ٢٠٢١، ص ٩٧.

^(٣٦٤) مروة محمد عبد الغني: أثر تحرير سعر الصرف على التوازن العقدي في ظل نظرية الظروف الطارئة- دراسة مقارنة- مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، المجلد ١، العدد ٢، الإسكندرية، يناير ٢٠٢٤، ص ٣٨٤، ٣٨٥.

^(٣٦٥) في اعتقادي أن المتعاقد قد يتوقع اتخاذ السلطات النقدية قرار بتخفيض سعر الصرف، لكن لا يتوقع المستوى العام للأسعار بعد ذلك القرار، وينتج عن ذلك القرار اختلال التوازن الاقتصادي للعقد، وتهديد المدين بخسائر فادحة؛ مما يستتبع معه تعديل الالتزامات في ظل المستجدات.

وهذا ما استقرت عليه أحكام محكمة النقض المصرية، فقد اعتبرت تحرير سعر الصرف وما نتج عنه من تضخم من قبيل الظروف الطارئة التي تبيح تطبيق المادة ٢/١٤٧ من القانون المدني المصري ١٣١ لسنة ١٩٤٨ منشور في الوقائع المصرية العدد ١٠٨ مكرر أ بتاريخ ١٩٤٨/٧/٢٩، والتي تسمح للقاضي بتعديل الالتزام المرهق، وإعادة التوازن المالي للعقد، انظر:

حكم محكمة النقض المصرية في الطعن رقم ١٣١٢١ لسنة ٨٩ ق بتاريخ ٢٠٢٠/٨/٢٩.

كبير في الأسعار، ويلاحظ أنَّ مثل هذه الخلافات لا تثار إذا كان المتعاقد مع المستثمر الدولة أو الأشخاص الاعتبارية العامة؛ وذلك لأنَّ الدولة تكون حريصة على صدور قرار مجلس الوزراء بتعديل الالتزامات، وتعويض المتعاقد مع الإدارة تعويضًا عادلاً عما لحقه من خسائر^(٣٦٦).

أخيرًا وليس بآخر، أرى أنَّه يجب على الدول النامية التركيز على إبرام معاهدات الاستثمار ثنائية أو إقليمية أو متعددة الأطراف لاستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمارات الحافظة، وتتضمن المعاهدات سبل حماية المستثمرين، والتخفيف من حدة آثار تخفيض سعر صرف العملة الوطنية، وأثارها في حقوق المستثمر والتزاماته.

^(٣٦٦) يمكن تطبيق نظرية الظروف الطارئة في التعاملات بين الأفراد، ويقابلها نظرية فعل الأمير في تعديل التزامات الأفراد مصريين أو أجانب في مواجهة جهة الإدارة، لتتحمل الدولة الخسائر التي تصيب المتعاقد معها، ويعتبر تخفيض سعر الصرف تصرفًا من قبل السلطات النقدية يؤدي إلى زيادة الأعباء المالية على المتعاقد مع الإدارة، ويستدعي تطبيق نظرية فعل أمير، ويحق للمتعاقد مع الإدارة طلب التعويض عن الخسائر التي لحقت، وتعديل المقابل المالي للالتزام، والدليل على ذلك تعديل أحكام قانون التعويضات، وصدر قرارات مجلس الوزراء في هذا الشأن انظر:

وأصدر رئيس الجمهورية عبد الفتاح السيسي القانون رقم ١٧٣ لسنة ٢٠٢٢ بتعديل بعض أحكام قانون التعويضات رقم ٨٤ لسنة ٢٠١٧؛ بهدف تمكين الحكومة المصرية من إعادة التوازن المالي للعقود الإدارية منذ صدور القرارات الاقتصادية التي اتخذتها السلطات النقدية تخفيض سعر الصرف في نوفمبر ٢٠١٦، منشور في الجريدة الرسمية العدد ٥١ مكرر هـ بتاريخ ٢٦/١٢/٢٠٢٢.

وصدر قرار مجلس الوزراء رقم ٢١ لسنة ٢٠٢٣ بأسس وضوابط نسب التعويضات على كافة أنواع العقود، منشور بالجريدة الرسمية العدد رقم ٩ تابع الصادر بتاريخ ٢/٣/٢٠٢٣ .
والفتوى من الجمعية العمومية لقسمي الفتوى والتشريع بمجلس الدولة رقم ٨٠٢ لسنة ٢٠٢٤،
تاريخ الجلسة ٨/٥/٢٠٢٤.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

ومِمَّا سبق نستنتج أنَّ لسعر الصرف آثارًا على التزامات المستثمرين وحقوقهم؛ ولذلك سوف أعرض في المطلب الثاني أثر تخفيض سعر الصرف في تدفق الاستثمارات الأجنبية في مصر.

المطلب الثاني

أثر تخفيض سعر الصرف في تدفق الاستثمار الأجنبي

يؤثر الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في عدة متغيرات اقتصادية كلية، منها: سعر الصرف، واحتياطيات النقد الأجنبي، والنمو الاقتصادي، وما إلى ذلك^(٣٦٧)؛ لذلك تتنافس الدول النامية والمتقدمة على جذب الاستثمارات الأجنبية بشقيها المباشر والاستثمارات الحافظة؛ لما لها من تأثير في سعر صرف العملة الوطنية، فكلما ارتفع معدل تدفق الاستثمارات؛ زاد الطلب على العملة الوطنية، وارتفع ثمنها مقابل العملات الأخرى، ويمكن استخدام الاستثمارات في تحقيق خطط التنمية الاقتصادية^(٣٦٨)؛ ولذلك من الأهمية دراسة أثر تخفيض سعر صرف العملة الوطنية في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وذلك في الفرع الأول والاستثمارات الحافظة في الفرع الثاني، وذلك على التفصيل الآتي:

الفرع الأول

أثر تخفيض سعر الصرف في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر

الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) Foreign Direct Investment هو نشاط اقتصادي استثماري طويل الأجل^(٣٦٩)، يقوم به مستثمر أجنبي غير مقيم في البلد

(367) Tom Jacob & Others: Relationship between Foreign Portfolio Investment and Exchange Rate: The Case of India Using VECM Testing Approach, Op. Cit, P1.

(368) انظر المبحث الثاني، المطلب الأول التجربة الصينية في تخفيض سعر الصرف

(369) Tamim Bayoumi & Others: Foreign Direct Investment and the Exchange Rate, ©International Monetary Fund, IV, No date, P53.

Electronically published on the:

<https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/book/9781557756008/ch04.xml>
On30/3/2025, At02:48PM.

المضيفة، وهي غالبًا بلد مستوردة لرأس المال أو التكنولوجية؛ بهدف تحقيق الأرباح من خلال إقامة مشروعات تنتج منتجات لإحلال الواردات أو تنمية الصادرات^(٣٧٠). والذي يميز الاستثمار الأجنبي المباشر أنَّ المستثمر يستقل بنفسه بالإدارة والقرار والتحكم في الشركة^(٣٧١)، فكلمة السيطرة (controlling) هي التي تميز الاستثمار الأجنبي المباشر عن الاستثمارات الأجنبية الحافظة^(٣٧٢)، وقد يكون المشروع مملوكًا بالكامل للمستثمر الأجنبي، وهذا النوع ما يفضله المستثمرون، ويسمى بالاستثمار المستقل^(٣٧٣)، أو يأخذ شكل مشروع مشترك في الدولة المضيفة في حالة قيام المستثمر الأجنبي بالمشاركة في إدارة المشروع مع مستثمر وطني في حالة الاستثمار المشترك^(٣٧٤)، ويجب ألا يقل نسبة رأس المال الأجنبي المستثمر عن ١٠٪، وترتبط هذه النسبة بقدرة المستثمر على التأثير في إدارة المشروع^(٣٧٥). ويعد من أفضل وسائل التمويل الأجنبي التي تسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية إن أحسن توجيهه^(٣٧٦)، ويساعد الاستثمار الأجنبي المباشر على نقل التكنولوجيا، وزيادة الإنتاج^(٣٧٧)، وتحسين نوعيته، وتحسين وضع ميزان المدفوعات،

(٣٧٠) الكوط مبارك: تأثير أنظمة الصرف على الاستثمارات الأجنبية المباشرة- دراسة مقارنة بين الجزائر والمملكة العربية السعودية للفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٤-، مرجع سابق، ص ٤٧.

(٣٧١) السيد عطية عبد الواحد: العلاقات الاقتصادية الدولية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣، ص ١٥٤، ١٥٥.

(372) Tamim Bayoumi & Others: Foreign Direct Investment and the Exchange Rate, Op. Cit, P47.

(٣٧٣) السيد مصطفى أحمد أبو الخير: عقود نقل التكنولوجيا، مرجع سابق، ص ٦٤.

(٣٧٤) حسين محمود عطية: حل منازعات الاستثمار بطريق التحكيم، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، القاهرة، ٢٠١١، ص ٨١.

(375) Tamim Bayoumi & Others: Foreign Direct Investment and the Exchange Rate, Op. Cit, P47.

(٣٧٦) الكوط مبارك: تأثير أنظمة الصرف على الاستثمارات الأجنبية المباشرة- دراسة مقارنة بين الجزائر والمملكة العربية السعودية للفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٤-، مرجع سابق، ص ٣٥.

(377) Chukwu Agwu Ejem& Onyemachi Maxwell Ogbulu: Impact of Exchange Rate Movements on Foreign Portfolio Investment in Nigeria, Op. Cit, P91.

وخلق فرص عمل^(٣٧٨)، ورفع مهارة العمال من خلال التدريب، وزيادة الإيرادات الحكومية من الضرائب المفروضة على الاستثمار^(٣٧٩)، واكتساب الدولة المضيفة المواهب الإدارية والتسويق والاهتمام بالبحث والتطوير (R&D)^(٣٨٠).

ويهتم المستثمر الأجنبي بسعر صرف الدولة المضيفة؛ لأنه يمثل العملة التي ستحدد أرباحه المحولة إلى بلده فيما بعد، ويؤثر توقعات المستثمر بانخفاض سعر الصرف في نظرته تجاه اقتصاد الدولة المضيفة، والاعتقاد بضعف العملة المحلية، ويزيد من المخاطر المرتبطة بالعوائد المتوقعة من الاستثمار؛ مما يضعف من تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدولة المضيفة، ويتجه المستثمرون إلى تحريك أموالهم للخارج؛ لتجنب الخسائر المحتملة من جراء قرار التخفيض، أو للبحث عن أرباح في ملاذ آمن، فالاستثمار بصفة عامة، والاستثمار الأجنبي المباشر بصفة خاصة، يتأثر بمستوى الأرباح، ويفضل دخول الأسواق عالية الربحية، تعوضه عن تعرضه لمخاطر تجارية وغير تجارية؛ لذلك يعد سعر الصرف المستقر والأقل تقلباً أمراً بالغ الأهمية لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر داخل دولة ما^(٣٨١).

في رأيي إنَّ العائد من الاستثمار أهم محددات الاستثمار بصفة عامة^(٣٨٢)، فالذي يجعل المستثمر الأجنبي يتجه إلى الاستثمارات المباشرة بدلاً من الاستثمارات

(378) Vu Ngoc Xuan: Nexus of GDP, FDI, Inflation, Exchange Rate, Renewable Energy, Trade Openness, and Open Innovation in Singapore: New evidence from the ARDL method, Op. Cit, P1&2.

(379) لمزيد من التفاصيل عن مزايا الاستثمار الأجنبي المباشر وأخطاره انظر:

سالي سمير فهمي عبد المسيح: العلاقات الاقتصادية في التجارة الدولية- مع الإشارة إلى آثار بعض الاتفاقات القطاعية لجولة أوروغواي على مصر- مرجع سابق، ص ٨٣.

(380) Yahui Yang & Zhe Peng: Openness and Real Exchange Rate Volatility: Evidence from China, Op.Cit, P152.

(381) Lei Wang & Others: Exchange rate volatility and green growth in China: does nonlinearity matter? Op.Cit, P4.

(382) سالي سمير فهمي عبد المسيح: اقتصاديات حماية حقوق الملكية الفكرية والمعاملة الضريبية لها- دراسة تطبيقية مقارنة- رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، ٢٠١٧م، ص ٢٧٢، ٢٧٣.

الحافطة الحصول على أعلى عائد، ويفوق العائد الناتج من الأسهم والسندات^(٣٨٣)، وهناك من عرف الاستثمار بأنه يهدف إلى الحصول على عائد من خلال إقامة المشروعات التي تعمل على تحقيق خطط التنمية الاقتصادية^(٣٨٤)، فالأرباح والعائد المتوقع من الاستثمار تجعل المستثمر يقدم على الاستثمار^(٣٨٥) ابتداءً، ويعمل على زيادة الإنتاج والطاقة الإنتاجية استمراراً.

قد كان الاتجاه السائد قديماً أن الحوافز الضريبية، هي الدافع الأساسي لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، فأسرفت الدول النامية في منح الحوافز الضريبية، ولكن دون فائدة، حيث أكدت الدراسات^(٣٨٦) التي تخصصت في محددات الاستثمار الأجنبي المباشر: أن الاستثمار دالة لمجموعة من العوامل الاقتصادية والسياسية والأمنية والتشريعية والاجتماعية والمؤسسية والاستقرار الاقتصادي^(٣٨٧)، التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر في قرارات المستثمرين في الاستثمار أو الإحجام عن الاستثمار، وتشجعهم على استثمار أموالهم في بلد معينة^(٣٨٨)، فكل هذه العوامل

(383) Tamim Bayoumi & Others: Foreign Direct Investment and the Exchange Rate, Op. Cit, P51.

(384) حسين محمود عطية: حل منازعات الاستثمار بطريق التحكيم، مرجع سابق، ص ٨٠.

(385) Boris Ricken And George Malcottsis: The Competitive Advantage of Regions and Nations-Technology Transfer Through Foreign Direct Investment- Gower Publishing Limited, Britain, 2011, P56.

(386) ذهبت هذه الدراسات، وغيرها إلى أن الاستثمار دالة لمجموعة من العوامل راجع:

- رضا عبد السلام: محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في عصر العولمة- دراسة مقارنة لتجارب كل من شرق وجنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية مع التطبيق على مصر- دار الإسلام للطباعة والنشر، المنصور، ٢٠٠٢م، ص ١١٥ : ١١٨ .
- نزيه عبد المقصود مبروك: الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٨، ص ٨٦ : ٩٣ .

(387) لمزيد من التفاصيل حول محددات الاستثمار الأجنبي المباشر انظر:

- سالي سمير فهمي عبد المسيح: اقتصاديات حماية حقوق الملكية الفكرية والمعاملة الضريبية لها- دراسة تطبيقية مقارنة- رسالة دكتوراه، مرجع سابق، ص ٢٦٦ : ٢٧٦ .
- (388) صفوت عبد السلام عوض الله: الإصلاح الاقتصادي وأثره على مناخ الاستثمار في مصر، مرجع سابق، ص ٣٢، ٣٣ .

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحفاظة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

مجتمعة لها تأثيرها في قدرة المستثمر على البقاء في السوق، والفرص الاستثمارية المتاحة، ورغبة من مصر في تحسين مناخ الاستثمار، فقد خففت مصر تدريجياً القيود واللوائح المتعلقة بإيداع وسحب العملات الأجنبية لفئة معينة من المستوردين، وألغت القيود المفروضة على تحويلات المقيمين بالعملة الأجنبية إلى الخارج^(٣٨٩).

وأرى أنَّ العائد من الاستثمار من أهم محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، بل هو الدافع الحقيقي للاستثمار، ولكنه ليس العامل الوحيد، بل العامل الأقوى، فإذا أردت ترتيب محددات الاستثمار الأجنبي المباشر يأتي المحدد الخاص بالعائد من الاستثمار في المرتبة الأولى، ومن هنا تظهر العلاقة بين سعر الصرف وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر؛ وذلك لأنَّ ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية أو ثباته النسبي يساعد على منع تآكل الأموال المستثمرة، وفي رأيي أنَّ العائد من الاستثمار يتأثر بمجموعة عوامل خلاف سعر الصرف، منها: الفرص الاستثمارية، وحجم السوق المحلي والقطاع الموجه له الاستثمار، فالقطاعات التصديرية لا تتأثر أرباحها بتخفيض سعر الصرف؛ لأنَّ العائد بالعملة الأجنبية.

ويرى بعض الفقه الاقتصادي أنَّ استقرار سعر صرف العملة الوطنية وتقويمها خارجياً، هو المحدد الرئيس لزيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وحركة رؤوس الأموال إلى داخل البلد المعني^(٣٩٠)، ويرى بعضهم الآخر أنَّ تخفيض قيمة العملة الوطنية قد يحفز تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق زيادة الثروات النسبية للمستثمر، وخفض تكاليف الإنتاج في الدولة المضيفة^(٣٩١).

وفي رأيي أنَّ سعر صرف العملة الوطنية يؤثر بلا شك في أرباح المستثمر الأجنبي والعائد من الاستثمار، ولكن ليست سعر الصرف هو المحدد الوحيد لأرباح المستثمر.

(389) International Monetary Fund: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2017, Op. Cit, P32.

(390) محمد مبارك مصطفى الإمام: سعر الصرف وأثره على حجم الاستثمارات المباشرة في السودان، مرجع سابق، ص ٢٢.

(391) Tamim Bayoumi & Others: Foreign Direct Investment and the Exchange Rate, Op. Cit, P54.

أرى أنه في بداية اتخاذ المستثمر الأجنبي لقرار الاستثمار يساعده انخفاض قيمة العملة المحلية، وارتفاع قيمة العملة الأجنبية في زيادة ثروة المستثمرين الأجانب؛ وذلك لانخفاض تكلفة شراء أصول الشركات المحلية، ولكن يتجه المستثمر إلى المشروعات قصيرة الأجل؛ مثل: المشروعات الاستهلاكية؛ خوفاً على رأسماله من التآكل، كما يتجه المستثمر الأجنبي إلى قطاع الخدمات والبتروك والمحروقات، وهذه القطاعات تتأثر بالفرص الاستثمارية، ويكون تأثير سعر الصرف عليها أقل نسبياً^(٣٩٢)، فهذه القطاعات في رأيي قطاعات تصديرية، فالعائد يكون بالعملية الأجنبية.

لقياس أثر انخفاض قيمة العملة في الاستثمار الأجنبي المباشرة لا بد من التفرقة بين إذا كان الاستثمار الأجنبي المباشر ينتج سلعة تعتمد على المدخلات المحلية، والطلب الخارجي عليها مرن، فيكون لخفض قيمة العملة أثر إيجابي في زيادة أرباح الاستثمار؛ نتيجة لزيادة صادراته، ولكن إذا كان الاستثمار الأجنبي ينتج سلعة تعتمد بنسبة كبيرة على مدخلات مستوردة، سوف يرتفع تكاليف الإنتاج بالنسبة له، لا سيما إذا كان الطلب على السلعة مرن حيث تنخفض صادراته وأرباحه.

ولا تنحسر تكاليف الإنتاج في المدخلات المستوردة فقط، بل تمتد إلى رأس المال البشري، فقد تتمتع البلد المضيفة بموقع جغرافي متميز، بالإضافة إلى رخص الأيدي العاملة، واتساع السوق؛ بسبب كثرة عدد السكان؛ مما يخفض من تكاليف الإنتاج، ويعزز القدرة الإنتاجية، ويجذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى هذه البلد؛ بسبب

(٣٩٢) الكوط مبارك: تأثير أنظمة الصرف على الاستثمارات الأجنبية المباشرة- دراسة مقارنة بين

الجزائر والمملكة العربية السعودية للفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٤، مرجع سابق، ص ٣٧.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

تحسين العائد الإجمالي، وفتح أسواق جديدة، واختراق احتكار القلة^(٣٩٣) بإحكام السيطرة على الأسواق الخارجية^(٣٩٤).

كذلك يؤثر انخفاض سعر الصرف في المستثمر في ضيق السوق المحلي؛ مما يضعف من أرباحه، فكلما انخفض سعر الصرف ارتفع المستوى العام للأسعار في الداخل، ويترتب على ذلك انخفاض الإنفاق الاستهلاكي في الداخل^(٣٩٥).

كذلك يؤثر سعر الفائدة في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر؛ لأنَّ الاستثمار قد يحتاج إلى زيادة رأسماله، فيقترض من البنوك، فالمستثمر يقارن بين معدل سعر الفائدة، ومعدل العائد المتوقع، والمخاطر التي يتحملها، فيعتبر سعر الفائدة أحد تكاليف الاستثمار.

وقد اتجه البنك المركزي المصري إلى تخفيض قيمة العملة، ثم رفع سعر الفائدة لكبح جماح التضخم؛ لسحب السيولة من السوق، وحتى يفضل الأفراد الادخار عن الاستهلاك، ونتج عن هذه السياسة اتجه الأفراد إلى الادخار، بدلاً من الاستثمار، وأثر ارتفاع معدل التضخم في الدخل الحقيقي المتاح للتصرف فيه؛ مما يقلل من الادخار من أجل الحفاظ على مستوى النمط الاستهلاكي، وانخفاض الاستثمار بصفة

^(٣٩٣) يمكن تعريف سوق احتكار القلة: بأنه السوق الذي يسيطر فيه عدد قليل من المشروعات على إنتاج سلعة أو تقديم خدمة معينة، ويمتاز هذا السوق بوجود نوع من الارتباط فيما يتعلق بالأسعار والإنتاج- بين المشروعات العاملة فيه، كذلك يمكن للمنتجين التحكم في الأسعار دون مراعاة المستهلكين؛ وذلك لتمتع المنتجين بمركز قوي يستطيعون فيه فرض ما يريدون، وتواجه المشروعات في سوق احتكار القلة، طلباً غير مرن؛ ومن ثم تستطيع المشروعات زيادة ثمن المنتجات، وسيظل الطلب قائماً ومتزايداً، وتستطيع تحقيق أرباح طائلة.

عادل أحمد حشيش وسوزي عدلي ناشد: أساسيات علم الاقتصاد- مدخل لدراسة أصول الاقتصاد السياسي، وفقاً للمبادئ السائدة للنظم الاقتصادية المقارنة- دار الجامعة الجديدة للنشر، إسكندرية، ٢٠٠١، ص ٣٨٠.

⁽³⁹⁴⁾ Tamim Bayoumi & Others: Foreign Direct Investment and the Exchange Rate, Op. Cit, P51.

^(٣٩٥) راجع الفرع الأول: معدل التضخم من المطلب الأول: المحددات الداخلية لسعر الصرف، من المبحث الأول: محددات سعر الصرف.

عامة؛ نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة، وضيق السوق، وعدم اليقين في الأرباح المستقبلية، وخفض قيمة العوائد على الأصول النقدية. والذي زاد الأمر سوءًا تخفيض قيمة العملة بشكل متكرر، وفي فترات متقاربة، وبمعدلات مرتفعة؛ مما يعكس عدم استقرار سعر صرف العملة، ويؤثر سلبيًا في تدفق رؤوس الأموال، والاستثمار المحلي والأجنبي؛ بسبب تخوف المستثمرين من انخفاض قيمة رأس المال المستخدم في الاستثمار.

جدول (٤) العلاقة بين سعر الصرف وتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة

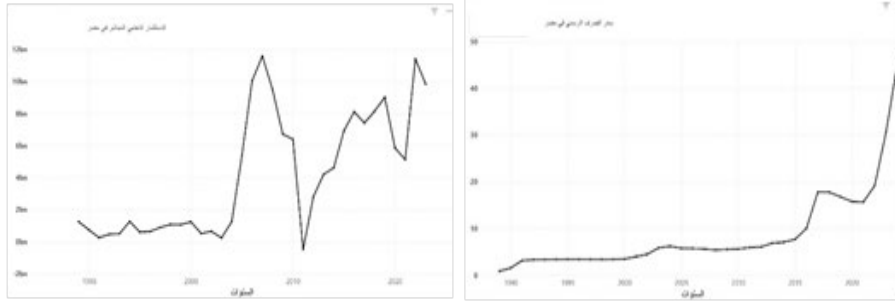
السنة	سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار	الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)
١٩٨٩	٠.٨٩	١.٢٥ مليار \$
١٩٩٠	١.٥٥ جنيه	٠.٧٣ مليار \$
١٩٩١	٣.١٤	٠.٢٥ مليار \$
١٩٩٢	٣.٣٢	٠.٤٦ مليار \$
١٩٩٣	٣.٣٥	٠.٤٩ مليار \$
١٩٩٤	٣.٣٩	١.٢٦ مليار \$
١٩٩٥	٣.٣٩	٠.٦٠ مليار \$
١٩٩٦	٣.٣٩	٠.٦٤ مليار \$
١٩٩٧	٣.٣٩	٠.٨٩ مليار \$
١٩٩٨	٣.٣٩	١.٠٨ مليار \$
١٩٩٩	٣.٤٠	١.٠٧ مليار \$
٢٠٠٠	٣.٤٧	١.٢٤ مليار \$
٢٠٠١	٣.٨٥	٠.٥١ مليار \$
٢٠٠٢	٤.٥	٠.٦٥ مليار \$
٢٠٠٣	٦.١٣	٠.٢٤ مليار \$

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

السنة	سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار	الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)
٢٠٠٤	٦.١٩	١.٢٥ مليار \$
٢٠٠٥	٥.٧٧	٥.٣٨ مليار \$
٢٠٠٦	٥.٧٦	١٠.٠٤ مليار \$
٢٠٠٧	٥.٦٩	١١.٥٨ مليار \$
٢٠٠٨	٥.٣٣	٩.٤٩ مليار \$
٢٠٠٩	٥.٥٩	٦.٧١ مليار \$
٢٠١٠	٥.٦٩	٦.٣٩ مليار \$
٢٠١١	٥.٩٧	-٠.٤٨ مليار \$
٢٠١٢	٦.٥	٢.٨٠ مليار \$
٢٠١٣	٧.٢	٤.١٩ مليار \$
٢٠١٤	٧.١٥	٤.٦١ مليار \$
٢٠١٥	٧.٦١	٦.٩٣ مليار \$
٢٠١٦	٨.٨٦	٨.١١ مليار \$
٢٠١٧	١٨.٠٥	٧.٤١ مليار \$
٢٠١٨	١٧.٨٤	٨.١٤ مليار \$
٢٠١٩	١٦.٦٦	٩.٠١ مليار \$
٢٠٢٠	١٦.٠٩	٥.٨٥ مليار \$
٢٠٢١	١٥.٦٣	٥.١٢ مليار \$
٢٠٢٢	١٨.٧٥	١١.٤٠ مليار \$
٢٠٢٣	٣٠.٨٤	٩.٨٤ مليار \$
٢٠٢٤	٤٧.٩٧	-

المصدر: موقع البنك الدولي للإنشاء والتعمير الإلكتروني^(٣٩٦)



شكل رقم (٤) من إعداد الباحث

سوف أقسم تحليل تأثير سعر الصرف في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى فترتين:

الفترة الأولى- من ١٩٩١ إلى ٢٠٠٣:

يلاحظ ثبات سعر الصرف النسبي في خلال الفترة من ١٩٩٢ حتى ٢٠٠٠؛ إذ يتراوح ما بين ٣.٣٢ جنيه/\$ في ١٩٩٢ و ٣.٤٧ جنيه/\$ في ٢٠٠٠، ومن عام ١٩٩٤ إلى عام ١٩٩٨ كان الدولار يساوي ٣.٣٩ جنيه، إلا أن ثبات سعر الصرف لم يؤثر بالإيجاب في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فمعدلتها ما زالت متواضعة وغير ثابتة نسبياً، ويتراوح تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر ما بين ٠.٤٩ مليار \$ عام ١٩٩٢ و ١.٢٦ مليار \$ في ١٩٩٤.

ويرجع ذلك للاضطرابات الأمنية والحوادث التي تعرض لها الاقتصاد المصري؛ مثل: حادث الأقصر عام ١٩٩٧، ورغم استقرار سعر صرف الجنيه المصري نسبياً، فإن هناك عوامل أخرى أثرت في عدم ارتفاع معدلات تدفق الاستثمار الأجنبي

^(٣٩٦) الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية

للدولار الأمريكي)- (Egypt, Arab Rep. | Data (albankaldawli.org))

On27/9/2024, At02:36 P.M.

المباشر إلى مصر، منها: ارتفاع معدل التضخم؛ إذ وصل أعلى معدل له في ١٩٩٥ حوالي ١٥.٧٤٪، وما يعنيه من ضيق السوق، واستمر عجز ميزان المدفوعات في ست سنوات من إجمالي ٩ سنوات (محل الدراسة)؛ مما يوجي بانخفاض الطلب على الجنيه المصري، وضعف الأداء التصديري، ومعدلات نمو الاقتصاد المصري، فيخشى الاستثمار الأجنبي الدخول في أسواق عالية المخاطر، فرغم شروع الحكومة المصرية في تنفيذ برنامج الخصخصة وتهيئة مناخ الاستثمار، فإنّ مناخ الاستثمار في مصر غير جاذب للاستثمارات الأجنبية المباشرة.

ويلاحظ انخفاض سعر الصرف بشكل متزايد خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٣؛ إذ يتراوح سعر الصرف من ٣.٤٧ \$/ج في ٢٠٠٠ و ٦.١٣ \$/ج في ٢٠٠٣، وكلما انخفضت قيمة الجنيه المصري ينخفض تدفق الاستثمار الأجنبي، ففي عام ٢٠٠٠ بلغت قيمة تدفق الاستثمار الأجنبي ١.٢٤ مليار \$، ثم انخفضت إلى ٠.٢٤ مليار \$ في ٢٠٠٣، ويرجع ذلك لحرب العراق الكويت، وعدم استقرار سعر الصرف.

الفترة الثانية- من ٢٠٠٤ إلى ٢٠٢٣:

يتراوح تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال هذه الفترة ما بين ١.٢٥ مليار \$ في ٢٠٠٤ و ١١.٥٨ في ٢٠٠٧، وذلك باستثناء عام ٢٠١١ الذي انخفض به معدل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر ليصل إلى -٠.٤٨ مليار \$ لظروف الاضطرابات الأمنية والسياسية المصاحبة لثورة يناير ٢٠١١. فيلاحظ تحسن وارتفاع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر نسبياً خلال هذه الفترة، ويمكن تفسير ذلك بتحسّن مناخ الاستثمار بصفة عامة، واتّباع مصر لسياسة التعويم المدار لسعر الصرف، والاتّجاه إلى اقتصاد السوق وإطلاق مبادرة القطاع الخاص، وتوفير ضمانات وحوافز للاستثمارات الأجنبية المباشرة، ويلاحظ أنّ استقرار سعر صرف الجنيه المصري نسبياً منذ ٢٠٠٥ حتى ٢٠١٦، فلم يزد الجنيه الدولار عن ٨.٨٦ جنيه، كان ذلك أحد العوامل الجاذبة للاستثمار.

بدءاً من ٢٠١٧ ارتفع قيمة الدولار لتصل إلى ١٨.٠٥ وحتى ٢٠٢٢ لم يزد الدولار عن ١٨.٧٥ جنيه، ويلاحظ استطاع البنك المركزي المصري الحفاظ على

سعر الجنيه، بل وكان يرتفع باستمرار، فقد ارتفع سعر صرف الجنيه في ٢٠١٨ ليسجل ١٧.٨٤\$/ج، ثم ارتفع في ٢٠١٩ ليسجل ١٦.٦٦\$/ج، وواصل ارتفاعه في ٢٠٢٠ ليسجل ١٦.٠٩\$/ج، وعلى عكس نظريات صندوق النقد الدولي، فقد صاحب ارتفاع سعر صرف الجنيه ارتفاع تدفق الاستثمار الأجنبي؛ إذ سجل في ٢٠١٧ حوالي ٧.٤١ مليار دولار، وسجل في ٢٠١٨ حوالي ٨.١٤ مليار دولار، ثم سجل في ٢٠١٩ حوالي ٩.٠١ دولار، رغم ارتفاع سعر الصرف، ولكن نظرًا لقوة الاقتصاد المصري وتهيئة مناخ الاستثمار؛ فقد زاد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر، وانخفض في ٢٠٢٠؛ بسبب جائحة كورونا إلى ٥.٨٥ مليار دولار. ولكن انخفض قيمة الجنيه بشكل مبالغ فيه في ٢٠٢٢ ليسجل ١٨.٧٥\$/ج، وفي عام ٢٠٢٣ وصل سعر الدولار إلى ٣٠.٨٤، واستمر الارتفاع في ٢٠٢٤ ليسجل ثمن الدولار إلى ٤٧.٩٧ جنيه، لم يؤد إلى ارتفاع معدل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل كبير، فقد انخفض قيمة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر من ١١.٤٠ مليار في ٢٠٢٢ ليصل إلى ٩.٨٤ مليار في ٢٠٢٣، وهذا الانخفاض ليس أدنى مستوى وصل إليه الاستثمار خلال الفترة الثانية، فتأثير استقرار سعر الصرف نسبيًا على الاستثمار محايد، وليس سلبيًا في مصر، ولكن عدم استقرار سعر الصرف رغم تخفيضه له أثر سلبي في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر. ويلاحظ عدم صحة النظريات والنصائح التي قدمها صندوق النقد الدولي لمصر فلم يؤثر تخفيض قيمة الجنيه المصري في زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بل على العكس يؤدي عدم ثبات سعر الصرف وانخفاضه باستمرار إلى ضعف تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر.

الفرع الثاني

أثر تخفيض سعر الصرف في تدفق الاستثمارات الأجنبية الحافظة

الاستثمارات الأجنبية الحافظة foreign portfolio investment أو استثمار الأجنبي غير المباشر Indirect Foreign Investment أو الاستثمار في الأوراق المالية، وهو استثمار قصير، ولكن يساعد في توفير الأموال اللازمة

لتنفيذ خطط التنمية الاقتصادية^(٣٩٧)، وزيادة رأسمال الشركات، وهو لا يتضمن الملكية أو الإدارة أو الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثماري، فهو رأس مال تمويلي؛ مثل: الأسهم **equity** وسندات الدين **debt securities**، وغيرها من الأوراق المالية؛ مثل: السندات الحكومية **government bonds**، والأوراق النقدية، وأدوات سوق المال **money market**^(٣٩٨)، وسندات الشركات **corporate bonds** وما إلى ذلك^(٣٩٩).

ويطلق عليها أيضًا استثمارات الحافطة للدلالة على الهدف منها، وهو الحصول على إيراد لمالكها، وتحقيق مكاسب قصيرة الأجل^(٤٠٠)، دون أن تتيح له السيطرة على المشروع الذي أصدرها^(٤٠١)، والكائن في دولة أخرى^(٤٠٢)، مثال: شراء المستثمرين أسهم غير مسيطرة على إدارة وقرارات الشركة بالخارج، أو شراء أوراق مالية لحكومات أجنبية، أو شراء سندات مديونية لشركات أجنبية^(٤٠٣)، ويسمى الاستثمار بالأموال الساخنة **hot money**؛ لأنه يمكن أن ينحسب من السوق

^(٣٩٧) آية علي خميس التميمي: تأثير تقلبات أسعار الصرف في مؤشرات التداول للمستثمر الأجنبي- دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٨-٢٠١٩)، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، ٢٠٢١، ص ٤٩.

⁽³⁹⁸⁾ Chukwu Agwu Ejem& Onyemachi Maxwell Ogbulu: Impact of Exchange Rate Movements on Foreign Portfolio Investment in Nigeria, Op.Cit, P94.

⁽³⁹⁹⁾ Tom Jacob & Others: Relationship between Foreign Portfolio Investment and Exchange Rate: The Case of India Using VECM Testing Approach, Op.Cit, P2.

⁽⁴⁰⁰⁾ Yahui Yang & Zhe Peng: Openness and Real Exchange Rate Volatility: Evidence from China, Op.Cit, P152.

⁽⁴⁰¹⁾ Tom Jacob & Others: Relationship between Foreign Portfolio Investment and Exchange Rate: The Case of India Using VECM Testing Approach, Op.Cit, P2.

⁽⁴⁰²⁾ Chukwu Agwu Ejem& Onyemachi Maxwell Ogbulu: Impact of Exchange Rate Movements on Foreign Portfolio Investment in Nigeria, Op.Cit, P94.

^(٤٠٣) منصور علي منصور شطا: تقييم أثر تحرير سعر الصرف في مصر- دراسة تحليلية لبعض مؤشرات الاقتصاد المدة من (٢٠١٠-٢٠٢٠)- مرجع سابق، ص ٢١٠٢.

بسرعة، ويغادر البلاد في أوقات الأزمات^(٤٠٤)، ويعتمد زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية الحافظة على كفاءة سوق المال، وتؤثر الأموال الساخنة في سعر صرف العملة الوطنية، فكلما زاد الطلب على الاستثمارات الحافظة؛ زاد الطلب على العملة الوطنية فيرتفع سعرها^(٤٠٥)، وتخشى الاستثمارات الحافظة من تخفيض سعر صرف العملة الوطنية؛ إذ كلما انخفض قيمة العملة؛ يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة^(٤٠٦).

فيمكن أن يؤدي توقع المستثمرين بانخفاض سعر صرف العملة إلى سحب أموالهم فأرى حتى لا يتعرض سعر صرف العملة الوطنية إلى فقاعة، وتجنب تقلبات سعر الصرف الحادة لا بد أن تراقب الدولة المعنية تحركات الأموال الساخنة بدقة، لا سيما إذا كانت بمعدلات كبيرة.

وفي رأيي من الناحية النظرية يؤدي انخفاض سعر صرف العملة الوطنية إلى انخفاض نسبي في أسعار الأسهم والسندات، إذا ما تم ترجمتها بالعملات الأجنبية؛ مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها نسبياً، وسرعة تداولها، وإذا أدى تخفيض قيمة العملة الوطنية إلى زيادة الصادرات من المنتجات التي تنتجها الشركة المعنية، فسوف يزيد أرباح الشركة، بزيادة الطلب على منتجاتها؛ ومن ثم زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في أسهم هذه الشركة؛ فيزيد الاستثمار الحافظة، سواء المحلية أو الأجنبية في شراء أسهم هذه الشركة، فترتفع أسعار الأسهم بالبورصة.

ولكن يؤدي عدم استقرار سعر الصرف إلى انخفاض تدفق الاستثمارات الحافظة؛ لأنها تتعرض لمخاطر سعر الصرف التي قد تخفض من قيمة رأس مال الشركات والأرباح المستقبلية؛ لذلك تعد أخطار سعر الصرف تكلفة إضافية تؤدي إلى إعاقة

(404) Tamim Bayoumi & Others: Foreign Direct Investment and the Exchange Rate, Op. Cit, P53.

(405) Talent Kondo & Others: Foreign portfolio investment, returns, exchange rate and inflation for Zimbabwe: A Granger Causality and EGARCH approach, Op.Cit, P203.

(٤٠٦) هند محمد عبد الحميد الدناصوري: آثار تخفيض قيمة العملة على الاستثمارات الأجنبية في مصر، مرجع سابق، ص ٣٨٩ : ٣٩٢.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

الاستثمارات الأجنبية الحافطة في تسعير الأصول^(٤٠٧)؛ لذلك ينصح الباحث بتنوع محافظ الاستثمار حتى يضعف أثر خطر ترجمة سعر الصرف.

فما أثر تخفيض قيمة الجنيه المصري في تدفق الاستثمارات الأجنبية الحافطة؟

جدول (٥) العلاقة بين سعر الصرف وتدفق الاستثمارات الحافطة

السنة	سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار	صافي استثمارات الحافطة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي).
١٩٨٩	٠.٨٩	-
١٩٩٠	١.٥٥ جنيه	- ١٥ مليون
١٩٩١	٣.١٤	- ٢١ مليون
١٩٩٢	٣.٣٢	- ٦ مليون
١٩٩٣	٣.٣٥	- ٤ مليون
١٩٩٤	٣.٣٩	- ٣ مليون
١٩٩٥	٣.٣٩	- ٢٠ مليون
١٩٩٦	٣.٣٩	- ٥٤٥ مليون
١٩٩٧	٣.٣٩	- ٨١٥ مليون و ٥٠٠ ألف
١٩٩٨	٣.٣٩	٦٠٠ مليون
١٩٩٩	٣.٤٠	- ٥٩٥ مليون و ٣٠٠ ألف
٢٠٠٠	٣.٤٧	- ٢٦٦ مليون
٢٠٠١	٣.٨٥	- ١.٤٦ مليار
٢٠٠٢	٤.٥	٦٧٧ مليون و ٥٠٠ ألف
٢٠٠٣	٦.١٣	٤٢ مليون و ٩٠٠ ألف
٢٠٠٤	٦.١٩	٢٣٨ مليون و ٩٠٠ ألف
٢٠٠٥	٥.٧٧	- ٣.٤٧ مليار
٢٠٠٦	٥.٧٦	٧٠٠ مليون و ٤٠٠ ألف

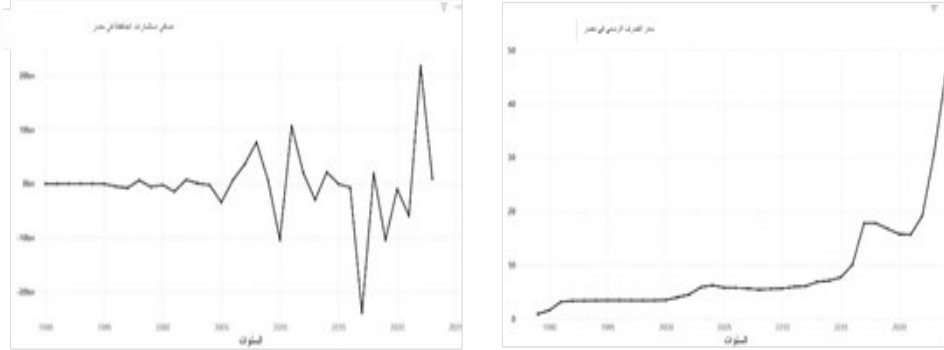
^(٤٠٧) آية علي خميس التميمي: تأثير تقلبات أسعار الصرف في مؤشرات التداول للمستثمر الأجنبي- دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٨-٢٠١٩)، مرجع سابق، ص ٥٣، ٥٤.

السنة	سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار	صافي استثمارات الحافطة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي).
٢٠٠٧	٥.٦٩	٣.٥٧ مليار
٢٠٠٨	٥.٣٣	٧.٦٥ مليار
٢٠٠٩	٥.٥٩	٥٢٧ مليون و ١٠٠ ألف
٢٠١٠	٥.٦٩	-١٠.٤٤ مليار
٢٠١١	٥.٩٧	١٠.٦٥ مليار
٢٠١٢	٦.٥	١.٩٥ مليار
٢٠١٣	٧.٢	-٣.٠١ مليار
٢٠١٤	٧.١٥	٢.١١ مليار
٢٠١٥	٧.٦١	-٧١ مليون و ٣٠٠ ألف
٢٠١٦	٨.٨٦	-٧٣٦ مليون و ١٠٠ ألف
٢٠١٧	١٨.٠٥	-٢٣.٨٩ مليار
٢٠١٨	١٧.٨٤	١.٩١ مليار
٢٠١٩	١٦.٦٦	-١٠.٤٥ مليار
٢٠٢٠	١٦.٠٩	-١.٠٢ مليار
٢٠٢١	١٥.٦٣	-٥.٩٧ مليار
٢٠٢٢	١٨.٧٥	٢١.٧٢ مليار
٢٠٢٣	٣٠.٨٤	٩٠٨ مليون و ٣٠٠ ألف
٢٠٢٤	٤٧.٩٧	-

المصدر: موقع البنك الدولي للإنشاء والتعمير الإلكتروني

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح



شكل رقم (٥) من إعداد الباحث

يلاحظ أنَّ صافي الاستثمارات الأجنبية الحافطة^(٤٠٨) منذ ١٩٨٩ إلى ٢٠٢٣ تسجل معدلها بالسالب باستثناء الأعوام ٢٠٠٢ و ٢٠٠٣ و ٢٠٠٦ و ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ و ٢٠١١ و ٢٠١٢ و ٢٠١٤ و ٢٠١٨ و ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣، وبلغ أكبر نسبة موجبة ٢١.٧٢ مليار في ٢٠٢٢، وأقل نسبة موجبة ٤٢ مليون و ٩٠٠ ألف في ٢٠٠٣، وعلى الرغم من تمتع سعر الصرف في السنوات السابقة على ٢٠٢٢ بثبات نسبي، فإنَّ ذلك لا ينعكس بالإيجاب على تدفق الاستثمارات الأجنبية الحافطة، ويرجع ذلك في رأيي إلى أن أثر سعر الصرف في الاستثمارات الأجنبية الحافطة أثر محايد وفقًا للأرقام والإحصائيات، ولكن يؤدي تخفيض سعر الصرف إلى تحفيز الاستثمارات الحافطة، الذي يؤكد ذلك أن تدفق الاستثمارات الأجنبية الحافطة ظل المعدل بالموجب في ٢٠٢٣ رغم انخفاض قيمة الجنيه بشكل مبالغ فيه، فقد بلغ قيمة الدولار الواحد ٣٠.٨٤ جنيه، وسجلت هذه السنة تدفقات للاستثمارات الحافطة بلغت ٩٠٨ مليون و ٣٠٠ ألف.

ولكن في رأيي قد يكون عدم تحرير الجنيه المصري بشكل صحيح، وإعطاء البنك المركزي المصري قيمة للجنيه أعلى من قيمته الحقيقية في ظل نظام التعويم المدار،

^(٤٠٨) صافي استثمارات الحافطة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي) - Egypt,

Arab Rep. | Data (albankaldawli.org)

On29/9/2024, At03:07 P.M.

أدى إلى عدم ثقة الاستثمارات الأجنبية الحافظة في القوة الشرائية للجنيه وقيمته، هذا بالإضافة إلى ضعف أداء الاقتصاد المصري، وتباطؤ معدلات نموه، وعدم كفاءة أسواق المال المصرية في جذب المدخرات، كل ذلك أدى إلى ضعف تدفق الاستثمارات الأجنبية الحافظة، والذي يؤكد صحة كلامي أنه عندما تولى البنك المركزي عن تثبيت سعر الصرف بشكل تحكيمي، وأعلنت تحريراً جزئياً لسعر الصرف في ٢٠١٦ انعكس ذلك على معدلات الاستثمارات الأجنبية الحافظة، وتحولت بالموجب في ٢٠١٨ حيث ارتفع سعر الصرف من ٨.٨٦ في ٢٠١٦ إلى ١٨.٠٥ في ٢٠١٧.

وفي رأيي لا بد من العمل على تنشيط البورصة بتسويق فرص الاستثمار لجذب المدخرات الأجنبية؛ ومن ثم زيادة قيمة العملة الوطنية.

خاتمة الدراسة

بعد أن وصلنا إلى نهاية هذا العمل، فإننا نجد إلزامًا علينا الإشارة إلى أهم النتائج التي توصل إليها الباحث، ثم نتبعها ببعض التوصيات، التي نرجو أن تصادف قبولًا.

أهم النتائج:

١. يُعَدُّ سعر الصرف مرآةً تعكس مكانة الدولة الاقتصادية والسياسية؛ لما له من تأثير في كل قطاع من قطاعات الاقتصاد القومي والدولي تقريبًا، ويعتمد الوضع التنافسي لبلد ما في سوق التجارة العالمية في المقام الأول على سعر صرف عملتها، فاستقرار سعر الصرف يؤدي إلى استقرار الأسعار المحلية بالدولة المعنية.
٢. لا يعني تحرير سعر صرف العملة، تخفيض سعر الصرف، ولكن قد ينتج عن تحرير سعر الصرف رفع قيمته.
٣. يقتصر دور السلطات النقدية في التعويم الموجه أو المدار على التدخل في التأثير في سرعة التغيير، وليست الحد من التغيير، فمثالًا: لا يسمح بتحريك سعر الجنيه أمام الدولار إلا بمعدل معين، وفي حدود معينة، فالبنك المركزي يتدخل بصفة دورية كصانع لسعر الصرف في سوق الصرف.
٤. تواجه السلطات النقدية في التعويم المدار صعوبتين، هما: صعوبة في تحديد الوقت الذي يتعين عليها التدخل فيه، وصعوبة اختيار الإدارة المناسبة للتأثير في قوى العرض والطلب.
٥. لم تنجح مصر في استخدام سياسة التعويم المدار في الحفاظ على سعر الصرف عند حدود معينة؛ وذلك نتيجة وجود ضغوط تضخمية، وارتفاع سعر الفائدة بشكل مبالغ فيه، واستنزاف الاحتياطي من النقد الأجنبي، وضرورة أن يكون سقف الإدارة مرضيًا لصندوق النقد الدولي؛ فقد أدى كل ذلك إلى عدم استقرار سعر الجنيه، وتخفيضه باستمرار لاسيما آخر عامين.
٦. تدهور قيمة العملة المحلية إما: أن يكون متعمدًا من السلطات النقدية نتيجة إعلانها تحرير سعر الصرف وتخفيضه، وذلك في حالة اتباع الدولة لنظام تعويم

- سعر الصرف المدار، ويتم تخفيض قيمة العملة بشكل تدريجي، أو أن يكون تدهور قيمة العملة غير متعمد؛ نتيجة اتباع الدولة لنظام حرية سعر الصرف (التعويم الكامل أو الحر)، وتدهور قيمة العملة الوطنية بشكل مفاجئ.
٧. تتعدد أسباب تخفيض سعر صرف العملة الوطنية، ونذكر منها: زيادة القدرة التنافسية للصادرات، ومعالجة عجز ميزان المدفوعات، واستعادة رؤوس الأموال الوطنية الهاربة، وتنفيذاً لمتطلبات صندوق النقد الدولي للحصول على قرض، والسيطرة على استنزاف الاحتياطي من النقد الأجنبي، والقضاء على السوق السوداء، تقليص حجم الدين العام المحلي والخارجي، واستعادة الاستقرار الاقتصادي، وتهيئة بيئة جاذبة للاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمارات الأجنبية الحافظة.
٨. من الناحية النظرية يؤدي تخفيض سعر صرف العملة الوطنية إلى زيادة الأداء التصديري، وانخفاض الواردات، وزيادة الناتج المحلي في الصناعات التصديرية، والصناعات البديلة للواردات؛ مما يؤدي إلى تحسين وضع ميزان المدفوعات، ويزيد الناتج المحلي، ويقل معدل البطالة، ولكن هذا الفرض نظري لا ينطبق على الدول النامية، ولا تأتي سياسة تخفيض سعر الصرف بثمارها المرجو عدم توافر شروط نجاح هذه السياسة.
٩. يتوقف نجاح سياسة تخفيض سعر الصرف على مدى توافر مجموعة من الشروط، هي: مرونة الطلب الخارجي على الصادرات، ومرونة الطلب الداخلي على المنتجات المستوردة (الواردات)، ومرونة الجهاز الإنتاجي، وتنوع الإنتاج وتحسين جودته والالتزام بمعايير الأمن والسلامة والجودة، والاستقرار النسبي في الأسعار، والعمل على تخفيض معدل التضخم.
١٠. أن سياسة تخفيض سعر الصرف وحدها لا تعالج الاختلال في ميزان المدفوعات؛ وذلك لأن الاختلال ناجم عن اختلال هيكلي في هيكل الإنتاج، فلم تؤد سياسة تخفيض سعر صرف الجنيه المصري النتائج المرجوة في علاج عجز ميزان المدفوعات، ورفع الأداء التصديري، ويرجع ذلك إلى أن نوعية

الصادرات المصرية، فهي سلع أولية، واعتماد السلع المخصصة للتصدير على مستلزمات مستوردة، بالإضافة إلى عدم مرونة الطلب على الصادرات المصرية، ويعاني الاقتصاد المصري من ارتفاع معدلات التضخم، وعجز الميزانية العامة؛ بسبب عدم ترشيد الإنفاق الحكومي والدعم.

١١. يمكن تقسيم محددات سعر الصرف إلى محددات داخلية: تتمثل في معدل التضخم، وسعر الفائدة، وأخطار الاستثمار، ومحددات خارجية: تتمثل في حالة ميزان المدفوعات والأداء التصديري، وحركة رؤوس الأموال والضغوط الخارجية. ١٢. يؤثر التضخم في قرارات المستثمرين الأجانب الذين يخشون على أموالهم من الخسارة من جهتين، هما: الأثر على أرباح المستثمر المتوقعة؛ نتيجة عدم رواج منتجاته؛ بسبب ضيق السوق، وأثر خطر الترجمة في أصول وخصوم المستثمر؛ نتيجة عدم تمتع الدولة المعنية بالاستقرار الاقتصادي.

١٣. يوجد تأثير تبادلي بين معدل التضخم وسعر صرف العملة الوطنية، فكل منهم يؤثر ويتأثر بالآخر؛ إذ يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية، ويرتفع قيمة العملات الأجنبية لا سيما عملات الدول المشتركة مع هذه الدولة في التجارة، ويتدهور وضع ميزان المدفوعات، كذلك يؤدي تخفيض سعر صرف العملة الوطنية إلى مزيد من التضخم، وارتفاع الأسعار بالنسبة للسلع المحلية والمستوردة مقومة بالعملة الوطنية، لا سيما إذا اعتمدت الدولة المعنية على استيراد سلع وخدمات ضرورية، لا يمكن الاستغناء عنها، أو مستلزمات إنتاج، وانخفاض الدخل الحقيقية للطبقات الفقيرة والمتوسطة، وهروب رؤوس الأموال للخارج؛ بسبب انخفاض القيمة الحقيقية للنقود والودائع البنكية.

١٤. تعد أداة سعر الفائدة مسكنًا مؤقتًا، وليس حلاً جذريًا لمشكلة انخفاض القوة الشرائية للعملة الوطنية، ويلاحظ أنه على الرغم من ارتفاع سعر الفائدة المحددة من قبل البنك المركزي المصري، ولكنها لا تنجح في امتصاص السيولة، وذلك يرجع إلى ارتفاع معدل التضخم بشكل أكبر من معدل سعر الفائدة، والتقويم الخاطئ لسعر الصرف بأعلى من قيمته الحقيقية؛ ومن ثم يكون لاستخدام أداة

- سعر الفائدة آثار محدودة في تحسين القوة الشرائية للعملة الوطنية، وأثار سلبية في الاستثمار الوطني والأجنبي المباشر.
١٥. يؤثر خطر ترجمة سعر الصرف في أصول المستثمر والأرباح المحققة، والتزامات المستثمر الأخرى تجاه المتعاملين معه، والتي قد تؤدي إلى إرهاب المستثمر إذا نفذ الالتزام وفقاً لبنود العقد.
١٦. تتعدد العوامل التي ترتبط بالبيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية بالدولة المعنية، وتؤثر في الاستثمار الأجنبي، وتشكل أخطار على أرباحه واستثماراته، وتتمثل في: المخاطر السوقية؛ مثل: الشائعات، والمضاربة، وتوقعات المستثمرين، والمخاطر المالية؛ مثل: حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي، ومعدل نمو الاقتصاد القومي، والمخاطر غير المالية؛ مثل: الاستقرار السياسي، والاستقرار الأمني، والبعد البيئي، والمخاطر التشغيلية؛ مثل: خطر الترجمة.
١٧. أسهم في زيادة عجز ميزان المدفوعات المصري عدة عوامل، هي: انخفاض الطلب على خدمات السياحة، وانخفاض أسعار البترول، هذا بالإضافة إلى انخفاض حصيلة الصادرات المصرية السلعية، وانخفاض إيرادات قناة السويس، وانخفاض مرونة الطلب على الصادرات والواردات، فلا تأتي سياسة تخفيض سعر الصرف بالنتائج المرجوة.
١٨. قد استطاعت بعض الدول تجاوز أزمة تخفيض سعر الصرف بعد فترة قصيرة من قرار تخفيض سعر الصرف، وقد فشلت دول أخرى في تجاوز الأزمة، فقد استطاعت الصين وسنغافورة الاستفادة من قرار تخفيض سعر صرف العملة الوطنية، فقد ارتفع معدل الصادرات كنتيجة لانخفاض أسعار منتجاتها، والخروج من الركود الذي أصاب آسيا.
١٩. بدأت الصين سياسة الإصلاح الاقتصادي بشكل تدريجي منذ عام ١٩٧٨، وأصدرت عدة قوانين لجذب الاستثمارات الأجنبية؛ لتعزيز المعاملة الضريبية التفضيلية، والمعاملة الوطنية، والحماية ضد التأمين، وتبنت سياسة الانفتاح الاقتصادي تدريجياً، فقد أنشأت أربع مناطق تجارة حرة في ١٩٨٠، وتم افتتاح

١٤ منطقة حرة في ١٩٨٤، ومناطق التنمية الاقتصادية والتكنولوجية لتستوطن صناعات التكنولوجيا المتقدمة، وعقدت الصين الكثير من الشراكات الاقتصادية الإقليمية، ثم انضمت الصين إلى عضوية منظمة التجارة العالمية في ٢٠٠١ بعد أن أصبح اقتصادها في وضع تنافسي أفضل؛ مما هيا مناخ الاستثمار، وزاد تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها، ووجهت الصين هذه الاستثمارات إلى الصناعات المستهدفة؛ لتحقيق خطط التنمية الاقتصادية والصناعية بها، فقد أعدت دليل توجيهات الاستثمارات وأحكامها، وتضاءل دور الحكومة الصينية في الاقتصاد تدريجياً، وأطلقت العنان للقطاع الخاص في ٢٠١٢، وتعددت قيادة الأعمال التي تعد القوى الدافعة للاقتصاد الصيني.

٢٠. استخدمت الحكومة الصينية أداة سعر الصرف لتحقيق استراتيجية التنمية الاقتصادية المستدامة، فقد انتهجت الحكومة الصينية سياسة تخفيض سعر صرف اليوان yuan لتعزيز الصادرات، بدءاً من مارس ١٩٨٨، وفي ١٩٩٤ تبنت سعر الصرف العائم الموحد، ساعد استقرار سعر الصرف على استقرار الأسعار المحلية، وانخفاض معدل التضخم بشكل مطرد، وانتهجت الصين سياسة تثبيت سعر الصرف، وتقويمه بأقل من قيمته الحقيقية؛ بهدف رفع الأداء التصديري، وجذب الاستثمارات الأجنبية، وفي ٢٠٠٥ تحولت الصين إلى التعويم المدار، وحررت الصين سعر الفائدة وفقاً لآليات السوق، وللحفاظ على سعر فائدة حقيقي تتدخل الحكومة لشراء السيولة الزائدة، وتتدخل الصين كلما لزم الأمر لبيع أو شراء اليوان؛ للحفاظ عليه عند المستويات التي تحقق أهداف الصين الاقتصادية، ودخلت الصين في عدة اتفاقيات تجارية مع شركاء تجاريين للتعامل بعملات هذه الدول بدلاً من الدولار.

٢١. لقد نجحت التجربة الصينية في تخفيض سعر الصرف في جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها، رغم الضغوط الدولية على الصين لرفع سعر صرف عملتها، فقد ادعت الحكومة الأمريكية أن الصين متلاعبة بالعملة، إلا أن الواقع العملي يؤكد أن الصين تستغل سيادتها الاقتصادية على عملتها؛

لتحقيق مصالح الصين، فالصين نجحت باستخدام أداة تخفيض سعر صرف العملة لرفع الأداء التصديري إلى جانب عوامل أخرى، أهمها: تهيئة مناخ الاستثمار لجذب مزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر إليها، وتخفيض تكاليف الإنتاج مستغلة الأيدي العاملة الرخيصة والمؤهلة، والبنية التحتية التصنيعية المتطورة، وتهيئة مناخ الاستثمار بإنشاء مناطق اقتصادية حرة، فزاد شعور المستثمر الأجنبي بالثقة في اليوان وثباته النسبي أمام الدولار لفترات طويلة، وانخفاض تكاليف الإنتاج، وزيادة العائد المتوقع، فلم تتجح سياسة تخفيض سعر الصرف وحدها في تحسين وضع ميزان المدفوعات، وجذب الاستثمارات الأجنبية، وإلا كانت نجحت مع الدول النامية منها مصر، فالصين استفادة من تجربة اليابان في اتفاق بلازا ١٩٨٥، ولم تستسلم للضغوط الخارجية، ولكن لم تتجح الصين في جذب الاستثمارات الأجنبية الحافظة إليها.

٢٢. نجحت سنغافورة في تتطور أسواق المال والنظام المصرفي لجذب الاستثمارات الحافظة إليها.

٢٣. اهتمت سنغافورة باجتذاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة ذات التكنولوجيا العالية، والقيمة المضافة الكبيرة، واستقطاب العمالة الأجنبية الماهرة؛ بهدف رفع مستوى القوى العاملة المحلية، واهتمت بالابتكار؛ مما عزز مكانتها، كمركز تجاري عالمي.

٢٤. إنه ليس دائماً استخدام سياسة تخفيض سعر الصرف تؤدي إلى انطلاق الصادرات، وتدفع رأس المال الأجنبي، فقد استطاعت سنغافورة السيطرة على معدلات التضخم، والحد من انتقال التضخم المستورد، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، باستخدام أداتين، هما: رفع سعر الصرف، وانخفاض قيمة وحد العمل، وكذلك اهتمت سنغافورة بالتكنولوجيا والابتكار والصناعات التصديرية ذات القيمة المضافة العالية، وتنمية رأس المال البشري، واستقطاب العمال الماهرة؛ مما شجع على زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمارات الحافظة إليها.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

٢٥. أدى انخفاض قيمة وحدة العمل بسنغافورة، وانخفاض الطلب المشتق، والاعتماد على بدائل محلية، والسيطرة على معدلات التضخم، وتخفيض المصدرين لهوامش الربح إلى ثبات نسبي في قيمة المنتجات المصدرة رغم ارتفاع سعر الصرف، وزاد الطلب على الصادرات السنغافورية، لا سيما أن سنغافورة تعتمد على السلع المصنعة ذات التكنولوجيا المتطورة، فلم يتأثر الأداء التصديري بارتفاع سعر الصرف.

٢٦. يتعرض المستثمر الأجنبي عند تخفيض سعر صرف العملة الوطنية إلى خسارة في انخفاض قيمة الأموال المستثمرة عندما يستردها في المستقبل بعد قرار السلطات النقدية بالتخفيض، ويتضرر الدائن المستثمر من تخفيض قيمة العملة في الديون الآجلة بالعملة الأجنبية؛ نظرًا لانخفاض قيمة العملة الوطنية.

٢٧. يمكن أن تؤدي سحب الأموال الساخنة إلى فقاع سعر الصرف، وانحراف سعر الصرف عن قيمته الحقيقية.

٢٨. أخيرًا وليس بآخر؛ تؤكد دراسة حالة مصر والإحصائيات التي حللها الباحث عدم صحة نصائح صندوق النقد الدولي فيما يخص أثر تخفيض سعر صرف الجنيه المصري في زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة.

الاقتراحات أو التوصيات:

١. اقترح حتى تستفيد الدولة المعنية من الثمار المرجوة من تخفيض سعر صرف العملة الوطنية: لا بُدَّ قبل اتخاذ السلطات النقدية قرار تخفيض سعر صرف العملة الوطنية، العمل على تطوير القطاع الإنتاجي، وإدخال التكنولوجيا الحديثة، وزيادة الإنفاق على البحث العلمي والتطوير التكنولوجي، وأن تكون ميزانية البحث العلمي موجهة للأبحاث التي تفيد الصناعة الوطنية في شتى المجالات، وزيادة الإنتاج وتنوعه، والسيطرة على معدلات التضخم، وتهيئة مناخ الاستثمار، وتوجيه الاستثمار الأجنبي المباشر للمجالات الإنتاجية، وليست المجالات الاستهلاكية.

٢. إن تحقيق نمو سريع ومستدام للمعدل الصادرات يتطلب أكثر من مجرد تأثير سعري، فأقترح إعادة هيكلة الصادرات المصرية، وذلك بتنوع المنتجات، وتوطين صادرات التكنولوجيا المتقدمة، والآلات والمعدات والإلكترونيات، وتهيئة الإنتاج المحلي للتصدير، بمطابق لمواصفات الأمن والسلامة والجودة، سواء أكان منتجاً قائماً أو منتجاً جديداً، وتلبي الذوق العام واحتياجات الدول الأخرى، وعلى الدولة تهيئة البيئة التجارية والتنظيمية، وإعطاء مزيد من الاهتمام والمساعدات الفنية لريادة الأعمال، والشركات الصغيرة والمتوسطة العاملة في القطاع التصديري، لا سيما أنّ هذه الشركات حديثة تقتنر إلى الموارد المالية والبشرية، اللازمة لبقائها في الأسواق المحلية والعالمية، وإبرام عدة معاهدات مع الدول الأخرى؛ لتشجيع صادرات مصر إليهم، ودراسة حالة السوق الخارجي وأذواق المستهلكين بالخارج جيداً، وإقامة معارض للمنتجات المصرية في الأسواق الخارجية، ويجب التركيز على عقد اتفاقيات تجارية لفتح أسواق جديدة.

٣. على السلطات النقدية بالدولة المعنية أن تقيم قيمة عملتها الوطنية بالقيمة الفعلية؛ وذلك بهدف تحسين وضع ميزان المدفوعات، واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، والقضاء على السوق الموازي للصرف، ويتدخل البنك المركزي بصفة دورية بتعديل حدود التعويم المدار كلما لزم الأمر.

٤. أقترح أن تتخذ وزارة التجارة والصناعة الكثير من الإجراءات لتوفير العملات الأجنبية، والحفاظ على سعر الصرف في الحدود التي يحددها البنك المركزي، منها: فرض حظر على بعض الواردات بعد موافقة لجنة ميزان المدفوعات بمنظمة التجارة العالمية، واللجوء إلى قيود التصدير الاختيارية، وفرض شرط على المصدرين بتقديم العملات الأجنبية التي حصلوا عليها إلى البنك المركزي لتحويلها إلى عملة وطنية، كما يحق للدول النامية المطالبة بحقوقها في التنمية الاقتصادية، وتطبيق المادة ١٨ من اتفاقية الجات ١٩٤٧، التي تسمح للدول النامية لأغراض التنمية الاقتصادية بوضع قيود كمية على الواردات.

٥. يجب التكامل والتداخل بين أدوات السياسة النقدية والمالية؛ للحفاظ على عرض النقود وسعر الصرف عند مستويات ملائمة، وتتمثل أدوات السياسة النقدية في التدخل في السوق المفتوحة لتحديد نسبة الاحتياطي لدى البنوك وأسعار الفائدة، بالإضافة إلى امتصاص السيولة من خلال مبيعات أذون الخزانة، والسندات الحكومية... إلخ، والسياسة المالية المتمثلة في ترشيد الإنفاق الحكومي بترشيد الدعم، والحد من زيادة المرتبات للسيطرة على معدلات التضخم.

٦. اقترح ربط السلطات النقدية اتخاذ قرار تعويم وتخفيض سعر صرف العملة الوطنية بعدم تجاوز معدل التضخم مستوى معين، وتعمل على تخفيض عرض النقود، فيجب أن يربط البنك المركزي الإصدار النقدي الجديد بكمية الذهب الموجودة لديه، والاحتياطي النقدي الأجنبي، وحجم الإنتاج المحلي، فلا بد أن يقابل الإصدار النقدي الجديد غطاء سلعي، أو خدمي، أو عملات أجنبية، أو غطاء ذهبي؛ للسيطرة على معدل التضخم الذي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، وتدهور قيمة العملة الوطنية، ويمكن للبنك المركزي إصدار عملة نقدية تقابل كمية المنتجات المحلية المصدرة إلى الخارج؛ لأنَّ التصدير يجلب عملة أجنبية.

٧. يجب على السياسة المالية عدم الاتجاه إلى رفع الأجور والمرتبات؛ إذ يؤدي انخفاض الدخل إلى تقلص الطلب على المنتجات المستوردة، ويتحسن وضع ميزان المدفوعات، والعمل على زيادة الناتج المحلي للسيطرة على معدلات التضخم، وتحقيق استقرار نسبي في الأسعار، وذلك بإطلاق مبادرة القطاع الخاص، فيؤدي زيادة الإنتاج، وتخفيض الأجور إلى استقرار في سعر الصرف، وتحسين قيمته.

٨. إذا أراد البنك المركزي استخدام أداة ارتفاع سعر الفائدة لسحب السيولة وجذب المدخرات الأجنبية، وتحويل العملات الأجنبية لعملة وطنية لا بُدَّ من وضع خطة للتحكم في معدل التضخم وتخفيضه، وزيادة الغطاء السلعي والخدمي للنقود بحيث يكون معدل التضخم أقل من سعر الفائدة،

٩. يجب ألا يرفع البنك المركزي سعر الفائدة لا سيما إذا كان سعر صرف العملة الوطنية في فترة فقاعة سعر الصرف؛ إذ إنَّ رفع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية.

١٠. ضرورة العمل على تحرير سعر الفائدة، ويناسب مع أسعار الفائدة العالمية حتى تستطيع مصر جذب مزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية، التي تمثل حجر الأساس في زيادة الإنتاج، وعلاج المشاكل الاقتصادية كافة، فعلى البنك المركزي أن يستخدم أداة سعر الفائدة بحذر، وفي رأيي تعد هذه الأداة مسكنًا مؤقتًا، وليس حلًا جذريًا لمشكلة انخفاض القوة الشرائية للعملة الوطنية.

١١. لا بُدَّ أن يتبع قرار تخفيض سعر الصرف إصلاح اقتصادي ومبادرات تركز على زيادة التصنيع والإنتاج ونمو معدل الصادرات مما يحسن وضع ميزان المدفوعات، ويزيد معدل الناتج القومي، ويترتب على ذلك انخفاض معدل التضخم، وتتعاوى العملة الوطنية تدريجيًا.

١٢. على الدولة المعنية ألا تلجأ إلى حلول مؤقتة؛ مثل: القروض الخارجية لعلاج انخفاض سعر الصرف، وعجز ميزان المدفوعات، بل لا بُدَّ أن تهتم السياسة النقدية والاقتصادية بالدولة بالعمل على زيادة الإنتاج مع تحسين نوعيته، وتوجيه القروض لشراء التكنولوجيا المتقدمة، ورأس المال اللازم لزيادة الإنتاج.

١٣. يجب على البنك المركزي إصدار تعليماته إلى البنوك التجارية بتسريع عملية تحويل العملة الوطنية لعملات أجنبية من أجل إعطاء المستثمرين الأجانب انطباعًا بأنَّ القيام باستثمارات في الدولة المعنية أمر سهل وغير مقيد، ويمكن للمستثمر تحويل أمواله إلى الخارج بدون قيود.

١٤. أقترح لجذب الاستثمارات الأجنبية إلى مصر: الحفاظ على استقرار سعر الصرف، والاهتمام بتوجيه جزء من الإنفاق العام إلى الإنفاق على توفير بنية تحتية تصنيعية متطورة للغاية، والتي تمكن من إنتاج السلع الاستهلاكية المختلفة بسعر أرخص من الدول الأخرى، وتحرير سعر الفائدة، وتخفيض الأجور مع تدريب العمال، ورفع مستوى أدائهم، والاهتمام بتصنيع السلع كثيفة العمالة.

١٥. على الصين ومصر أن تعمل على تهيئة أسواق المال وتطويرها، والاهتمام بنشر أرقام دورية عن الشركات المسجلة بالبورصة الوطنية؛ لجذب الاستثمارات الحافطة، والاهتمام بتطوير النظام المصرفي بهما.

١٦. يمكن التخفيف من حدة خطر الترجمة بإبرام عقود آجلة في أسواق المال العالمية أو المحلية، كذلك أرى أن خطر الترجمة يعد من القوى القاهرة أو فعل الأمير، ويمكن للمستثمر مطالبة المتعاقد معه بتعديل الالتزام إما رضائياً أو قضائياً.

١٧. يجب على الدول النامية التركيز على إبرام معاهدات الاستثمار ثنائية أو إقليمية أو متعددة الأطراف؛ لاستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمارات الحافطة؛ للتخفيف من حدة آثار تخفيض سعر صرف العملة الوطنية، وآثارها على حقوق والتزامات المستثمر.

١٨. الاستفادة من التجربة الصينية بتفعيل دور الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة لإعداد دليل توجيه الاستثمارات الأجنبية المباشرة بما يلبي خطط التنمية الاقتصادية، وربط الحوافز الضريبية وغيرها بمدى مساهمة الاستثمار الأجنبي في تحقيق خطط التنمية الاقتصادية، وذلك بالتعاون مع الجهات والأجهزة المعنية؛ مثل: المحافظين، ووزارة المالية، وغيرهما، ويلزم تقسيم المشروعات الاستثمارية إلى فئات: فئة المشروعات الإنتاجية، وفئة المشروعات التصديرية، وفئة المشروعات الاستهلاكية الضرورية، وفئة المشروعات غير ضرورية، وتختلف الحوافز بأشكالها كافة حسب فئة المشروع، والعمل على نشر دليل الاستثمار على موقع الهيئة الإلكتروني، لعلم الجميع به، وبصورة واضحة للمستثمرين والموظفين المسؤولين عن متابعة الأعمال.

١٩. يجب على البنك المركزي المصري أن يراقب حركة الأموال السخنة بدقة، وعدم استخدام أداة رفع سعر الفائدة إذا كان سعر صرف الجنيه المصري مقوماً بأعلى من قيمته؛ لأن ذلك قد يؤدي إلى مزيد من انخفاض قيمة العملة الوطنية.

٢٠. أقترح لمعالجة عجز ميزان المدفوعات ورفع الأداء التصديري، لا بد من زيادة الإنتاج، وتحسين نوعيته، ورفع جودته، وتنوع المنتجات، وانخفاض نسبة المكونات الأجنبية من السلع الأولية والوسيطة، حتى تستطيع مصر خفض تكاليف الإنتاج، والمنافسة عالميًا.

٢١. لاستفادة الدول النامية من إمكانياتها الطبيعية والبشرية وتهيئة مناخ الاستثمار عليها الاستفادة من تجربة الدول التي خفضت سعر صرف عملتها، ولم يؤثر ذلك بالسلب في تدفق الاستثمارات الأجنبية إليها، لا سيما تجربة الصين، فقد اتجهت إلى الانفتاح التدريجي والتعويم التدريجي، واتباع نظام في التعويم المدار يمكنها من الحفاظ على سعر صرف اليوان، بما يخدم مصالح التنمية الاقتصادية بالصين، ولا تستجيب الصين للضغوط الخارجية التي قد تؤثر في أدائها الاقتصادي.

آفاق البحث (مقترحات الدراسات المستقبلية):

أخيرًا وليس بآخر نأمل أن تكون هذه الدراسة برقة أمل، وتلفت النظر إلى أهمية تحديد العوامل المحددة لسعر الصرف، وسياسة تخفيض سعر الصرف، وأثرها في سلوك المستثمر وحقوقه، ويحظى باهتمام الأدبيات الاقتصادية، وتكون بمثابة محاولة لفتح المجال لدراسات أخرى حول هذا موضوع الذي يبقى مجالًا خصبًا للدراسة والتعمق، وفي هذا الصدد يمكنني أن أقترح عدة متغيرات تحتاج إلى دراسة؛ مثل:

١. أثر تخفيض سعر الصرف في جذب المدخرات بالعملة الوطنية والأجنبية.
٢. التأثير التبادلي بين معدل الفائدة وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة.
٣. أثر تخفيض قيمة العملة في العمالة والتشغيل (معدل البطالة) والدخل القومي والنتائج القومي.

٤. آثار الاستقرار الاقتصادي على تدفق الاستثمار الأجنبي.

٥. أثر تخفيض سعر صرف العملة الوطنية في الدين العام الداخلي والخارجي.

قائمة المراجع

أولاً- المعاهدات الدولية والقوانين والتشريعات:

١. معاهدات دولية:

❖ اتفاقية الجات ١٩٤٧

❖ اتفاق بلازا Plaza Accord ١٩٨٥.

❖ اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي.

❖ اتفاقية تدابير الاستثمار المتصلة بالتجارة.

Agreement on Trade-Related Investment Measures.

٢. القانون المصري:

❖ القانون المدني المصري ١٣١ لسنة ١٩٤٨ منشور في الوقائع المصرية العدد ١٠٨ مكرر أ بتاريخ ١٩٤٨/٧/٢٩.

❖ قرار وزير الاقتصاد رقم ٢٢٢ لسنة ١٩٨٧ بشأن إنشاء سوق مصرفية حرة للنقد الأجنبي.

❖ قرار رئيس الوزراء رقم ١٤٣٥ لسنة ٢٠١٧: بتحديد سعر بيع البنزين والكيروسين والسولار، الجريدة الرسمية العدد ٢٥ مكرر، ٢٠١٧/٦/٢٨.

❖ قرار رئيس الوزراء رقم ١٤٠٣ لسنة ٢٠١٨: بتحديد سعر بيع الغاز الطبيعي المستخدم في المنازل والنشاط التجاري المعادل للاستخدام المنزلي، الجريدة الرسمية العدد ٢٩ مكرر، ٢٠١٨/٧/٢١.

❖ قرار رئيس الوزراء رقم ١١٣٠ لسنة ٢٠١٨: بتحديد سعر بيع المنتجات البترولية، الجريدة الرسمية العدد ٢٣ مكرر هـ، ٢٠١٨/٦/١٣.

❖ قرار رئيس الوزراء رقم ١١٣٣ لسنة ٢٠١٨: بتحديد سعر بيع المتر المكعب من الغاز الطبيعي المستخدم كوقود للسيارات، الجريدة الرسمية العدد ٢٣ مكرر هـ، ٢٠١٨/٦/١٣.

❖ قانون ١٩٤ لسنة ٢٠٢٠ بإصدار قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي منشور بالجريدة الرسمية العدد ٣٧ مكرر (و) في ١٥ سبتمبر ٢٠٢٠.

❖ القانون رقم ١٧٣ لسنة ٢٠٢٢، منشور في الجريدة الرسمية العدد ٥١ مكرر هـ بتاريخ ٢٠٢٢/١٢/٢٦.

❖ قرار مجلس الوزراء رقم ٢١ لسنة ٢٠٢٣ بأسس وضوابط نسب التعويضات على كافة أنواع العقود منشور بالجريدة الرسمية العدد رقم ٩ تابع الصادر بتاريخ ٢٠٢٣/٣/٢

٣. القوانين الأجنبية:

أ: قوانين جمهورية الصين الشعبية:

❖ قانون جمهورية الصين الشعبية للمشاريع المشتركة الصينية والأجنبية عام ١٩٧٩
Law of the People's Republic of China on Sino-Foreign Joint Ventures.

❖ قانون ضريبة الدخل لجمهورية الصين الشعبية بشأن المشاريع المشتركة الصينية الأجنبية عام ١٩٨٠
Income Tax Law of the People's Republic of China on Sino-Foreign Joint Ventures.

❖ قوانين الإصلاح المصرفي عام ١٩٩٨.

❖ دليل توجيهات الاستثمارات الأجنبية **Foreign Guiding Catalogues of Investments** عام ٢٠٠٢.

❖ قانون أحكام توجيه الاستثمارات الأجنبية **Provisions for Guiding the Directions of Foreign Investments** عام ٢٠٠٢.

ب: قوانين جمهورية سنغافورة:

❖ الإشعار رقم ٦٢١ الصادر سلطة النقد السنغافورية **The Monetary Authority of Singapore (MAS)** للبنوك بتاريخ ١ نوفمبر ١٩٨٣ بشأن سياسة عدم تدويل الدولار السنغافوري.

❖ الإشعار رقم ٧٥٧ في أغسطس ١٩٩٨ وتم تعديله في نوفمبر ١٩٩٩ والمعدل في ٢٠٢١ بشأن إقراض الدولار السنغافوري للمؤسسات المالية غير المقيمة.

ثانيا- المراجع العربية:

❖ إبراهيم محمد الفار: سعر الصرف بين النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٢.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

❖ السيد عطية عبد الواحد: التحليل الاقتصادي الكلي، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٢.

❖ // // // : العلاقات الاقتصادية الدولية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣.

❖ السيد مصطفى أحمد أبو الخير: عقود نقل التكنولوجيا، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٧.

❖ جون ماينارد كينز: النظرية العامة للتشغيل والفائدة والنقود، ترجمة إلهام عيداروس، مراجعة عبد الله شحاتة خطاب، هيئة أبو ظبي للثقافة والتراث، أبو ظبي، ٢٠١٠.

❖ جون هيدسون ومارك هرنذر: العلاقات الاقتصادية الدولية، ترجمة: طه عبد الله منصور ومحمد عبد الصبور محمد علي، مراجعة محمد إبراهيم منصور، تقديم سلطان محمد سلطان، دار المريخ للنشر، السعودية، ١٩٨٧.

❖ حسام عبد العال: العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المحمدية للطباعة، القاهرة، ٢٠١٧.

❖ رضا عبد السلام: محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في عصر العولمة- دراسة مقارنة لتجارب كل من شرق وجنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية مع التطبيق على مصر- دار الإسلام للطباعة والنشر، المنصور، ٢٠٠٢م.

❖ سالي سمير فهمي عبد المسيح: التحليل الاقتصادي والضريبة العقارية، مركز التعليم المدمج، جامعة عين شمس، القاهرة، ٢٠٢٤.

❖ // // // : العلاقات الاقتصادية في التجارة الدولية- مع الإشارة إلى آثار بعض الاتفاقات القطاعية لجولة أوروغواي على مصر- دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٢١.

❖ صفوت عبد السلام عوض الله: الإصلاح الاقتصادي وأثره على مناخ الاستثمار في مصر، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧.

❖ // // // : العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٩.

- ❖ // // // : سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات (التجربة المصرية في سعر صرف الجنيه المصري)، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٠.
- ❖ // // // : مبادئ علم الاقتصاد، الكتاب الثاني- التحليل الاقتصادي الجزئي- دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٥.
- ❖ // // // : محاضرات في الاقتصاد السياسي- النقود والبنوك- دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١.
- ❖ **صلاح حامد:** الوجيز في العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الثانية، دار نصر، القاهرة، بدون تاريخ.
- ❖ **عادل أحمد حشيش وسوزي عدلي ناشد:** أساسيات علم الاقتصاد- مدخل لدراسة أصول الاقتصاد السياسي، وفقاً للمبادئ السائدة للنظم الاقتصادية المقارنة- دار الجامعة الجديدة للنشر، إسكندرية، ٢٠٠١.
- ❖ **عبد الرحمن يسري أحمد:** الاقتصاد الدولي، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، بدون تاريخ.
- ❖ **عبد الله الصعيدي:** الاقتصاد السياسي، الجزء الثاني، العلاقات الاقتصادية الدولية، بدون دار نشر، القاهرة، ١٩٩٣.
- ❖ // // // : علم الاقتصاد، الجزء الثاني، التحليل الاقتصادي الجزئي، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون تاريخ.
- ❖ **عبد المطلب عبد الحميد:** اقتصاديات سعر الصرف وتخفيض وتعويم العملة وحرب العملات، الدار الجامعية، القاهرة، ٢٠١٦.
- ❖ **عبد الهادي على النجار:** مبادئ الاقتصاد، الجزء الثاني، بدون دار نشر، دقهلية، ٢٠٠١.
- ❖ **عزت عبد الحميد البرعي:** مبادئ العلاقات الاقتصادية الدولية، مقدمة في الاقتصاد الدولي، بدون دار نشر، ١٩٩٧.
- ❖ **محمد إبراهيم الشافعي:** الاقتصاد الدولي المعاصر، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٢٣.

آثار تحرير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية (تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والحافطة- حقوق المستثمرين والتزاماتهم)

د. سالي سمير فهمي عبد المسيح

❖ // // // : العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦.

❖ محمد عبد السلام عمر: الأسواق والأثمان وتحقيق التوازن الاقتصادي- دراسة في آلية تشغيل نظام الاقتصاد الحر- الطبعة الثالثة، بدون دار نشر، القاهرة، ٢٠١٢.

❖ نزيه عبد المقصود مبروك: الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٨.

ثالثاً- الدوريات العربية والمؤتمرات:

❖ أحمد محمد محمد يوسف: أثر سعر الصرف ومعدل الفائدة والتضخم على سلوك الودائع في سوق النقد المصري، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، مجلد ١١، العدد ٣، الإسماعيلية، ٢٠٢٠.

❖ الوليد أحمد طلحة: سياسات تحرير سعر الصرف في الدول العربية: بين النظرية والتطبيق، صندوق النقد العربي، العدد ٩٩، ٢٠٢٢م.

❖ إيمان بلباي ومحمد قرشي: المؤشرات الاقتصادية المصرية في ظل قرض صندوق النقد الدولي لسنة ٢٠١٦م، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، مجلد ٩، العدد ١، الجزائر، يونيو ٢٠٢٤.

❖ إيمان بلوفة وعلاء الدين قادري: أثر تخفيض قيمة العملة على ميزان المدفوعات الجزائري- دراسة قياسية للفترة ١٩٩٠: ٢٠٢٠ باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة غير الخطية NARDL- مجلة الاقتصاد والبيئة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، مجلد ٦، العدد ٢، الجزائر، أكتوبر ٢٠٢٣.

❖ إيمان علي محفوظ العجوزة: أثر تحرير سعر الصرف على معدل التضخم في الاقتصاد المصري، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد ٢، سنة ٣٩، بنها، ٢٠١٩.

- ❖ // // // : تأثير الصدمات النقدية على سعر الصرف في جمهورية مصر العربية، مجلة البحوث والدراسات العربية، المنظمة العربية للتربية والثقافة والعلوم، العدد ٧١، تونس، ديسمبر ٢٠١٩.
- ❖ **تيجاني بالرقى وأمين راشدي**: أثر تغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية على القوائم المالية وفق متطلبات المعيار المحاسبي الدولي ٢١ والنظام المالي، مجلة البشائر الاقتصادية، الجزائر، المجلد ٣، العدد ١، مارس ٢٠١٧.
- ❖ **جهد أحمد نور الدين عباس وحسام الدين أحمد محمد عبد المنعم**: أثر تغيرات أسعار الصرف على مستوى معيشة الأسرة المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، كلية التجارة، جامعة مدينة السادات، مجلد ٢، العدد ١، ٢٠١٨.
- ❖ **سالي سمير فهمي عبد المسيح**: محددات الادخار الخاص في مصر واستراتيجية زيادة معدلاته، روح القوانين، كلية الحقوق، جامعة طنطا، الجزء الثاني، العدد ١٠١، يناير ٢٠٢٣.
- ❖ **سبرينة مانع وكريم زرمان**: أثر انخفاض سعر صرف العملة على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة ٢٠ أوت ١٩٥٥ سكيكدة، مجلد ٩، العدد ١، الجزائر، ٢٠٢١.
- ❖ **سعيد خنوش**: تغير قيمة العملة وأثره على أداء الحقوق والالتزامات- دراسة فقهية تحليلية- مجلة الصراط، كلية العلوم الإسلامية، جامعة الجزائر، المجلد ٢٠، العدد ١، يوليو ٢٠١٨.
- ❖ **صبحي حسون الساعدي وإياد حماد عبد**: أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، المجلد ٤، العدد ٧، العراق، ٢٠١١.
- ❖ **طباش جمال وسعيدة شطباني**: محددات سعر صرف الدينار الجزائري ودوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مجلة الاستراتيجية والتنمية، كلية العلوم الاقتصادية

والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، العدد ١١، الجزائر، يوليو ٢٠١٦.

❖ **عبد الرحمان علي الجيلاني:** أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مجلة التنظيم والعمل، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة مصطفى إسماعيل، المجلد ٤، العدد ٦، الجزائر، سبتمبر ٢٠١٥.

❖ **عمرو محمد فريد سيد سليمان:** قرض صندوق النقد الدولي وأثره على الاقتصاد المصري، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنوفية، العدد ٥٠، المنوفية، أكتوبر ٢٠١٩.

❖ **محمد عبد الحميد أحمد الإمبابي:** العلاقة السببية الديناميكية بين سعر الصرف والاستثمارات في المحافظ الاستثمارية بواسطة نموذج (ARDL) ونموذج (GRANGER)، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، المجلد ١٥، العدد ٣، الإسماعيلية، يوليو ٢٠٢٤.

❖ **محمد مبارك مصطفى الإمام:** سعر الصرف وأثره على حجم الاستثمارات المباشرة في السودان، المال والاقتصاد، بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد ٨١، السودان، فبراير ٢٠١٧.

❖ **محمود سيد أحمد إبراهيم:** الظروف الطارئة والقوة القاهرة وتداعيات جائحة كورونا على الالتزامات المدنية والإجرائية في التشريع المصري، مجلة إدارة المخاطر والأزمات، المركز القومي للبحوث، مجلد ٣، العدد ١، غزة، مارس ٢٠٢١.

❖ **محمود م عمر عبد الله أبو ستين ورضا عبد السلام إبراهيم:** آثار ومخاطر الاستثمارات الأجنبية وسبل مواجهتها، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، ٢٠١٤، بحث منشور على موقع: <https://lawfac.mans.edu.eg/images/files/Magazine/2017/59/7.pdf>

pdf At02:13PM, On 10/12/2024.

❖ **مروة محمد عبد الغني:** أثر تحرير سعر الصرف على التوازن العقدي في ظل نظرية الظروف الطارئة- دراسة مقارنة- مجلة الحقوق للبحوث القانونية

والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، المجلد ١، العدد ٢، الإسكندرية، يناير ٢٠٢٤.

❖ **منال جابر مرسى محمد:** تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٧)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة جامعة عين شمس، المجلد ٤٧، العدد ٤، القاهرة، ٢٠١٧.

❖ **منصور علي منصور شطا:** تقييم أثر تحرير سعر الصرف في مصر- دراسة تحليلية لبعض مؤشرات الاقتصاد المدة من (٢٠١٠-٢٠٢٠)- مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، جامعة مدينة السادات، المجلد ١٠، العدد ٢، المنوفية، يونيو ٢٠٢٤.

❖ **هند محمد عبد الحميد الدناصوري:** آثار تخفيض قيمة العملة على الاستثمارات الأجنبية في مصر، المجلة الأكاديمية للأبحاث والنشر العلمي، الإصدار ٢٩، السالمية- الكويت، ٢٠٢١.

❖ **/// /// /// :** الاحتياطي النقدي الأجنبي كمحدد أساسي في اختيار نظم سعر الصرف في مصر في الفترة من ١٩٩٠-٢٠٢٠، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، مجلد ١٣، العدد ٢، جامعة قناة السويس، إبريل ٢٠٢٢.

❖ **/// /// /// :** نحو نظام صرف بديل للجنيه المصري: ربط الجنيه المصري بسلة من العملات كبديل للربط بعملة واحدة "الدولار الأمريكي" جمعية إدارة الأعمال العربية، العدد ١٧٧، الجيزة، يونيو ٢٠٢٢.

❖ **هند مرسى محمد علي:** سياسات تحرير سعر الصرف وأثرها على الفقر وتوزيع الدخل في مصر، مجلة السياسة والاقتصاد، جامعة بني سويف، العدد ٩، يناير ٢٠٢١.

❖ **وليد البلتاجي السيد:** تحرير سعر الصرف وأثره في أداء الديون والالتزامات المؤجلة، مجلة قطاع الشريعة والقانون، كلية الشريعة والقانون، جامعة الأزهر، العدد ١٣، القاهرة، ٢٠٢٢.

❖ **ياقوتة بودوشن:** أثر التخفيض التنافسي لقيم العملات (حرب العملات) على الاقتصاد العالمي مع الإشارة للآثار الناجمة عنها على اقتصاديات الدول العربية، مجلة دفاتر اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة عاشور زيان الجلفة، مجلد ٣، العدد ٥٥، الجزائر، سبتمبر ٢٠١٢.

❖ **يحيى محمد أبو طالب سليمان:** تعريف سعر الصرف وأنواعه والعوامل المؤثرة فيه، جمعية الضرائب المصرية، مجلد ٢٩، العدد ١١٦، القاهرة، نوفمبر ٢٠١٩.

رابعاً- رسائل الماجستير والدكتوراه:

❖ **الكوط مبارك:** تأثير أنظمة الصرف على الاستثمارات الأجنبية المباشرة- دراسة مقارنة بين الجزائر والمملكة العربية السعودية للفترة من ٢٠٠٠ الى ٢٠١٤- رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، الجزائر، ٢٠١٦.

❖ **آية علي خميس التميمي:** تأثير تقلبات أسعار الصرف في مؤشرات التداول للمستثمر الأجنبي- دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٨-٢٠١٩)، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، ٢٠٢١.

❖ **حسين محمود عطية:** حل منازعات الاستثمار بطريق التحكيم، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، القاهرة، ٢٠١١.

❖ **سالي سمير فهمي عبد المسيح:** اقتصاديات حماية حقوق الملكية الفكرية والمعاملة الضريبية لها- دراسة تطبيقية مقارنة- رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، ٢٠١٧.

❖ **صبحي أحمد عبد الهادي سعد:** تأثير الاستثمار الأجنبي على سعر الصرف، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، ٢٠١١.

❖ **منية خرباش:** أثر خطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية- دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة ٢٠١٠، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ٢٠١٢.

خامساً- المراجع والدوريات والرسائل الأجنبية:

A. English References:

- ❖ **Boris Ricken And George Malcotsis:** The Competitive Advantage of Regions and Nations-Technology Transfer Through Foreign Direct Investment- Gower Publishing Limited, Britain, 2011.

B. English periodicals, research and conferences:

- ❖ **Albert Molnar & Patrik Viktor:** China's Impact on the US Dollar Exchange Rate, The Eurasia Proceedings of Educational & Social Sciences (EPESS), Volume 32, ISRES Publishing, Türkiye, 2023.
- ❖ **Basant K. Kapur:** Capital Flows and Exchange Rate Volatility Singapore's Experience, National Bureau of Economic Research, Volume Title: Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences, University of Chicago Press, May 2007.
- ❖ **Chahir Zaki & Others:** How Do Trade Margins Respond to the Exchange Rate? The Case of Egypt, Working Paper no. 189, The Egyptian center for Economic Studies, November 2017.
- ❖ **Chukwu Agwu Ejem& Onyemachi Maxwell Ogbulu:** Impact of Exchange Rate Movements on Foreign Portfolio Investment in Nigeria, World Journal of Finance and Investment Research, IIARD– International Institute of Academic Research and Development, Vol 8., No. 3, India, 2024.
- ❖ **Fangli Yan& Sau Leung Yip:** Nonlinear adjustment of exchange rate and exchange rate policy: Lessons from Singapore, Wiley & Sons Ltd, USA, 2019.
- ❖ **Hoda Youssef & Chahir Zaki:** From Currency Depreciation to Trade Reform How to Take Egyptian Exports to New Levels? Policy Research Working Paper 8809, World Bank, April 2019.

- ❖ **Hwee Kwan CHOW:** Singapore's Exchange Rate Policy: Some Implementation Issues, Singapore Economic Review, Volume 52, Issue 3, Singapore, December 2006.
- ❖ **International Monetary Fund:** Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2017, 68th issue, Washington, DC, 2018.
- ❖ **Jeffrey Frankel:** The Plaza Accord, 30 Years Later, NBER Working Paper No. 21813, conference on Currency Policy Then and Now: 30th Anniversary of the Plaza Accord, Baker Institute for Public Policy, Rice University, Texas, USA, October 1, 2015.
- ❖ **Jia Xu & Others:** China's trade in services and role of the exchange rate: An asymmetric analysis, Economic Analysis and Policy, Issue 74, Elsevier, Amsterdam, 2022.
- ❖ **Kodjovi M. Eklou:** Exchange Rate Pass-Through to Inflation in Singapore, International Monetary Fund, Issues 39, 2024.
- ❖ **Lei Wang & Others:** Exchange rate volatility and green growth in China: does nonlinearity matter? Economic Change and Restructuring, Springer, Berlin, 2024.
- ❖ **Mahinda Siriwardana:** Exchange Rate Policy and Market Power: A General, Editor: Brian Dollery, UNE Working Papers in Economics No. 36, November 1996.
- ❖ **Michael Papaioannou:** Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms, IMF Working Paper, Monetary and Capital Markets, Washington, DC, November 2006.
- ❖ **Monetary Authority of Singapore:** Monetary policy operating procedures in Singapore, Available at: [Monetary policy operating procedures in Singapore](#) On14/5/2025, At09:16.
- ❖ **Shaoming Cheng:** From East to West- The Evolution of China's FDI Preferential Policies- Journal of the Washington Institute of China Studies, Vol.1, No.1, Spring, Berlin, 2006.

- ❖ **Shifeng Zhou:** China's Currency Exchange System: A Study and Debate, IE University IE International Policy Review (IPR), Issue 2, Volume 4, Madrid, June 8, 2023.
- ❖ **Talent Kondo & Others:** Foreign portfolio investment, returns, exchange rate and inflation for Zimbabwe: A Granger Causality and EGARCH approach, Growing Science, Canada, 2024.
- ❖ **Tamim Bayoumi & Others:** Foreign Direct Investment and the Exchange Rate, ©International Monetary Fund, IV, No date. Electronically Available at: <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/book/9781557756008/ch04.xml> On30/3/2025, At02:48PM.
- ❖ **Tie-Ying Liu & Ye Lin:** Who has mastered exchange rate ups and downs: China or the United States? North American Journal of economics and Finance, Issue70, Elsevier, Amsterdam, 2024.
- ❖ **Tom Jacob & Others:** Relationship between Foreign Portfolio Investment and Exchange Rate: The Case of India Using VECM Testing Approach, BIMTECH Business Perspectives, Birla Institute of Management Technology, India, 2022.
- ❖ **Tzu-Yi Yang & Others:** The dynamic effect of trading between China and Taiwan under exchange rate fluctuations, Humanities & Social Sciences Communications, 2023, Available at: <https://doi.org/10.1057/s41599-023-01903-8> On7/4/2025, At01:54PM.
- ❖ **Vu Ngoc Xuan:** Nexus of GDP, FDI, Inflation, Exchange Rate, Renewable Energy, Trade Openness, and Open Innovation in Singapore: New evidence from the ARDL method, Sustainable Futures, Elsevier, Issue 9, Number 100628, Amsterdam, 2025.
- ❖ **Wei Liu & Libing Deng:** Who is the Exchange Rate Manipulator: China or America? World Review of Political Economy, Vol.3, No3, UK, 2012.

- ❖ **Yahui Yang & Zhe Peng:** Openness and Real Exchange Rate Volatility: Evidence from China, Springer, Berlin, 2024.
- ❖ **Ying WU:** Macroeconomic coordination of Exchange Rate and wage Movements under quasi- sterilization: Singapore Experience, Pacific Economic Review, Blackwell Publishers Ltd, Oxford, UK, 1999.
- ❖ **Yingfeng XU:** China's exchange rate policy, China Economic Review, Issue10, Elsevier, Amsterdam, 2000.
- ❖ **Yujeong Cho & Others:** Exchange rate regime and optimal policy: The case of China, Journal of International Money and Finance, Issue 152, Elsevier, Amsterdam, 2025.
- ❖ **Yusuf Ekrem Akbas & Others:** The effect of output level, exchange rate and interest rate on inflation in BRIC-T countries, Review of Economics and Political Science, Emerald Publishing Limited, U.K, 2024.
- C. Foreign Master's and PhD Theses**
- ❖ **Abdullahi Aduagba Yahaya:** The Impact of Monetary Policy on Economic Stabilization in Azerbaijan, master's Thesis, Graduate School of Economics, Khazar University, Azerbaijan, 2024.
- ❖ **Michael Nelson Berger:** China's Currency Manipulation and American Job Loss: How did We Get Here and What Can Be Done to Reverse This Trend? Master of Arts in Liberal Studies, Faculty of The School of Continuing Studies and of The Graduate School of Arts and Sciences, Georgetown University, Washington, D.C.,2010.
- ❖ **Zhaohui Wang:** The International Political Economy of China's Exchange Rate Policymaking from 2003 to 2013, PhD, University of Warwick, England, March 2017.

سادساً- بعض صفحات الإنترنت:

- ❖ ahram.org.eg
- ❖ albankaldawli.org
- ❖ cbe.org.eg
- ❖ <https://data.albankaldawli.org/indicator/TG.VAL.TOTL.GD.ZS?locations=EG>

- ❖ <https://www.elibrary.imf.org>
- ❖ <https://www.imf.org>.
- ❖ <https://www.imf.org/ar/Blogs/Articles/2022/10/14/how-countries-should-respond-to-the-strong-dollar>
- ❖ https://www.wto.org/english/thewto_e/countries_e/china_e.htm
- ❖ INCOME TAX LAW CONCERNING CHINESE-FOREIGN JOINT VENTURES
- ❖ Law of the People's Republic of China on Chinese-Foreign Equity Joint Ventures
- ❖ MAS Notice to Banks, Regulation 621
- ❖ Egypt, Arab Rep. | Data - السياحة الدولية، إيرادات (بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)
- ❖ Egypt, Arab Rep. | Data - صادرات الوقود (% من صادرات السلع)
- ❖ أبرزها ذا بودي شوب ودبنهامز.. مجموعة الشاي في مصر تغلق بعض متاجرها بسبب الجنيه
- ❖ الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء
- ❖ الهيئة العامة للرقابة على الصادرات والواردات
- ❖ **سابعاً- الإحصائيات:**
- ❖ لمحة إحصائية مصر- الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.
- ❖ البنك المركزي المصري أعداد مختلفة.
- ❖ البنك الدولي.