

### ملخص:

تعتني الدراسة بتناول احتياطات النقد الأجنبي، والتي تعد من الظواهر التي احتلت مكانه مختلفة خلال الفترة ما قبل الأزمة المالية العالمية لعام 2008، حيث ارتفع تراكم احتياطات النقد الأجنبي لدى العديد من الدول لاسيما الدول الآخذة في النمو، فوجد بعض الدول مثل الصين والهند والتي تصنف عالمياً على أنها من الاقتصاديات القائدة في النمو؛ استقادت من زيادة معدلات صادراتها الأجنبية وكذلك تدفقات رؤوس الأموال لديها لتكوين معدلات هائلة من النقد الأجنبي لدى بنوكها المركزية، على الجانب الآخر شهدت تلك الفترة ارتفاع كبير في أسعار براميل البترول؛ الأمر الذي ترتب ارتفاع في احتياطات النقد الأجنبي لدى بنوكها المركزية، على الجانب الآخر شهدت العديد من الدول النامية تراجع كبير في مستوى احتياطاتها من النقد الأجنبي، الأمر الذي يعطي مؤشرا سلبيا بإمكانية حدوث أزمة مالية في السوق النقدي لها.

الأمر الذي معه طرح تساؤلات اقتصادية حول الآثار التي قد تخلقها هذه الاحتياطات على الاقتصاد المحلي، وكذلك العوامل التي يترتب عليها التأثير في الاحتياطات من النقد الأجنبي، وهذا ما تسعى الدراسة إلى بيانه خلال العرض التالي.

### Abstract:

The study has concerned with the Foreign exchange reserve, which consider one of the most important economic phenomenon after the last economic crisis, after the crisis we find that the FER had been increased at the emerging market like: China and India, that for using it as a monetary tools to adopt the foreign exchange market, and keep the currency value at the desire levels which allows the country to achieve some goals, some countries like the oil countries use the increasing in the oil prices to increase the FER, on the other side some countries had been faced sharp decreasing in the FER, which may be an indicators for new financial crisis which named currency crisis, by that this study try to answer some questions, basically the effectiveness of FER accumulation on the emerging markets by applicable on the Egyptian economy.

\*أستاذ الاقتصاد والتجارة الدولية بجامعة حلوان وعميد المعهد العالي للعلوم الإدارية بسوهاج سابقاً.

\*\*مدرس الاقتصاد والتجارة الخارجية بجامعة حلوان.

\*\*\*مساعد مدير إدارة سوق النقد والسوق الثانوي - غرفة المعاملات الدولية - قطاع الخزنة - بنك مصر.

### مقدمة:

تباينت الدراسات في توضيحها لتعريف الاحتياطات من النقد الأجنبي، حيث جُمع البعض بينها وبين أموال الصناديق السيادية SWF، كما أن تكوينها محل إختلاف ما بين دولة ودولة، ولكن في الغالب فهي تُعرف على أنها:

الودائع والسندات والذهب والعملات الأجنبية ( والتي في الغالب ما تكون عملات صعبة (Hard Currency) وكذلك حقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي IMF، والتي يحتفظ بها ويتم إدارتها من قبل البنوك المركزية أو السلطات النقدية في الدول صاحبة الاحتياطي من النقد الأجنبي.

**حول التعريف السابق نلاحظ:** لعل التشابه ما بين الاحتياطي الأجنبي وصناديق الموارد السيادية في أن كل منهم يدار من قبل السلطات النقدية للدولة، مثل ما يحدث في دولة الصين مثلاً.

- ومن خلال النظر إلى التعريف السابق نجد أن احتياطات النقد الأجنبي غالباً ما تكون في الأصول المالية منخفضة المخاطرة مثل الودائع والسندات سواء كانت خاصة أو أذون خزانة.

- كذلك تتكون الاحتياطات الأجنبية من العملات الصعبة وهي تلك العملات التي تتمتع بقبول دولي ومن ثم تخلق أداة جديدة من أدوات السياسة النقدية والتي تتمثل في القدرة على الدخول في سوق الصرف الأجنبي، ومن ثم زيادة قدرة الدولة على التحكم في معدل الصرف الأجنبي أو قيمة العملة المحلية أمام العملات الأجنبية الأخرى .

- أن حقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي تستخدم في الأساس بهدف تكوين احتياطي لمواجهة المشاكل النقدية التي قد تواجه الدولة، مع مراعاة أن ذلك يتم وفق الإجراءات الخاصة بصندوق النقد الدولي.

### مشكلة الدراسة:

تتمثل مشكلة الدراسة في مدى فاعلية سياسة تكوين الاحتياطات من النقد الأجنبي للدول النامية، لا سيما في الحالة التي تنخفض فيها موارد الدولة من النقد الأجنبي، ففي هذه الحالة قد ترتفع الفجوة بين القيمة الحقيقية للعملة والقيمة السوقية، الأمر الذي قد تصبح سياسة تكوين الاحتياطات من النقد الأجنبي عديمه الفاعلية، بل قد يترتب عليها ارتفاع تكاليف التكوين دون قدرتها على تحقيق الهدف الأساسي منها؛ والمتمثل في الحفاظ على الاستقرار في سوق النقد الأجنبي في الأجل القصير.

### فرضية الدراسة:

تنطوي الدراسة على فرضية مفادها:

" تنخفض كفاءة تكوين احتياطات النقد الأجنبي في التأثير في سوق الصرف الأجنبي في ظل انخفاض مصادر النقد الأجنبي للاقتصاد المصري"  
هدف الدراسة:

- تهدف الدراسة إلى اختبار مدى صحة فرضية الدراسة وذلك في ضوء ما يلي بيانه:
- بيان الفرق في أهمية تكوين احتياطات النقد الأجنبي بين الدول النامية والمتقدمة والدول البترولية.
  - أثر معدلات السياسة النقدية لدول الأسواق الصاعدة وقدرتها في تكوين الاحتياطي من النقد الأجنبي.
  - بيان أثر معدلات الفائدة في سوق المال العالمي على تكوين احتياطات النقد الأجنبي.
  - دور نظم الصرف الأجنبي في التأثير في فاعلية سياسة الاحتياطات من النقد الأجنبي.
  - دور التغيرات في مصادر النقد الأجنبي للدولة وتكوين احتياطات النقد الأجنبي.

### منهجية الدراسة:

تتناول الدراسة المنهج الاستقرائي، وذلك عن طريق جمع مفردات ظاهرة تكوين الاحتياطات من النقد الأجنبي لإصدار الحكم الكلي على فاعلية تكوين الاحتياطات من النقد الأجنبي للدول النامية، وهنا تعنتي الدراسة بالأسلوب القياسي من خلال قياس العلاقة النظرية بين التغيرات وفاعلية تكوين الاحتياطات من النقد الأجنبي وبين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية ذات الشأن، وتهتم الدراسة بربط العلاقات النظرية بقياس مدى تأثر احتياطات النقد الأجنبي وبيان العلاقة الكمية فيما بينها.

**الأهمية الاقتصادية لاحتياطات النقد الأجنبي ما بين الدول المتقدمة والدول النامية:**

تتباين الأهمية الاقتصادية لاحتياطات النقد الأجنبي وفق **حجم الدولة و عملة الدولة ومدى قبولها الدولي**، حيث أشار (Marion2005) إلا أن الدول المتقدمة لا تعنتي بتكوين احتياطات من النقد الأجنبي، وذلك لاعتبارين وهم:

- أن الدولة المتقدمة تتمتع بقوة ومرونة جهازها الانتاجي، الأمر الذي يتيح لديها القدرة على التكيف مع المستجدات دون الحاجة إلى استخدام أداة التدخل في سوق الصرف الأجنبي **Intervention Tool**.
- أن غالبية الدول المتقدمة تتمتع بكون عملتها من العملات الصعبة **Hard Currency**، والتي تتباين عن العملات العادية **Soft Currency** في أنها

تتمتع بالقبول الدولي في المعاملات الاقتصادية الدولية، ومن ثم لا تحتاج إلى التدخل في سوق الصرف الأجنبي عن طريق الاحتياطات النقدية.

- أن غالبية أنظمة الدول المتقدمة تعتمد على منهج معدل الصرف المرن، والذي فيه يتحدد معدل صرف العملات الوطنية أم العملات الأجنبية وفق آليات السوق دون استخدام أداة تدخل في سوق الصرف الأجنبي The intervention at the foreign exchange market.
- أن الدول المتقدمة تتعامل مع التدخل في معدلات الصرف الأجنبي على أنها نوع من أنواع تشويه المنافسة الدولية Distortion the international Competition، سواء في جانب المعاملات التجارية أو المعاملات المالية، الأمر الذي يتنافى مع التحرر الاقتصادي الذي تدعو إليه.

#### أما بالنسبة للدول النامية:

فأنها تعنتي بالأساس بتكوين تراكم في احتياطات النقد الأجنبي لاستخدامها كأداة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي، حيث تستخدم الدول النامية أو الدول الأخذة في النمو Emerging Economics احتياطات الصرف الأجنبي للتحكم في معدلات الصرف الأجنبي، وتجنب حدوث تغيرات في معدلات الصرف الأجنبي قد يترتب عليها التأثير السلبي على اقتصاديات هذه الدولة.

ولعل من أهم الأمثلة على هذا النوع من السياسات، ما تقوم به الصين ودول أمريكا اللاتينية من حيث استخدام احتياطات النقد الأجنبي في التدخل في سوق الصرف الأجنبي.

ومن خلال العرض السابق من الممكن تصنيف حاجة الدول إلى تكوين احتياطات من الصرف الأجنبي وفق تصنيف تقرير (CBB Central Bank of Bahama) على النحو التالي:

- نوعية العملة، حيث الدول ذات العملات الصعبة والتي تتسم بالقبول الدولي لا تحتاج إلى تكوين احتياطات من النقد الأجنبي، أما الدول ذات العملات غير صعبة قد تحتاج إلى تكوين احتياطات من النقد الأجنبي.
- حاجة الدولة إلى استخدام الاحتياطات الأجنبية للتدخل في سوق الصرف الأجنبي.

#### الاحتياطات من النقد الأجنبي ما بين الدول البترولية والدول غير البترولية:

تتباين موقف الدول البترولية من تكوين الاحتياطات من النقد الأجنبي عن الدول غير البترولية، حيث الدول البترولية قدرتها على تكوين الاحتياطات من النقد الأجنبي أكبر من قدرة الدول غير البترولية، ولعل ذلك يرجع إلى اعتبارين الأول يتمثل في حجم الإنتاج الهائل من إنتاج ومبيعات البترول لهذه الدول، الجانب الآخر التقلبات التي تحدث في أسعار البترول محدثة تقلبات سعرية تسهم ارتفاع حجم هذه الاحتياطات، ولعل من أهم هذه الأمثلة الارتفاع الكبير في أسعار البترول الذي

شهدته الأسواق منذ نهاية عام 2003 حتى نهاية عام 2008 بدخول العالم في الأزمة المالية العالمية، هذا الأمر يشير وفق تقرير بنك التسويات الدولي BIS أن الدول البترولية عن طريق هذه الاحتياطات تكون لديها قدرة كبيرة على التدخل في سوق الصرف الأجنبي محافظة على معدلات صرف عملاتها الوطنية وفق معدلات معينة.

### تباين الأنظمة الاقتصادية وسياستها في تكوين معدلات الصرف الأجنبي:

أشار (Pringle and Carver 2005) أن من العوامل التي قد يترتب عليها زيادة رغبة الدولة في رفع معدل تكوين الاحتياطات البترولية النظام الاقتصادي المعمول به وكذلك السياسات الاقتصادية المنبثقة عنه، واستشهدت الدراسة في اثبات أطروحتها في دول الصين ومجموعة من دول أمريكا اللاتينية التي تتبنى نظم التخطيط المركزي، حيث كلما كانت السياسات الاقتصادية منبثقة عن نظم اشتراكية زادت الرغبة لدى الدولة في زيادة معدل الاحتياطي النقدي لها، وكلما كانت الدولة أكثر حرية أو غير مركزية، كلما قل اهتمامها بتكوين احتياطات من النقد الأجنبي... حيث أن دول التخطيط المركزي تكون أكثر رغبة في استخدام أدوات التدخل في سوق الصرف الأجنبي.

### معدلات الفائدة ومستوى الاحتياطي النقدي الأجنبي:

في البداية تفرق الدراسة ما بين أثرين لمعدل الفائدة على الاحتياطات من النقد الأجنبي، الجانب الأول وهو ما تناوله الدراسة في هذا الجزء هو العلاقة ما بين معدلات الفائدة والقدرة على تكوين الاحتياطي النقدي أو العلاقة ومستوى الاحتياطي النقدي، أما الجانب الآخر والذي سنتناوله هو علاقة معدلات الفائدة وفاعلية استخدام احتياطات النقد الأجنبي كأداة في سوق الصرف الأجنبي.

هذا فإن مستوى الاحتياطي من النقد الأجنبي يتأثر بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية، لعل من أهمها أثر تغير معدل الفائدة المحلي وعلاقته بمعدل الفائدة للعملة المكونة للاحتياطي النقدي، حيث:

في الحالة التي يكون فيها معدل الفائدة على العملة الوطنية والتي لا تتمتع بالقبول الدولي Soft Currency أكبر من معدل الفائدة على العملات الصعبة ( مع مراعاة اختلافات معدلات الصرف الأجنبي وتكلفة المعاملات)، فإن ذلك قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتياطات من النقد الأجنبي، حيث ترتفع تحركات رؤوس الأموال إلى الداخل بهدف الاستفادة من فروق الفائدة، ومن ثم قد ترتفع حصيلة الدولة من العملات الصعبة خلال تلك الفترة. مع ثبات كافة المتغيرات الأخرى ذات التأثير على تكوين احتياطات النقد الأجنبي.

على العكس تماماً من الوضع السابق فإذا كان معدل الفائدة على العملة الصعبة أكبر من أو يساوي معدل الفائدة على العملة الوطنية، ففي هذا الشأن قد تنخفض

قدرة الدولة على تكوين احتياطات من النقد الأجنبي، حيث لا توجد فائدة من انتقال رؤوس الأموال إلى داخل الدولة.

هذا الأمر يترتب عليه تحدي أمام صانع السياسة النقدية في الدولة، حيث لا بد أن يراعي في حالة الرغبة في رفع مستوى الاحتياطات من النقد الأجنبي خلق معدل فائدة تنافسي من ناحية، ويراعي مجموعة الاعتبارات الاقتصادية المحلية من ناحية أخرى، والتي قد تتأثر بالتغير في معدل الفائدة، مثل حجم الاستثمار الحقيقي أو تكوين المحافظ في سوق رأس المال.

### هيكل التكلفة للاقتصاد المحلي وتكوين احتياطات النقد الأجنبي:

من العوامل التي أشار إليها (Marion 2005) من حيث قدرتها على التأثير في تكوين احتياطات النقد الأجنبي العوامل الخاصة بهيكل التكلفة للاقتصاد المحلي، حيث كلما اتسم هيكل التكلفة بعدم الكفاءة أو الإنتاج بمعدل مرتفع للتكلفة، كلما خلق تأثيراً سلبياً على قدرات الدولة من زيادة صادراتها السلعية والخدمية والدخول في المنافسة الدولية، ومن الجانب الآخر تنخفض جاذبية الاقتصاد المحلي لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى القطاع الحقيقي، الأمر الذي قد يؤثر بالتبعية على تدفقات الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية، ومن ثم يتأثر تكون الاحتياطات من النقد الأجنبي.

### القدرة التنافسية للاقتصاد المحلي والقدرة على تكوين احتياطات من النقد الأجنبي:

من العوامل الأخرى التي قد يترتب عليها التأثير في تكوين الاحتياطات الأجنبية من الصرف الأجنبي، تلك العوامل التي تتعلق بالقدرة التنافسية للدولة، وتتحدد القدرة التنافسية عن طريق مجموعة من العوامل تتكامل سوياً مما يترتب عليه خلق ميزة تنافسية للدولة، هذه الميزة قد تؤثر في حجم المعاملات الاقتصادية للدولة في اتجاهين، الأول زيادة حجم الصادرات للدولة ومن ثم ترتفع حصيلة النقد الأجنبي من العملات الصعبة، الجانب الآخر يكون الاقتصاد وفق ذلك العامل أكثر قدرة على جذب رؤوس الأموال؛ للاستفادة من المزايا التي يتمتع بها الاقتصاد ذو الميزة التنافسية من جانب والاحتكاك والشركات المحلية من جانب الآخر والتي تعرف اقتصادياً بأنها الآثار الإيجابية لوفورات الحجم الخارجية The external Economic of scale.

### ارتفاع حجم الاحتياطات من النقد الأجنبي وتشوه هيكل المبادلات الدولية:

من العوامل الاقتصادية التي قد يترتب عليها التأثير بسبب ارتفاع احتياطات النقد الأجنبي هو ما قد تخلقه من تشوهات في مجال المعاملات الاقتصادية الدولية، حيث استخدام الاحتياطات الدولية كأداة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي والتأثير على معدل الصرف الأجنبي قد يحدث حالة من التشوه

في هيكل المعاملات الاقتصادية الدولية، لأن ارتفاع قدرة الدولة على تقييم العملة المحلية بخلاف قيمتها الحقيقية كما تفعل الصين مثلاً، يجعل قيمة المعاملات الدولية خلاف قيمتها الأمر الذي يعطي لميزة للدولة عن الدول الأخرى .

### أثر تكوين الاحتياطيات من النقد الأجنبي على الدول الأخرى :

قد يترتب على تكوين الاحتياطيات من النقد الأجنبي مجموعة من الآثار السلبية على اقتصاديات الدول الأخرى ، هذا فقد يتباين الأثر الاقتصادي من دولة إلى أخرى وفق حجمها ونوعية العلاقة فيما بين الدولة والدولة صاحبة الاحتياطيات من النقد الأجنبي، حيث:

- قد تقوم بعض الدول صاحبة الفوائض من الاحتياطيات النقدية مثل الدول البترولية من الاستثمار في التنمية الحكومية لدى دولاً أخرى سواء دول نامية أو دول متقدمة، الأمر الذي يترتب عليه اعتماد جزئي من هذه الدول على هذه الاستثمارات أو القروض من قبل الدول صاحبة الاحتياطيات النقدية، وفي حالة حدوث تغير في موقف الدول صاحبة الاحتياطيات النقدية، تتأثر معها قدرات الدول المستقبلة بالتبعية، عن طريق خروج جزء كبير من معادلة تمويلها المبني على هذه التدفقات.
- الجانب الآخر ولعله الجانب الأهم، حيث عندما تتولد رغبة تنويع العملات Diversifications the currency أو تكوين سلة من العملات الأجنبية للاحتياطيات الأجنبية، كما فعلت الكويت عام 2007، فإن ذلك يترتب عليه ارتفاع عرض العملة الصعبة المكون الوحيد للاحتياطي النقدي، رغبة في الحصول على عملات أخرى، فإن ذلك سيترتب عليه ارتفاع معدل صرف العملة الصعبة أمام العملات الأخرى المراد تكوين سلة العملات منها.

### تكلفة الفرصة البديلة و تكوين احتياطيات النقد الأجنبي:

من أهم العوامل الجديرة بالذكر في تحليل احتياطيات النقد الأجنبي، هي مجموعة العوامل الخاصة باعتبارات تكلفة الفرصة البديلة، فالدولة تتكون لها مصادر تحقق لها عوائد مالية من نقد أجنبي أو من العملة الصعبة، فهي تختار أن تعمل على تراكم هذه الموارد أو هذه التدفقات في شكل احتياطيات نقدية، تهدف منها كما سبق الإشارة إلى مجموعة من الاعتبارات لعل من أهمها استخدامها كأداة تدخل في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على معدلات صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، مما قد يحقق لها مجموعة من الاعتبارات المهمة لاسيما تلك التي تخص المعاملات الاقتصادية الدولية.

وفي هذا الشأن أشارت أحد الدراسات الاقتصادية المفاضلة ما بين تكوين احتياطيات من النقد الأجنبي وما بين الاستثمار المحلي Domestic investment Capital، وتوصلت الدراسة إلى مؤشر قد يكون مفيداً في هذا التحليل، وهو

**الإنتاجية الحدية لرأس المال المحلي**، حيث وفق ذلك المؤشر فإن الإنتاجية الحدية لرأس المال المحلي لكل تدفق نقدي معيني، أو لكل مبلغ مستثمر؛ تعد هي تكلفة الفرصة البديلة لتكوين احتياطات من النقد الأجنبي، ومن ثم على صانع القرار أن يفاضل ما بين اعتبارات تكوين احتياطات من النقد الأجنبي والأهداف التي تتحقق نتيجة لها، وما بين اعتبارات الفرصة البديلة والتي قدرت بالإنتاجية الحدية للتدفق في المشروع المختار.

وفي الشأن المتصل يتبادر تساؤل في غاية الأهمية عن المستوى الأمثل لتكوين الاحتياطي من النقد الأجنبي؛ وبتعبير أدق هل عملية تكوين احتياطات من النقد الأجنبي مطلقة أم أن لها مستوى أمثل من المفترض أن تصل آلية **The Optimal level of Reserve**، ولعل الدراسات أشارت إلى الكيفية التي بتحدد بها ذلك المؤشر، حيث يتكون من:

الإنتاجية الحدية للاحتياطي من النقد الأجنبي، وهو يشمل مجموعة من الخصائص أو الوظائف التي من ورائها تهدف السلطات النقدية إلى تكوين الاحتياطات النقدية، ومن أهمها: استقرار معدلات الصرف الأجنبي، عوامل الثقة في الاقتصاد النقدي، العوامل الخاصة بتخفيف الأخطار في سوق الصرف الأجنبي، عوامل ضمان عدم هروب رأس المال إلى الخارج، وفي النهاية الفائدة المادية التي تتحقق من حياة احتياطات النقد الأجنبي.

الإنتاجية الحدية للأصول الحقيقية، وهي القيمة التي تخلق من الأصول الحقيقية للاقتصاد الوطني.

وفي حالة التي تتعادل فيها الإنتاجية الحدية للاحتياطات الأجنبية مع الإنتاجية الحدية للأصول الحقيقية؛ هي النقطة التي يصل فيها الاقتصاد إلى المستوى الأمثل من تكوين الاحتياطي النقدي الأجنبي، ومن ثم فإن أي نقطة تكون قبل نقطة التعادل هذه تعبر عن فرصة ضائعة من أهداف تكوين الاحتياطي النقدي الأجنبي، وأي نقطة بعد نقطة التعادل أي تجاوز احتياطات النقد الأجنبي الحد الأمثل، هي النقطة التي تعبر عن تكلفة للفرصة البديلة من تكوين هذه الاحتياطات لأنها لن تؤدي إلى نتائجها المرجوة.

### **الحاجة إلى تراكم احتياطات النقد الأجنبي وتباين نظم الصرف الأجنبي:**

تتباين حاجة الدولة إلى تكوين احتياطات من النقد الأجنبي وفق نظام الصرف المعمول به، وفي هذا الشأن فقد أشار تقرير (CBB Central Bank of Bahamas 2005) إلى تباين احتياجات الدولة وفق نظام معدل الصرف المتبع، حيث وفق نظام سعر الصرف المرن والذي تتحدد معدلات صرف العملة الوطنية وفق آليات العرض والطلب؛ لاحتياج السلطات النقدية إلى التدخل في سوق الصرف الأجنبي وفق ذلك على النظام، أما على الجانب من حيث نظام معدل الصرف المدار لابد على البنك المركزي لكي يحقق إدارة جيدة لمعدلات صرف العملات

الوطنية أمام العملات الأجنبية بما يحافظ على قيمة العملة المحلية من الانخفاض، أو التدخل لتخفيضها كما هو معمول به في الصين، لا بد على البنك المركزي أن يعمل على تكوين المزيد من احتياطي نقدي، حيث أنه الأداة النقدية التي تساعد البنك المركزي في التأثير في معدل الصرف.

وفي هذا في حالة احتياج البنوك التجارية للصرف الأجنبي فأنها تلجأ إلى احتياطها الذاتي، وفي حالة عدم التوافر تلجأ إلى البنك المركزي والذي يلي طلبها من الاحتياطي في حالة النظام المدار لمعدل الصرف الأجنبي، ومن ثم في حالة هذا النظام يحتاج النظام النقدي إلى الاحتياطي من الصرف الأجنبي حتى يتحكم في معدل الصرف الأجنبي، على الجانب الآخر في حالة احتياج البنوك التجارية للصرف الأجنبي في نظام معدل الصرف المرن فأنها تلجأ إلى سوق الصرف الأجنبي مباشرة أما عن طريق إدارة الأموال والمراسلين أو عن طريق الإنترنت مع البنوك المحلية، ومن ثم تحدد معدلات صرف وفق العرض والطلب ما بين الصرف الأجنبي أو العملة الصعبة المطلوبة و العملة الوطنية المعروضة أو العكس.

### الاحتياطي النقدي الأجنبي ودعم معدل الصرف الأجنبي:

تباينت المواقف من حيث تفسير القدرة المطلقة للاحتياطي الأجنبي على دعم معدل الصرف خلال الأجل الطويل والمتوسط أم لا، ولعل ذلك يعود إلى التداخل والتشابك ما بين المتغيرات الاقتصادية والتي قد تخلق حالة من عدم الاتزان في الأجلين المتوسط والطويل، وفي هذا الشأن فقد أشار (Moser 2005) في تقريره الصادر عن بنك التسويات الدولي BIS حيث أشار أن سياسة التدخل في سوق الصرف الأجنبي عن طريق استخدام الاحتياطي الأجنبي قد تكون عديمة الفائدة لاسيما في الأجل الطويل، ولعل ذلك يتم في الحالة التي يكون فيها الانخفاض في قيمة العملة يعود إلى أسباب تتعلق بأساس الاقتصاد Fundamental Reasons مثل تلك الاعتبارات الخاصة بعجز مزمّن في ميزان المدفوعات وعدم قدرة الجهاز الإنتاجي على الوصول إلى الكفاءة وضعف القدرات التنافسية للدولة وكذلك الأمور التي تتعلق بهيكل الأسعار، كذلك الأمر في حالة إذا ما كان هناك عجز كبير في الميزانية العامة للدولة.

### علاقة تكوين الاحتياطي النقدي الأجنبي والتصنيف الائتماني للدولة:

أشارت دراسة مسحية لبنك التسويات الدولي BIS لتأثير تراكم الاحتياطيات من النقد الأجنبي على التصنيف الائتماني للدولة، وخلصت الدراسة إلا أن غالبية الدول محل المسح ذات علاقة طردية ما بين التصنيف الائتماني ومعدل التراكم من احتياطيات النقد الأجنبي، ولعل ذلك جاء بالتنوع ما بين نظم الصرف المختلفة، ولعل ذلك يعود إلى:

زيادة التراكم من الاحتياطي من الصرف الأجنبي يعطي الدولة مصداقية وثقة كبيرة في سوق الصرف الأجنبي.

أن احتياطات النقد الأجنبي تساعد في تحسين موقف الاستدامة للأوضاع الخارجية للدولة، ومن التأثير الإيجابي على التصنيف الائتماني لها. أيضاً التراكم من احتياطات النقد الأجنبي تسهم بشكل إيجابي في قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المتعلقة بالدين الخارجي، وتقلل الأخطار التي قد تواجه عملتها المحلية مثل تلك الأخطار التي تتعلق بمخاطر المضاربة.

**دراسة كمية عن الاحتياطي من النقد الأجنبي المصري:**

تعتني الدراسة بتناول التحليل القياسي للتغيرات في الاحتياطي من النقد الأجنبي المصري من خلال اختبار لأهم المتغيرات التي قد يكون لها تأثير في السوق العالمي، وفي هذا الشأن تعرض الدراسة النموذج التالي:

$$FER = f(FER, USD, ca, K, TOR, IY, MS, WR, FX)$$

حيث:

**FER:** تعبر عن الاحتياطي من النقد الأجنبي للاقتصاد المصري.

**USD:** معدل صرف الدولار الأمريكي أمام سلة من العملات الرئيسية، حيث تعبر عن قيمة عملة الدولار في السوق العالمي.

**CA:** لحساب الجاري لميزان المدفوعات المصري Current Account

**K:** حساب رأس المال الميزان المدفوعات المصري.

**TOR:** التغيرات في تدفقات السياحة في الاقتصاد المصري.

**IY:** العائد على الدولار الأمريكي، مقدر بالتغيرات بمنحنى العائد في الأجل المتوسط والطويل لسندات الخزانة الأمريكية.

**MS:** حجم العرض النقدي للاقتصاد المصري خلال فترة القياس.

**WR:** تدفقات تحويلات العاملين في الخارج خلال فترة الدراسة.

**FX:** معدل صرف الدولار الأمريكي أمام الجنيه المصري.

**اختبار multicollinearity:**

تعرض الدراسة تحليلاً لاختبار multicollinearity والذي يشير إلى اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات التفسيرية للنموذج من عدمه، أي هل تتحرك المتغيرات التفسيرية للنموذج بشكل آني ومن ثم وجود علاقة فيما بينها أم لا، ويعرض الجدول رقم (1) نتائج اختبار التكامل المشترك، وتشير نتائج تحليل التكامل المشترك multicollinearity إلى وجود مشكلة التكامل المشترك بين معدل صرف الدولار الأمريكي أمام الجنيه المصري والعديد من المتغيرات التفسيرية للنموذج، مما يترتب عليه الوقوع في مشكلة الانحدار الزائف spurious، ولعلاج هذه المشاكل ستقوم الدراسة بحذف هذا المتغير في التحليل، ومن هنا تكون نتائج اختبار multicollinearity للتكامل المشترك كما كما يوضحه الجدول رقم (1) بالملحقات الجدول، وتشير نتائج الاختبار إلى عدم وجود مشكلة التكامل المشترك بعد حذف متغير الـ FX.

النموذج:

$$FER_t = c + \beta_1 FER_{t-1} + \beta_2 USD_{t-1} + \beta_3 ca_t + \beta_4 k_t + \beta_5 Tor_t + \beta_6 Iy_t + \beta_7 MS_t + \beta_8 wr_{t-1} + u_t$$

الاحتياطي من النقد الأجنبي المصري:

شهد الاحتياطي من النقد الأجنبي المصري تدهوراً كبيراً بعد أحداث ثورة 25 يناير، الأمر الذي نتج عن انخفاض موارد الدولة المصرية من النقد الأجنبي والمتمثلة في ثلاث مصادر أساسية هي: السياحة وقناة السويس وتحويلات العاملين بالخارج. وهو الأمر الذي يوضحه الرسم البياني رقم (2) بملحق الرسم البياني، وهنا يوضح الرسم البياني مدى التدهور في حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي المصري، ولعل من الأسباب التي ترتب عليها تفاقم مشكلة الاحتياطي من النقد الأجنبي ما يلي بيانه:

• دخول الاقتصاد المصري في هجمة مضاربة على انخفاض الجنيه المصري، مما ترتب عليه خلق المزيد من الضغوط على العرض من النقد الأجنبي الذي يعاني من حالة من الانخفاض الكبير.

وهنا تختبر الدراسة أثر التغيرات في حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي بفترة إبطاء Lag Variable حيث من المتوقع أن يترتب على انخفاض الاحتياطي خلال الفترة السابقة t-1 خلق المزيد من الضغوط على حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي.

معدل صرف الدولار الأمريكي:

يتكون الاحتياطي من النقد الأجنبي من العملات أو من العملة الأجنبية والتي لها قبولاً في السوق العالمي للنقد الأجنبي، ومن هنا نجد أن الاحتياطي من النقد الأجنبي المصري يتكون من الدولار الأمريكي؛ ومن ثم فإن التغيرات في قيمة الدولار الأمريكي في السوق العالمي قد يترتب عليها تأثيراً في كفاءة والقدرة على استخدام الاحتياطي من النقد الأجنبي كأداة لتحقيق الاستقرار في سوق الصرف الأجنبي، فانخفاض قيمة الدولار في السوق العالمي قد يترتب عليها الحاجة إلى المزيد من نقد الدولار لعلاج حالة عدم الاستقرار في سوق الصرف، وهنا نجد أن سلوك عملة الدولار أمام العملات الأجنبية أخذ المسار الذي يوضحه الرسم البياني رقم (3).

ومن هنا تعنتي الدراسة باختبار أحد أهم فرضياتها هو تأثير السياسة النقدية غير التقليدية للدول الكبيرة على الاحتياطيات من النقد الأجنبي في الدول النامية.

معدل العائد على الدولار الأمريكي في الأجلين المتوسط والطويل:

أشارت الدراسة عألية بدور معدلات الفائدة في التأثير على حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي، سواء معدلات الفائدة المحلية أو معدلات الفائدة الأجنبية للعملة التي يتكون منها الاحتياطي من النقد الأجنبي، فالتغيرات في معدلات العائد لعملة الاحتياطي قد يتوقف عليها العديد من الاعتبارات المهمة للاحتياطي من النقد

الأجنبي لعل أهمها تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطي، وهو الأمر الذي قد يحدث عن التحول في السياسة النقدية للدول الكبيرة، لاسيما في ظل السياسة النقدية غير التقليدية، فعلى سبيل المثال اتباع سياسة معدلات الفائدة السالبة قد يترتب عليها تآكل نسبي في الاحتياطي من النقد حيث سيكون الأمر بمثابة فرض ضريبة على هذه العملة، ومن هنا تختبر الدراسة دور التغيرات في معدلات العائد على الدولار الأمريكي وأثرها على الاحتياطي من النقد الأجنبي المصري، وهنا نجد أن معدلات العائد على الدولار الأمريكي اتخذت الشكل البياني رقم (4).

#### التغيرات في الحساب الجاري لميزان المدفوعات المصري:

يعد الحساب الجاري أحد المتغيرات تأثيرًا في حجم وتكوين واستقرار الاحتياطي من النقد الأجنبي، حيث في حالة ارتفاع الواردات عن الصادرات وزيادة العجز في الحساب الجاري كلما كان الأمر يعزز من انخفاض الاحتياطي من النقد الأجنبي، حيث في هذه الحالة سيستمر الاعتماد على الاحتياطي من النقد لتحقيق الاستقرار النسبي في سوق الصرف الأجنبي لسد فجوة الصادرات والواردات، وهنا أخذ الحساب الجاري لميزان المدفوعات المصري الشكل رقم (5):

ويوضح الشكل البياني السابق ارتفاع العجز في الحساب الجاري المصري بدرجة كبيرة خلال الفترة من منتصف 2013 إلى 2016 وهو الأمر الذي خلق المزيد من الضغوط على الاحتياطي من النقد الأجنبي.

#### تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصاد المصري " حساب رأس المال":

على صعيد تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصاد المصري فقد أخذ الشكل البياني رقم (6) يملحق الرسم البياني، وهنا نلاحظ ارتفاع في خروج رأس المال من الاقتصاد المصري خلال فترة الدراسة بداية من 2009 وهي الفترة التي شهد فيها الاقتصاد العالمي الأزمة المالية، مع ارتفاع كبير للغاية هو الأكبر خلال فترة الدراسة مع أحداث الثورة المصرية، مع ارتفاعًا كبيرًا بنهاية 2013 بسبب المساعدات الخليجية للاقتصاد المصري، على الرغم من ذلك شهدت تدفقات رؤوس الأموال حالة من عدم الاستقرار خلال فترة الدراسة بسبب خروج العديد من مشاريع الاستثمار الأجنبي المباشرة ( Stock of FDI ) مع الاضطرابات التي حدثت في سوق رأس المال المصري والتي ترتب عليها خروج رؤوس أموال أجنبية.

#### التغير في حجم العرض النقدي للاقتصاد المصري:

شهد الاقتصاد ارتفاعًا كبيرًا في حجم العرض النقدي خلال فترة الدراسة، وهو الأمر الذي يخلق المزيد من الضغوط الاقتصادية على الاحتياطي من النقد الأجنبي، فمع المزيد من الارتفاع من العرض النقدي - المكون المحلي من القاعدة النقدية - في ظل ثبات أو عدم الاستقرار في الاحتياطي من النقدي يخلق الأمر حالة من ارتفاع الطلب على الصرف الأجنبي عند أي مستوى من مستويات العملة

المحلية، الأمر الذي يعزز من قوة وتأثير هجمة المضاربة وزيادة الفجوة السعرية بين السوق الرسمي والسوق الموازي، وذلك كما يبرزه الشكل البياني رقم (7) بمحلق الرسم البياني.

### التغير في تحويلات العاملين بالخارج خلال فترة الدراسة:

تعد تحويلات العاملين بالخارج أحد أهم مصادر النقد الأجنبي بالنسبة للاقتصاد المصري، ومن ثم قد يؤدي التغير فيها إلى التأثير على حجم الاحتياطي من النقدي، حيث تتوقع الدراسة علاقة طردية بين المتغيرين، وهنا نجد أن تحويلات العاملين بالخارج اتخذت السلوك كما في الرسم البياني رقم (8)، حيث من الملاحظ انخفاض كبير في تحويلات العاملين بالخارج خلال الفترة من 2014 إلى 2016، وهو الأمر الذي ترتب عليه انخفاض العرض من النقد الأجنبي في سوق الصرف الأجنبي المصري، مما خلق المزيد من الضغوط على الاحتياطي من النقد الأجنبي المصري.

### التغير في السياحة للاقتصاد المصري خلال فترة الدراسة:

تعد السياحة أحد أهم مصادر النقد الأجنبي في الاقتصاد المصري، وهي أحد المتغيرات التي واجهت تغيرات وحالة من عدم الاستقرار منذ الأزمة المالية العالمية وأحداث ثورة 25 يناير وبعض الأحداث التي تلت ذلك، وتتوقع الدراسة وجود علاقة طردية بين التغيرات في حجم السياحة في الاقتصاد المصري والاحتياطي من النقد الأجنبي، كما في الشكل البياني رقم (9).

### اختبار استقرار السلاسل الزمنية:

تشير نتيجة اختبار السلاسل الزمنية إلى عدم استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج عند المستوى، واستقرارها عند المستوى الأول لكل المتغيرات فيما عدا متغير السياحة والذي لم يستقر عند الفرق الأول واستقر عند الفرق الثاني. ومن هنا يقدر النموذج كما يلي بيانه:

$$d(FER)_t = c + \beta_1(FER)_{t-1} + \beta_2USD_{t-1} + \beta_3ca_t + \beta_4k_t + \beta_5Tor_t + \beta_6Iy_t + \beta_7MS_t + \beta_8wr_{t-1} + u_t$$

### تقديرات النموذج:

تشير تقديرات النموذج كما موضح بالجدول رقم (2) بمحلق الجداول إلى وجود علاقة طردية بين التغيرات في الاحتياطي من النقد الأجنبي خلال فترة الإبطاء الأولى على الاحتياطي من النقد الأجنبي، حيث بمعدل تغير 0.0641076 تتغير احتياطات النقدي الأجنبي خلال الفترة t بسبب التغيرات خلال الفترة t-1، ومن ثم فإن المزيد من الانخفاض في احتياطي النقد الأجنبي يزيد من حدة انخفاض الاحتياطي في المستقبل، الأمر الذي يحقق فرضية كروجمان وأزمة العملات في الدول النامية، حيث مع انخفاض الاحتياطي من النقد الأجنبي قد تبنى هجمة المضاربة والتي يترتب عليها الحاجة إلى استخدام الاحتياطي من

النقد الأجنبي لضبط سوق الصرف، وهنا نجد ان التأثير معنوي إحصائيًا حيث قدرت مستوى الاحتمالية بأقل من مستوى المعنوية 0.05 ومن ثم من الممكن الاعتماد قيمة التغير في تفسير سلوك الاحتياطي من النقدي الأجنبي، ومن ثم تستخلص الدراسة التوصية التالية:

**يجب على البنك المركزي الحفاظ على مستوى الاحتياطي من النقد الأجنبي عند مستوى سوق الصرف، والذي يحول دون هجمة المضاربة**

أشارت مخرجات النموذج أن العلاقة بين التغيرات في سعر صرف الدولار الأمريكي أمام سلة من العملات الرئيسية غير معنوية في التأثير على التغيرات في الاحتياطي من النقدي الأجنبي لمصر خلال فترة الدراسة، حيث قدرت قيمة المعنوية بحوالي 0.7261 أي أكبر من مستوى الثقة 0.05 ومن ثم نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل بعدم معنوية تأثير المتغير المستقل على الاحتياطي من النقد الأجنبي، ومما يعزز من هذا الأمر أن وفق النظرية الاقتصادية فإن انخفاض قيمة الدولار في السوق العالمي للنقد الأجنبي قد يجعله عمله غير مرغوبة لتكوين الاحتياطي من النقد الأجنبي، أو استخدام المزيد من عملة الدولار لضبط السوق، وهو الأمر الذي لم يتحقق ففي ظل السياسة النقدية غير التقليدية الأمريكية ووفق فرضية دورنبوش في التطاير *Overshooting* لمعدلات الصرف في الأجل القصير والانخفاض الكبير في قيمة الدولار إلا أن الاحتياطي من النقد الأجنبي المصري شهد حالة من الاستقرار والارتفاع خلال تلك الفترة.

مع مراعاة أن هذا الأمر قد لا يؤكد عدم معنوية تأثر الاحتياطي من النقد الأجنبي بالسياسة النقدية بشكل عام وبالسياسة النقدية غير التقليدية بشكل خاص، وذلك سواء في تكوين الاحتياطي من النقد الأجنبي أو في استخدامه أو في تأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى به.

كذلك تشير الدراسة إلى علاقة عكسية بين التغيرات في رصيد الميزان التجاري وتكوين الاحتياطي من النقد الأجنبي، وهو الأمر المنطقي اقتصاديًا فكلما زاد العجز في الميزان الجاري، أي زيادة حجم الواردات عن حجم الصادرات؛ كلما ارتفعت حالة عد الاستقرار في سوق الصرف الأجنبي وزيادة الفجوة بين الطلب على والعرض من الصرف الأجنبي، وهنا يبدأ الاحتياطي من النقد الأجنبي في العمل على سد هذه الفجوة، ومن ثم يبدأ بالانخفاض تدريجيًا لسببين: الأول انخفاض صادرات الدولة ومن ثم انخفاض موارد تكوين الاحتياطي من النقد الأجنبي، والثاني لزيادة حجم الواردات بالمقارنة بالصادرات.

وجاء تأثير رصيد الميزان التجاري معنوي التأثير على تكوين الاحتياطي من النقدي، حيث قدرت قيمة المعنوية بأقل من 0.05، ومن هنا من الممكن رفض الفرض العدمي القائم على عدم وجود علاقة بين المتغيرين.

على الجانب الآخر أشارت تقديرات النموذج إلى وجود علاقة قوية وجوهريّة بين الاحتياطي من النقد الأجنبي وتدفقات رؤوس الأموال، أو حساب رأس المال للدولة، حيث أشارت الدراسة إلى علاقة طردية فيما بينهما، حيث عانى الاقتصاد المصري من خروج رؤوس الأموال وانخفاض القدرة على استقطب رؤوس أموال جديدة Capital Flow بعد أحداث ثورة 25 يناير، وهنا تتحد تداعيات العلاقة بين المتغيرين فيما يلي بيانه:

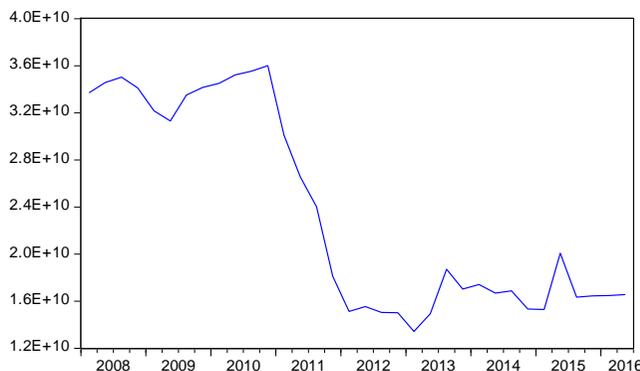
- انخفاض حجم الاستثمارات الأجنبية القائمة أو الاستثمار المخزون Stock of FDI بسبب ارتفاع حالة عدم التأكد والمخاطرة التي صحبت الاقتصاد المصري خلال الفترة الأخيرة، والتي ترتب عليها زيادة الطلب على الصرف الأجنبي لتسهيل خروج هذه الأصول.
- مع ارتفاع حالة عدم التأكد، وحالة عدم الاستقرار السياسي التي عانت منها الدولة المصرية انخفضت جاذبية الاقتصاد المصري لاستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية Flow of FDI، مما ترتب عليه انخفاض العرض من الصرف الأجنبي ومن هنا يبدء الاحتياطي في الانخفاض وهجمة المضاربة على العملة المحلية في الارتفاع.
- وأخيراً مع رؤوس الأموال في الاستثمارات غير المباشرة؛ والتي تتميز بارتفاع حساسيتها لأي تقلبات اقتصادية، ومع تعهد السلطات النقدية بتوفير الصرف الأجنبي لهذه الاستثمارات، ومع انهيار أسعار الأصول المالية المباشرة وارتفاع درجة الخطر للأصول المالية غير المباشرة بدأت استثمارات المحفظة في الخروج من الاقتصاد القومي.

أدت التغيرات في السياحة كأحد أهم مصادر النقد الأجنبي للاقتصاد المصري تأثيراً بالغ الأهمية على تكوين الاحتياطي من النقدي الأجنبي، فقد قدرت مخرجات النموذج درجة التغير أو ميل منحني العلاقة بين المتغيرين التابع والمستقل بحوالي 67326773 وهي درجة مرتفعة للغاية لمستوى معلمة، وجاء التأثير معنوي إحصائياً حيث قدرت قيمة المعنوية بحوالي 0.0434 أي أقل من المستوى 0.05 ومن ثم من الممكن الاعتماد على المتغير في تفسير التغير في الاحتياطي من النقد الأجنبي.

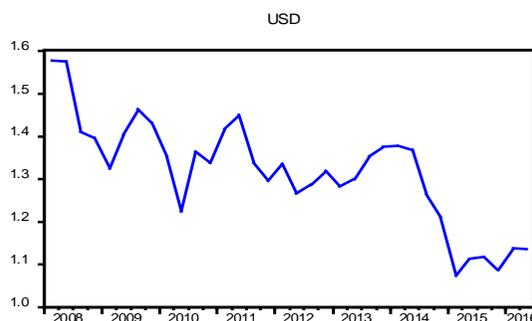
وأخيراً تتناول الدراسة ومخرجات النموذج القياسي دور تحويلات العاملين في الخارج في التأثير في الاحتياطي من النقد الأجنبي، وهنا نجد أن النموذج القياسي يشير إلى وجود علاقة طردية بين التغيرات في تحويلات العاملين في الخارج وبين حجم الاحتياطي النقدي، حيث قدرات قيمة المعلمة بحوالي 104882.3 وبتأثير معنوي إحصائياً حيث قدرت قيمة المعنوية بحوالي 0.0056، ومن ثم من الممكن الاعتماد على قيمة المعلمة في تحليل وتفسير سلوك الاحتياطي من النقد الأجنبي.

## الملحق:

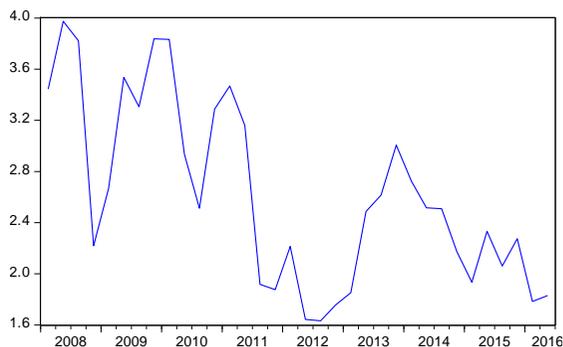
شكل رقم (1) تطور حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي المصري خلال فترة الدراسة



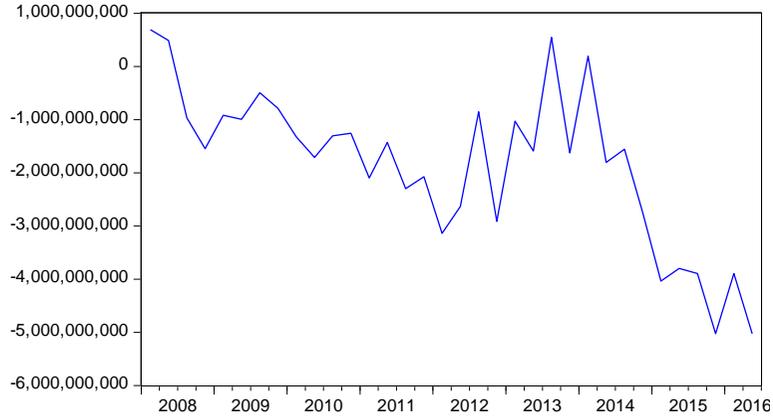
شكل (2) تطور معدل صرف الدولار الأمريكي خلال فترة الدراسة من (2008:2016)



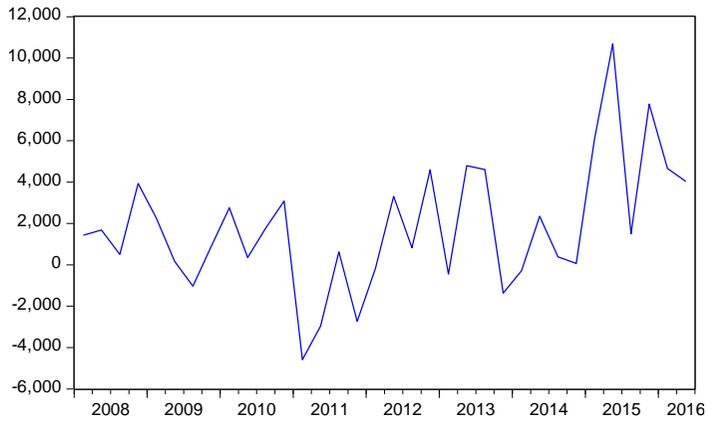
شكل رقم (3) تطور العائد على الدولار الأمريكي خلال فترة الدراسة



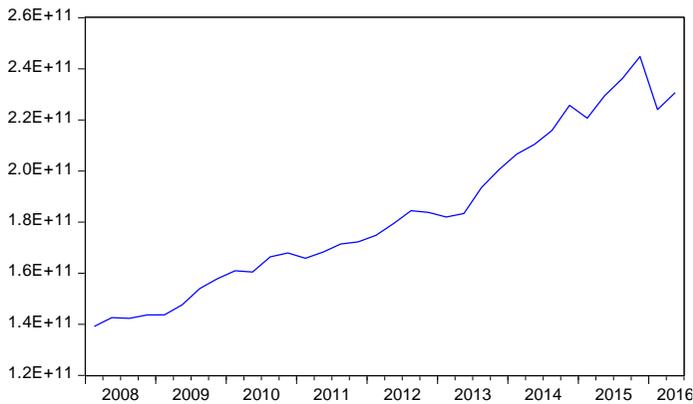
شكل رقم (4) تطور عجز الحساب الجاري لمصر خلال فترة الدراسة Eviews



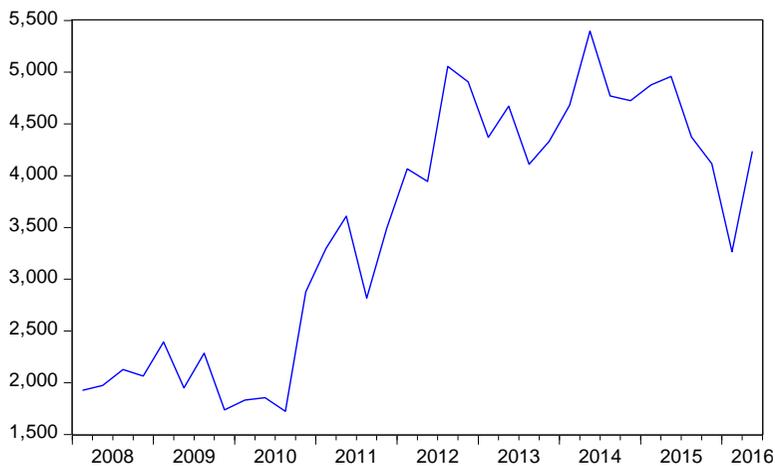
شكل رقم (5) تطور حساب رأس المال لمصر خلال فترة الدراسة



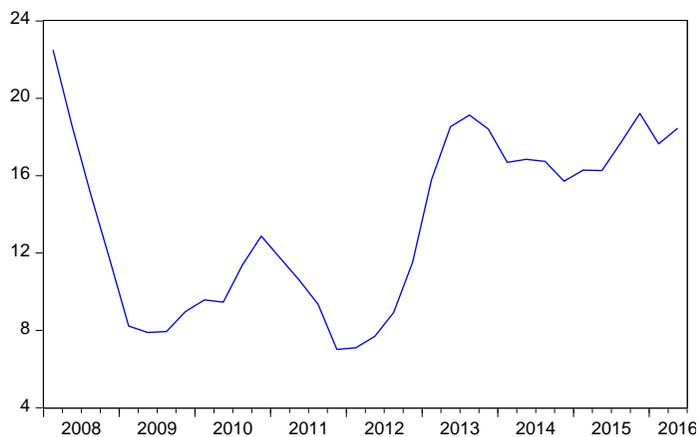
شكل رقم (6) تطور حجم العرض النقدي للاقتصاد المصري MS1



شكل رقم (7) تطور تحويلات العاملين بالخارج للاقتصاد المصري



شكل رقم (8) التغير في خدمات السياحة للاقتصاد المصري



جدول رقم (1) نتائج اختبار التكامل المشترك

	FER	USD	CA	K	IY	TOR	WR	MS
FER	1	0.598066	0.504605	-0.2097	0.768452	-0.29588	-0.91097	-0.76977
USD	0.598066	1	0.833787	-0.53195	0.678413	-0.16228	-0.5358	-0.80454
CA	0.504605	0.833787	1	-0.42751	0.584169	-0.07696	-0.42657	-0.69938
K	-0.2097	-0.53195	-0.42751	1	-0.30886	0.374001	0.233244	0.428136
IY	0.768452	0.678413	0.584169	-0.30886	1	-0.01126	-0.63894	-0.57978
TOR	-0.29588	-0.16228	-0.07696	0.374001	-0.01126	1	0.347071	0.498047
WR	-0.91097	-0.5358	-0.42657	0.233244	-0.63894	0.347071	1	0.772309
MS	-0.76977	-0.80454	-0.69938	0.428136	-0.57978	0.498047	0.772309	1

جدول رقم (2) مخرجات التحليل القياسي لنموذج الاحتياطي من النقد الأجنبي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.02E+08	3.40E+08	-0.300212	0.7667
D(FER(-1))	0.641076	0.1493	4.293877	0.0003
D(USD(-1))	1.48E+09	4.19E+09	0.354622	0.7261
D(CA)	-0.815892	0.260224	3.135342	0.0046
D(K)	539636.3	91431.6	5.902077	0
D(TOR,2)	67326773	2.03E+08	-0.331262	0.0434
D(IY)	5.88E+08	5.55E+08	1.060433	0.3
D(MS)	0.021599	0.053065	0.407034	0.6877
D(WR(-1))	104882.3	570077	-0.183979	0.0056

جدول رقم (3) مخرجات تحليل Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.445979	Prob. F(8,23)	0.8806
Obs*R-squared	4.297325	Prob. Chi-Square(8)	0.8294
Scaled explained SS	1.766124	Prob. Chi-Square(8)	0.9874

قائمة المراجع:

- Adam Elhiraika and LéonceNdikumana(2007), “Reserves **Accumulation in African Countries: Sources, Motivations, and Effects**”, WP NO:12, Massachusetts Amherst, P P 3:5
- Abraham O. Agbonkheshe and Mike O. Asekome (2013), “*The Impact of Monetary Policy on Bank Credit Creation in Nigeria: (1980 – 2010)*” **International Journal of Business and Social Science** Vol. 4 No. 15, Special Issue – November 2013.
- BlaiseGadanezcz, Aaron Mehrotra and M S Mohanty (2014), “Foreign exchange intervention and the banking system balance sheet in emerging market economies”, **BIS Working Papers** No 445, P P 4:9
- DANI RODRIK(2006), “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves”, **International Economic Journal** Vol. 20, No. 3, PP 253–266
- Georges N. Nehme (2014), “*Ensuring Effectiveness of Economic and Monetary Policies through Considering Economic Schools of Thought: Lebanon 1990-2010*”, **Open Journal of Social Sciences**, No:2.
- Joanílio R. Teixeira (2014), “Index of Macroeconomic Performance for a Subset of Countries: A Kaldorian Analysis from the Magic Square Approach Focusing on Brazilian Economy in the Period 1997-2012”, **Panoeconomicus Issues**, NO: 5.  
<http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/1452-595X/2014/1452-595X1405527F.pdf>
- Ivestopedia, <http://www.investopedia.com/terms/f/foreign-exchange-reserves.asp>
- Marion V Williams (2005), “Foreign exchange reserves - how much is enough?”, **Bank of international Settlement** , Working Paper NO:12, P P 1:4  
<http://www.bis.org/review/r060123c.pdf>
- M S Mohantyand Philip Turner (2005), “Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?”, **BIS Quarterly Review**, P P 39: 45
- THE CENTRAL BANK OF THE BAHAMAS, ANNUAL REPORT (2013), **Central Bank of Bahama**, PP 35-38  
<http://www.centralbankbahamas.com/download/020930100.pdf>
- TsvetanManchev (2009), “International Foreign Exchange Reserves”, **Bulgarian National Bank**, Isbn 978-954-8579-30-8, P 19  
[http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb\\_publication/pub\\_np\\_internmonreserves\\_en.pdf](http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_np_internmonreserves_en.pdf)
- Stuart Gabriel and Chandler Lutz (2014), “The Impact of Unconventional Monetary Policy on Real Estate Market” Copenhagen Business School Conference.
- Xavier Freixas, Antoine Martin and David Skeie (2009), “*Bank Liquidity, Interbank Markets, and Monetary Policy*”, **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**, no. 371.  
[http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr371.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr371.pdf)