

أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر
خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)

محمد سعيد محمد رجب

د/ حماده صلاح يوسف

مدرس بقسم الاقتصاد

كلية السياسة والاقتصاد

جامعة السويس

أ.د/ حسني حسن مهران

أستاذ الاقتصاد

عميد كلية التجارة الأسبق

جامعة بنها

أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر

خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)

أ.د/ حسني حسن مهران	د/ حماده صلاح يوسف	محمد سعيد محمد رجب
أستاذ الاقتصاد	مدرس بقسم الاقتصاد	
عميد كلية التجارة الأسبق	كلية السياسة والاقتصاد	
جامعة بنها	جامعة السويس	

مستخلص:

تناولت الدراسة تحليل وقياس أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩ من خلال مجموعة من متغيرات السياسة النقدية ومتغيرات الاقتصاد الكلي والتي تعتبر قنوات انتقال ومحددات للاستثمار الخاص باستخدام نماذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL . وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أبرزها أن السياسة النقدية لها تأثير معنوي على الاستثمار الخاص من خلال سعر الصرف حيث أن يؤثر بشكل إيجابي على الاستثمار الخاص خاصة بعد فترة الإبطاء لأنه يحقق ميزة تنافسية للمنتج المحلي في الأسواق الخارجية ، وتوصلت الدراسة إلى أن سعر الفائدة ليس له تأثير معنوي على الاستثمار الخاص لأن السياسة النقدية لا تستهدف الاستثمار الخاص بسعر الفائدة، كما أن التغير في الائتمان الموجه للقطاع الخاص ليس له تأثير معنوي على الاستثمار الخاص لانخفاض متوسط النسبة خلال فترة الدراسة، كما أن ارتفاع متوسط دخل الفرد لا يؤثر في الاستثمار الخاص في العام الأول لكون الزيادة في الدخل تتجه للاستفادة من أسعار الفائدة ثم يظهر هذا الأثر على الاستثمار الخاص في العام الثاني لكون هذه المدخرات تحولت للاستثمار، كما أن التضخم ليس له تأثير معنوي على الاستثمار الخاص، أما زيادة الواردات تعتبر تحدي وتهديد أمام الاستثمار الخاص لكون المنتج الأجنبي منافساً للمنتج المحلي. ووجد أن زيادة الاستثمار العام يعمل على تهيئة مناخ مناسب للاستثمار الخاص والعلاقة بينهما تكاملية. ويفضل المستثمر الخاص أن تكون البيئة السياسية والاقتصادية مستقرة.

كلمات مفتاحية: السياسة النقدية - أسعار الفائدة - سعر الصرف - الائتمان الخاص - الاستثمار الخاص.

The impact of monetary policy on private investment in Egypt during period (1990 – 2019)

Abstract : -

The study dealt with analyzing and measuring the impact of monetary policy on private investment during the period 1990-2019 through a set of monetary policy variables and macroeconomic variables, which are transmission channels and determinants of private investment using ARDL models.

The study reached several results, most notably that monetary policy has a significant impact on private investment through the exchange rate, as it positively affects private investment, especially after the slowdown period because it achieves a competitive advantage for the local product in foreign markets, and the study concluded that the interest rate has no A significant effect on private investment because monetary policy does not target private investment at the interest rate, and the change in credit directed to the private sector does not have a significant effect on private investment due to the decrease in the average ratio during the study period, and the increase in the average per capita income does not affect private investment in the year The first is that the increase in income tends to benefit from interest rates, then this effect appears on private investment in the second year because these savings have been converted to investment, and inflation does not have a significant effect on private investment. As for the increase in imports, it is considered a challenge and a threat to private investment because the foreign product is competitive. for the local product. It was found that increasing public investment works to create a suitable climate for private investment, and the relationship between them is complementary. The private investor prefers a stable political and economic environment.

Key words: monetary policy - interest rates - exchange rate - private credit - private investment.

مقدمة:

أوضحت السياسة النقدية والنظريات المفسرة لها من الموضوعات الهامة التي يهتم بها الباحثون والمؤسسات الرسمية التنفيذية والبحثية، فالسياسة النقدية من مسؤوليات ومهام البنك المركزي من خلال مجموعة من الإجراءات والعمليات لإدارة كل من عرض النقود وسعر الفائدة وسعر الصرف والرقابة على الائتمان والتأثير في حجمها عن طريق الإجراءات والأدوات التي تستخدمها الدولة وتتمثل في إعادة سعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني وأدوات كمية حديثة مثل أدوات التيسير الكمي وسعر الفائدة السالب، وذلك لتحقيق أهداف اقتصادية كلية مثل زيادة معدل النمو وتقليل البطالة وزيادة الاستثمار ورفع معدلات التوظيف واستقرار قيمة العملة النقدية ومجابهة التضخم وتحقيق استقرار في المستوى العام للأسعار.

ويعتبر الاستثمار المحلي الخاص الركيزة الأساسية لتحقيق نمو فعال ومستمر داخل الدولة في كافة مجالات الاقتصاد، فقد أولى الباحثون أهمية بالغة في كيفية تعظيم المنافع الاقتصادية وحسن استغلال الموارد الاقتصادية باستثمارها في كافة الأنشطة الاقتصادية وتهيئة مناخ استثمار عام يساعد على تحقيق تنمية حقيقية مستدامة، ولأن زيادة الاستثمار من أهداف السياسة النقدية، فقد اهتم البحث بقياس أثر السياسة النقدية على نمو الاستثمار في مصر خلال فترة الدراسة ١٩٩٠-٢٠١٩.

مشكلة الدراسة:

تتمثل المشكلة البحثية في بحث أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر خلال فترة الدراسة (١٩٩٠-٢٠١٩)، فقد تغيرت السياسة النقدية خلال هذه الفترة عدة مرات ما بين انكماشية وتوسعية، وأن من أهداف هذه السياسة حفز الاستثمار الخاص في مصر. وتميزت هذه الفترة (١٩٩٠-٢٠١٩) بتجسيد إصلاحات اقتصادية جذرية، تمثلت في التحول من اقتصاد مدار قائم على المبادئ الاشتراكية إلى اقتصاد قائم على مبادئ الاقتصاد الحر، حيث تسعى مصر في ضوء ذلك إلى زيادة فرص العمل وزيادة الإنتاج وتعظيم دور المنتج المحلي في سد الفجوة التصديرية، كما استطاعت مصر تحسين البيئة التشريعية بإصدار عدة قوانين لتساعد المستثمرين والمنتجين على الاستثمار والاستمرار في السوق المصري. وبالرغم من بذل مجهود كبير من الدولة لدعم وحفز الاستثمار الخاص في مصر إلا أنه لا زال حجم الاستثمار الخاص وأثره في دعم مخططات التنمية لم يفي بالمستهدفات.

ولذلك فإن مشكلة الدراسة تكمن في الإجابة عن السؤال الرئيسي التالي:
إلى أي مدى أثرت السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر خلال فترة الدراسة؟
أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق ما يلي:

١. توصيف مشكلة الدراسة وتوضيح الإطار النظري لأثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص.
٢. تحليل تطور أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص خلال فترة الدراسة.
٣. تقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة وقياس أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر.

فرضية الدراسة:

تسعى الدراسة لاختبار فرضية مفادها:

السياسة النقدية لها تأثير معنوي وفعال على الاستثمار الخاص في مصر خلال فترة الدراسة.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة من الناحية النظرية في مناقشة وبحث الجدل فيما بين الاتجاهات المختلفة تجاه أهمية وتأثير السياسة النقدية على الاستثمار الخاص، كما تتمثل الأهمية التطبيقية للدراسة في بيان أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص خلال فترة الدراسة.

منهجية الدراسة:

تعتمد الدراسة على المنهج الاستقرائي للتأصيل النظري لموضوع الدراسة ورصد تغيرات السياسة النقدية وتطور نمو الاستثمار الخاص في مصر خلال فترة الدراسة، والمنهج الاستنباطي لإمكانية استنباط وتقدير العلاقة بين السياسة النقدية وبين الاستثمار الخاص من خلال قياس أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص باستخدام نماذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL ، وبحث اتجاه العلاقة بينهما باستخدام التحليل الكمي.

يتكون البحث من عدة أقسام كالتالي:

- ١- الإطار النظري للسياسة النقدية والاستثمار الخاص.
- ٢- تطور السياسة النقدية والاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٩).
- ٣- تقدير العلاقة وقياس أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٩).
- ٤- النتائج والتوصيات .

١. الإطار النظري للسياسة النقدية والاستثمار الخاص:

١/١ تعريف السياسة النقدية **Definition Of Monetary Policy**:

تعتبر السياسة النقدية من أهم السياسات التي تستخدمها الدولة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وهي تعبر بمفهومها البسيط عن كافة الإجراءات للتحكم في عرض النقود، ولقد ساهم الاقتصاديون في وضع تعاريف متنوعة للسياسة النقدية، كما يلي:

تعرف بأنها: "ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات (Reinhold kamati, . nov 2014, u.k.p15)

وتعرف بأنها: "مجموعة الإجراءات المتعمدة للحكومة أو السلطات النقدية لإدارة عرض النقد وسعر الفائدة، بهدف الوصول بالاقتصاد الوطني إلى مرحلة التشغيل الكامل والمحافظة عليه من التضخم" (Frederic S. Mishkin, 27, March 1996, p9)

٢/١ الكيفية التي تؤثر بها السياسة النقدية على الاستثمار الخاص:

في حالة دخول البنك المركزي مشتريا في السوق المفتوحة فهذا يؤدي إلى زيادة كل من عرض النقود واحتياجات البنوك التي تؤدي إلى زيادة قدرة البنوك على منح الائتمان، ولكي يحفز البنك المنشآت على الاقتراض فسوف يخفض سعر الفائدة الذي يمثل حافزا لمنشآت الأعمال على الاقتراض للقيام باستثمارات جديدة أو التوسع في الاستثمارات القائمة، ومن ناحية أخرى فهذا الخفض في سعر الفائدة يكون حافزا للمستهلكين لخفض إخراجهم وزيادة إنفاقهم، وقد عبر كينز في نموذج الميسر وفقا لنظرية المضاعف Multiplier Theory فإن هذه الزيادة الإنفاقية ستؤدي إلى زيادة مضاعفة في الناتج القومي الصافي وذلك من خلال: الزيادة في كمية النقود تؤدي إلى زيادة إلى خفض سعر الفائدة وزيادة الاستثمار الخاص وزيادة الاستهلاك مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي الذي بدوره يؤدي إلى زيادة مستوى الناتج القومي. أما دخول البنك المركزي بائعا في السوق المفتوحة فعملية البيع تؤدي إلى انخفاض في عرض النقود مما يؤدي إلى رفع سعر الفائدة الذي من شأنه خفض الاستثمار ومن ثم مستوى الناتج القومي. (وحيد عامر، ٢٠١٠، ص١٧٩).

٣/١ ميكانيزم انتقال السياسة النقدية:

تعتبر قناة الانتقال عن الطريق الذي من خلاله يبلغ أثر أدوات السياسة النقدية إلى الهدف النهائي تبعا لاختيار الهدف الوسيط وتنحصر هذه القنوات فيما يلي:

١/٣/١ قناة سعر الفائدة **Interest Rate Channel**: وهي قناة تقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية إلى هدف النمو، بحيث أن السياسة النقدية الانكماشية تعمل على ارتفاع أسعار الفائدة الإسمية Nominal Interest Rates، مما يعمل على ارتفاع سعرها الحقيقي Real Interest Rates ومنه

ارتفاع تكلفة رأس المال، وهذا ما يؤدي إلى تقليص الطلب على الاستثمار *Investment Demand*، كما قد يضعف طلب العائلات على السلع المعمرة والتحول إلى الاستثمار في العقار مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض الطلب الكلي *Aggregate Demand* ومنه النمو *The Growth* ويميل مجلس الاحتياطي الفيدرالي *The Federal Reserve* والبنوك المركزية الأخرى إلى تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل في تسلسل من الخطوات الصغيرة في نفس الاتجاه وعكس اتجاه تحركات أسعار الفائدة بشكل غير منتظم. أدت هذه الخصائص التي يشار إليها غالباً باسم تجانس معدل الفائدة *Interest Rate Homogeneity*، إلى أن السياسة تستجيب قليلاً جداً ومتأخرة جداً لتطورات الاقتصاد الكلي" (B) (Sack, V Wieland, 2000, p5).

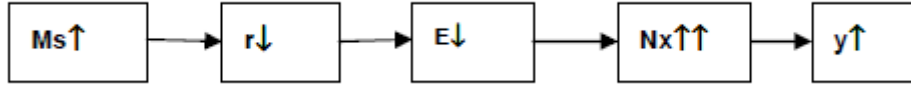
وتعمل السياسة النقدية التقليدية في إطار نموذج (IS/LM) الكينزي وفي حالة السياسة التوسعية تؤدي إلى زيادة عرض النقود ($Ms \uparrow$) مما يترتب عليها حدوث انخفاض في سعر الفائدة الحقيقي ($r \downarrow$) وينتج عن ذلك انخفاض تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري ($I \uparrow$)، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب والنتائج الكلية ($Y \uparrow$)، وفيما يلي توضيح آلية انتقال آثار السياسة النقدية من خلال قناة سعر الفائدة:



ملاحظة: بالرغم من أن قناة سعر الفائدة تعمل من خلال قرارات الإنفاق الاستثماري للمشروعات إلا أن الدراسات الحديثة أكدت على إمكانية إدخال قرارات المستهلكين الخاصة بالإنفاق على الأراضي والعقارات والسلع المعمرة. (Peter Van Els, Alberto et.al, , December 2001, P 13)

٢/٣/١ قناة سعر الصرف **Exchange Rate Channel**: تشتمل قناة سعر الصرف على أثر أسعار الفائدة الحقيقية، وتستخدم هذه القناة للتأثير على الصادرات *Exports* من جهة ومن جهة أخرى تستعمل إلى جانب معدلات الفائدة في استقطاب الاستثمار الأجنبي *Foreign Investment* وتعود أهمية سعر الصرف إلى أن تأثير تغييره يصل على الاقتصاد المحلي من خلال تأثيره على حجم تدفقات *Flows* الاستثمار الأجنبي (البنك المركزي المصري، ٢٠٠٠، ص ٣).

فالسياسة النقدية التوسعية ($Ms \uparrow$) تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية ($r \downarrow$) مما يجعل الودائع بالعملة المحلية أقل جاذبية مقارنة بالودائع بالعملات الأجنبية مما يترتب عنه انخفاض مقدار الودائع بالعملة المحلية مقارنة بمقدار الودائع بالعملات الأجنبية، هذا ما يتسبب في انخفاض قيمة العملة المحلية وينتج عن ذلك انخفاض قيمة العملة المحلية حدوث زيادة في أسعار السلع المستوردة مقومة بالعملة الأجنبية مما يؤدي إلى زيادة صافي الصادرات ($Nx \uparrow$) وبالتالي حدوث زيادة في الناتج الكلي ($Y \uparrow$). وفيما يلي توضيح آلية انتقال آثار السياسة النقدية من خلال قناة سعر الصرف (Banking Institute, the central Bank of Egypt, Issue Two, P 1)



٣/٣/١ قناة توفير الائتمان المصرفي *Bank Lending Channel*

تلعب البنوك التجارية دوراً مهماً في النظام المالي؛ لأنها تستطيع التغلب على مشاكل عدم تماثل البيانات والمعلومات داخل أسواق الائتمان؛ مما يدفع المقترضين إلى عدم اللجوء إلى أسواق الائتمان طالما توافرت لديهم القدرة على تدبير الأموال اللازمة لهم من مصادر أخرى وهي البنوك، وذلك تحت فرض عدم وجود إخلال كامل بين الأرصدة داخل البنوك والأرصدة الأخرى من المصادر المختلفة غير البنوك. وتعمل قناة توفر الائتمان المصرفي كإحدى آليات انتقال أثر السياسة النقدية، من خلال الميكانيزم التالي:

$$M\uparrow \rightarrow \text{Bank Deposits}\uparrow \rightarrow \text{Bank Loans}\uparrow \rightarrow I\uparrow (C\uparrow) \rightarrow Y\uparrow$$

ويؤدي اتباع سياسة نقدية توسعية $M\uparrow$ إلى زيادة حجم الاحتياطات والودائع لدى البنوك \uparrow Bank Deposits، فيصرف في شكل زيادة القروض المصرفية المتاحة \uparrow Bank Loans، لأن العديد من الوحدات الاقتصادية سوف تعتمد على القروض البنكية لتمويل أنشطتها، وهذه الزيادة في حجم القروض المصرفية سوف تتسبب في زيادة الإنفاق الاستثمائي \uparrow I، ومن ثم زيادة الإنفاق الاستهلاكي $(C\uparrow)$ ، مما ينتج عنه حدوث زيادة الطلب الكلي، ومن ثم الناتج الكلي $Y\uparrow$.

(Ben S. Bernanke and Mark Gertler, June 1995, PP 18 - 22)

ولعل إحدى الملاحظات المهمة أن السياسة النقدية التي تعمل من خلال هذه القناة سيكون لها عظيم الأثر على الإنفاق الذي يتم بواسطة الشركات الصغيرة، والتي تعتمد بصفة أساسية على الائتمان المصرفي، وليس على الإنفاق الذي يتم بواسطة الشركات الكبيرة التي يمكنها الدخول مباشرة إلى أسواق الائتمان لتدبير احتياجاتها، من خلال أسواق الأسهم والسندات (Lloyd B. Thomas, pp 537–538).

٢. مفهوم الاستثمار الخاص *Private Investment*

يعد الاستثمار الخاص ذو أهمية كبرى لمساهمته في عملية التنمية لأي دولة، ويمكن تعريفه بأنه: " الاستثمار الذي يقوم به فرد أو مجموعة من الأفراد المستثمرين بنشاط محدود يتمثل في شركات مساهمة أو فردية من مستثمرين يمثلون شرائح مختلفة من المجتمع" (Atukeren, Erdal. (2005), p44).

١/٢ محددات الاستثمار الخاص:

إن تطور الاستثمارات الخاصة في الدول النامية باعتبارها ركيزة النمو الاقتصادي كان موضوع اهتمام الباحثين والمسؤولين السياسيين وهناك العديد من محددات الاستثمار الخاص تتمثل في (Mallick, Jagannath., February 2016, p61.)

١/١/٢ معدل نمو الناتج المحلي *GDP Growth Rate*: هناك علاقة بين الاستثمار الخاص ومعدل نمو الناتج المحلي، فزيادة الاستثمار سواء في تنمية الموارد أو في البحث والتطوير والتعليم والتدريب ومن

خلال تأثيرها الإيجابي على الإنتاجية تسهم في زيادة معدل نمو الناتج الإجمالي، كما أن زيادة معدل نمو الناتج من شأنها أن تعطي المستثمرين مؤشرا تفاؤليا عن مستقبل الطلب الكلي والأداء الاقتصادي مما يحفزهم على تنفيذ مشاريع استثمارية جديدة.

٢/١/٢ سعر الفائدة الحقيقي Real Interest Rate: فيما يتعلق بأثر سعر الفائدة على الاستثمار الخاص في الدول النامية فما زالت هناك اختلافات حول هذا الأثر على المستويين النظري والتجريبي، حيث شاع الاعتقاد حتى بداية السبعينات وطبقا للنظرية الكينزية والنيوكلاسيكية، أن تخفيض أسعار الفائدة يشجع الانفاق الاستثماري، فإن الأدب الاقتصادي المعاصر والذي بدأ مع ظهور نموذج ماكينون - شو في أوائل السبعينات من القرن العشرين وتبني صندوق النقد والبنك الدوليين لسياسة الإصلاح الاقتصادي طالب بإزالة التشوهات في سعر الفائدة، ونادى بتحرير القطاع المالي واتباع سياسة نقدية تعمل على رفع أسعار الفائدة الحقيقية إلى قيم موجبة بهدف زيادة حجم الاستثمار، وذلك على اعتبار أن أسعار الفائدة المرتفعة ستؤدي من ناحية إلى تشجيع المدخرات، ومن ناحية أخرى إلى التوظيف الكفء لهذه المدخرات على أساس من المناقشة التي تؤدي في النهاية إلى سيادة الاستثمارات الأكثر كفاءة وربحية (B Sack, V, 2000, p9).

٣/١/٢ نصيب الفرد من الدخل: نظريا يتغير الطلب على الإنفاق الاستثماري طرديا مع مستويات الدخل الفردي بالدولة، والدول النامية التي يكون فيها الدخل الفردي مرتفعا تكون فيها معدلات الادخار مرتفعة نسبيا، وهذا يدل على وجود أموال أكثر لتمويل الطلب الاستثماري على عكس الدول النامية الأخرى التي تتميز بدخل منخفض ويكون الميل الحدي للاستهلاك مرتفعا نسبيا (وحيد عامر، ٢٠١٠، ص ١٧٩).

٤/١/٢ معدل الاستثمار العام: كما هو الحال بالنسبة لمعدل الفائدة الحقيقي فإن تأثير معدل الاستثمار العام (نسبة الإنفاق الاستثماري العام / الناتج المحلي الإجمالي) على الاستثمار الخاص يبقى غير مؤكد، فمن جانب تكون الاستثمارات العامة مكتملة ومدعمة للاستثمار الخاص، خاصة عندما توجه النفقات الاستثمارية العامة نحو بناء البنية التحتية (المدارس، المستشفيات، الطرق... إلخ). إن إقامة مشاريع في هذا المجال من شأنها أن ترفع من معدل العائد المتوقع للاستثمار الخاص، ومن ناحية أخرى ينظر للاستثمارات العامة كعامل له تأثيرات سلبية على توسع المشاريع الخاصة وخاصة عندما تلجأ الحكومات عن طريق مؤسساتها إلى الاستثمار في مشاريع الإنتاج سلع وخدمات منافسة لتلك المنتجة من طرف القطاع الخاص، ويضيف بعض الباحثين في هذا المجال أن تأثير الاستثمارات العامة على معدلات الاستثمار الخاص يزيد خاصة عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة أو تكون السياسة الضريبية غير محفزة للقطاع الخاص كما هو الشأن بالنسبة لمعظم دول العالم الثالث.

١/٤/١/٢ إشكالية المزاحمة بين الاستثمار العام والخاص:

تحدث المزاحمة عندما تقوم الدولة برفع نفقاتها العامة وهذا يؤدي إلى حدوث عجز في الموازنة العامة، ولتمويل هذا العجز تتوجه الدولة إلى الاقتراض الداخلي هذا يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة من جهة وتقليل حجم الموارد المالية المتاحة للقطاع الخاص من جهة أخرى، فيصعب على منشآت القطاع الخاص أن تقترض وتستثمر وبالتالي يتراجع حجم الاستثمارات الخاصة.

٢/٤/١/٢ مفهوم المزاحمة Crowding Out:

تعريف: يقصد بالمزاحمة أنها إبعاد القطاع الخاص أو تقليل حظوظه في النشاط الاقتصادي، إذ أن ارتفاع الإنفاق العام يؤدي إلى تحول الموارد النادرة من القطاع الخاص إلى القطاع العام نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة .

وتحدث المزاحمة عند حدوث عجز في الميزانية العامة حيث تلجأ الحكومة إلى الاقتراض المحلي لتمويل العجز وبالتالي زيادة الطلب على الأموال الخاصة وهذا يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة فيتراجع حجم الاستثمار الخاص وبالتالي انخفاض في الطلب الكلي الخاص، وتلجأ الحكومة في كثير من الأحيان إلى تمويل عجز الموازنة بطريقتين هما الدين الداخلي المحلي والاقتراض من البنك المركزي، وهناك العديد من الباحثين الذين اهتموا بموضوع المزاحمة من بينها كارديسو الذي وجد أن علاقة الاستثمار الخاص بالاستثمار العام علاقة تكاملية، وفسر ذلك بأن الاستثمار العام يوفر البيئة المناسبة للاستثمار الخاص من خلال الاستثمار في البنى التحتية ويؤكد على أن القطاع العام يزاحم القطاع الخاص على الموارد المالية المتاحة للإقراض. (Leanne Ussher, Do Budget Deficits Raise Interest Rates? ١٩٩٨, P3)

٢/٤/١/٥ معدل التضخم Inflation: حسب القاعدة النظرية عندما يكون معدل التضخم في بلد ما مرتفعاً نسبياً فإنه يكون له أحد تأثيران، الأول: يؤثر سلباً على الإنفاق الاستثماري، نظراً لأنه يسبب في رفع معدلات المخاطرة على المديين المتوسط والطويل، ويرجع ذلك لتأثير التضخم على المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على القرار الاستثماري كأسعار الفائدة الحقيقية ومستويات الاستهلاك والادخار، إضافة إلى أن المعدلات المرتفعة للتضخم تعبر دوماً عن عدم وجود استقرار اقتصادي بالبلد، وعدم مقدرة الحكومة التحكم في السياسات الاقتصادية الكلية، والثاني: تأثير إيجابي فإنه يحفز الاستثمار الخاص إذا كان ناشئاً عن زيادة الطلب ونقص العرض، فإن فجوة العرض تحفز المستثمرين على مزيد من ضخ رؤوس الأموال وزيادة الإنتاج لسد الفجوة وتلبية طلب المستهلكين.

٣. تطور الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

يعتبر تطور الاستثمارات الخاصة في الدول النامية باعتبارها ركيزة النمو الاقتصادي كان موضوع اهتمام الباحثين والمسؤولين السياسيين، وتهتم الدول به كثيراً لأنه ركيزة التنمية الاقتصادية، وتلاحظ في مصر

خلال فترة الدراسة أن الاستثمار الخاص في ازدياد ونمو مستمر حيث كان الاستثمار الخاص عام ١٩٩٠ بلغ ١٢,٥ مليار جنيه بنسبة ١% من الناتج المحلي الإجمالي، وفي عام ٢٠١٩ بلغ الاستثمار الخاص ٣١٦,٤ مليار جنيه بنسبة ٩% من الناتج المحلي الإجمالي بمعدل نمو ٤٨%.

ويرجع هذا التطور في زيادة مساهمة الإنفاق الاستثماري الخاص خلال فترة الدراسة إلي تبني الدولة سياسة الخصخصة ضمن برامج الإصلاح الاقتصادي المطبقة منذ بداية التسعينيات، فقد انعكست السياسات الاقتصادية الكلية للدولة في فتح الباب أمام القطاع الخاص لتعزيز مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي، وتقليص التدخل المباشر للدولة في النشاط الاقتصادي بحيث تحددت التوجهات الاستثمارية في تركيز الاستثمار الحكومي على تهيئة عناصر البنية الأساسية والخدمات الاجتماعية الضرورية، مع إفساح مجالات أوسع أمام استثمارات القطاع الخاص المحلي والأجنبي بكافة أشكالها مباشرة أو غير مباشرة، بحيث يقع العبء الأكبر في دفع حركة التنمية على القطاع الخاص.

كما اتبعت الحكومة مجموعة من السياسات والإجراءات لتشجيع القطاع الخاص في زيادة الاستثمار، ومن أبرز الدلالات على ذلك تبني هيئة الاستثمار لمفهوم الشباك الواحد لتيسير إجراءات استصدار الموافقات والتراخيص، وكذا الخطوات التنفيذية الجادة التي انتهجتها الحكومة للإسراع ببرامج الخصخصة والذي أسفر عن حصيله تجاوزت ٣,٣ مليار جنيه خلال الفترة (يونيو ٢٠٠٤ - أبريل ٢٠٠٥) ، إلى غير ذلك من السياسات والإجراءات التي ثبتت فاعليتها في بث روح التفاؤل في مجتمع رجال الأعمال وتأكيد حرص الحكومة على تهيئة كافة فرص النمو للاستثمارات الخاصة. ولعل ما يؤكد ذلك هو ما شهدته عام ٢٠٠٥/٢٠٠٤ من طفرة كبيرة في الشركات التي تم تأسيسها حيث تضاعف عددها، وزاد حجم رؤوس أموالها بنسبة ٦٤% (وزارة التخطيط والمتابعة ٢٠٠٤/ ٢٠٠٥، ص ١٠).

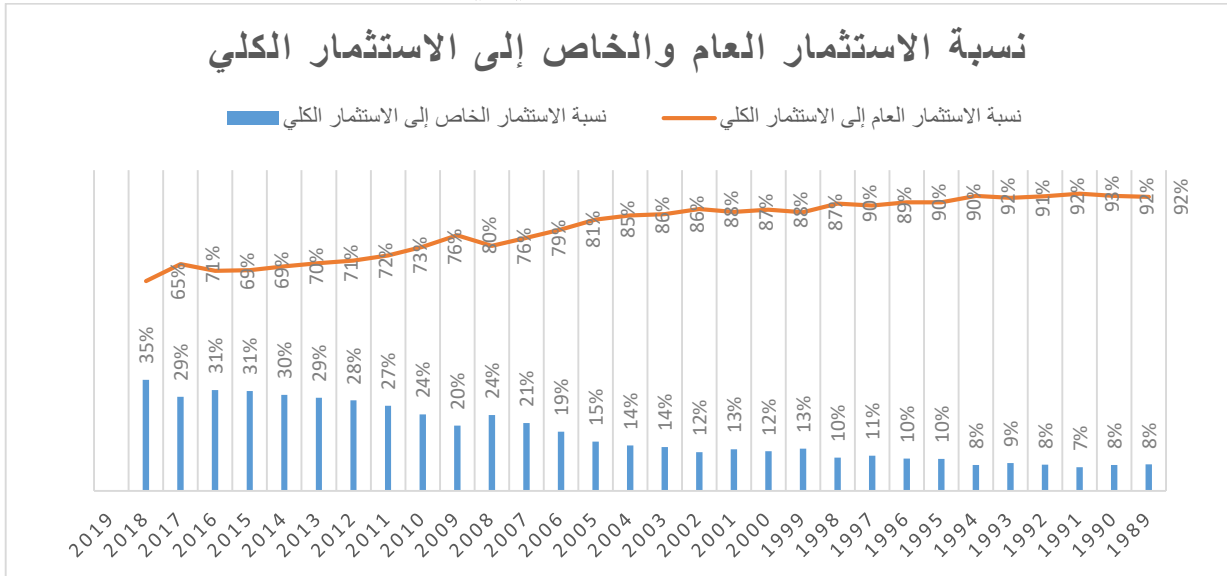
١/٣ نسبة الاستثمار العام والخاص إلى الاستثمار الكلي في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

بتحليل الاستثمار إلى شقيه العام والخاص خلال فترة الدراسة، يمكن الاستعانة بالشكل رقم (١) الذي يوضح نسب مساهمة القطاع العام والخاص إلى إجمالي الاستثمارات المنفذة خلال فترة الدراسة والذي ينضح منه أن الاستثمار العام يقل كنسبة من الاستثمار الكلي خلال فترة الدراسة، حيث بدأ عام ١٩٩٠ بنسبة ٩٢% من الاستثمار الكلي ووصل عام ٢٠١٩ إلى نسبة ٦٥% كنسبة من الاستثمار الكلي بالرغم من زيادة الاستثمار العام كرقم مطلق حيث كان عام ١٩٩٠ ما يبلغ ١٣٨,٢ مليار جنيه ووصل عام ٢٠١٩ إلى ٥٩٨,٤ مليار جنيه.

بينما يتجه الاستثمار الخاص نحو الزيادة كنسبة من الاستثمار الكلي حيث بلغ عام ١٩٩٠ نسبة ٨% وأخذ في الزيادة حتى وصل عام ٢٠١٩ نسبة ٣٥% وزاد أيضا من حيث كونه رقم مطلق حيث كان عام ١٩٩٠ مبلغ ١٢,٥ مليار جنيه ووصل عام ٢٠١٩ مبلغ ٣١٦,٤ مليار جنيه.

وفي هذا يتضح أن الدولة تسعى إلى زيادة مشاركة القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية وأن الاستثمار العام يعتبر تهيئة بيئة ملائمة لزيادة الاستثمار الخاص وحافز لمزيد من التدفق الأجنبي داخل الاقتصاد المصري.

شكل رقم (١) نسبة الاستثمار العام والخاص إلى الاستثمار الكلي في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)



المصدر: إعداد الباحث من خلال جدول رقم (٣) بالملحق الإحصائي.

ويتضح من الشكل رقم (١) زيادة مساهمة الإنفاق الاستثماري الخاص مقابل انخفاض مساهمة الاستثمار العام من إجمالي الاستثمارات المنفذة خلال فترة الدراسة، فقد ارتفع مساهمة القطاع الخاص في الإنفاق الاستثماري الإجمالي من ٨,١% خلال العام الأول من التسعينيات لتصل إلى ١٢% في نهاية فترة التسعينيات، مع انخفاض مساهمة القطاع العام من ٩٢% في بداية الفترة لتصل إلى ٨٧% في نهاية التسعينيات، ويفسر تراجع أهمية الاستثمار العام في النصف الأول من التسعينيات بصعوبة ضغط بنود النفقات الجارية لأسباب اجتماعية وسياسية، مما ترتب عليه أن ركز برنامج الإصلاح على تخفيض الإنفاق العام الاستثماري. (سميحة فوزي، نهال المغربي، إبريل ٢٠٠٤، ص ١٣).

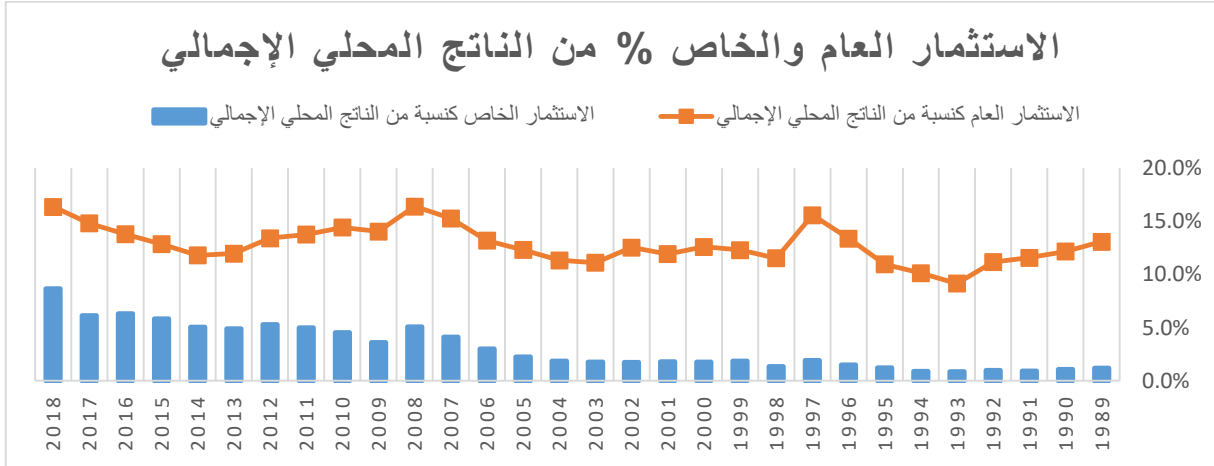
وبنهاية العقد الأول للألفية الثانية وصل مساهمة الإنفاق الاستثماري الخاص ٢٤% من جملة الاستثمارات المنفذة بينما سجل الإنفاق الاستثماري العام ٧٦%، كما هو واضح بالجدول رقم (٣) بالملحق الإحصائي.

٢/٣ الاستثمار العام والخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

بلغت نسبة الاستثمارات العامة للناتج المحلي الإجمالي لتصل إلى أدنى مستوى لها عام ١٩٩٣ لتسجل ٩% مقابل ١٦% كأعلى مستوى في الأعوام ٢٠٠٨ و ٢٠١٨، بينما تزايدت نسبة الاستثمارات الخاصة

من الناتج المحلي الإجمالي لتصل إلى أعلى مستوى لها عام ٢٠١٨ لتسجل ٨,٧% مقابل ١,١% عام ١٩٩١، وذلك كما هو واضح بالجدول رقم (٣) بالملحق الإحصائي.

شكل رقم (٢) الاستثمار العام والخاص % من الناتج المحلي الإجمالي في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)



المصدر: إعداد الباحث من خلال دول رقم (٣) بالملحق الإحصائي.

ويمكن تفسير ذلك من خلال تحليل المؤثرات الداخلية والخارجية على الاقتصاد المصري كما يلي: أثرت السياسة النقدية سلباً في معدلات الاستثمار الخاص في السنتين التاليتين لتطبيق برنامج الإصلاح نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة الإسمية للسيطرة على معدلات التضخم؛ فقد سجل معدل الفائدة السنوية على القروض ٢٠,٣%، ١٨,٣% عامي ١٩٩٢، ١٩٩٣ على التوالي وهو ما انعكس على تراجع الإنفاق الاستثماري الخاص ليسجل معدل نمو سالباً نحو ٩,٨% عام ١٩٩٣. إلا أنه سرعان ما أخذت الاستثمارات الخاصة في الانطلاق بعد أن تأكدت جدية الحكومة في تنفيذ برنامج الإصلاح وتزايدت الثقة في السياسات الحكومية والشروع في تطبيق برنامج الخصخصة، ليرتفع متوسط معدل نمو الاستثمار الخاص إلى ما يقرب من 28.7% في أوائل النصف الثاني من التسعينيات (سميحة فوزي، نهال المغربي، ٢٠٠٤، ص ١٣)

وقد تعرض الاقتصاد المصري لصدمات داخلية وخارجية (منها الأزمة المالية للأسواق الصاعدة في دول جنوب شرق آسيا، وحادث الهجوم الإرهابي على السائحين في الأقصر، والانخفاض الحاد في أسعار البترول عام ١٩٩٨)، وهو ما أدى إلى تراجع الإنفاق الاستثماري الخاص ليسجل معدل نمو سالباً نحو ٢٦,٧% عام ١٩٩٨، وقد ازداد الوضع تفاقمًا نتيجة الآثار الاقتصادية العالمية الناجمة عن أحداث ١١ سبتمبر ٢٠٠١ في الولايات المتحدة الأمريكية، والحرب على العراق، كل ذلك أثر بالسلب في النمو

الاقتصادي ومعدلات الاستثمار؛ فتعثر كثير من المشروعات الاقتصادية وازدادت حالات الإفلاس، وانخفضت قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات من ٥٥,١ مليار جنيه عام ١٩٩٩م إلى ١٥,٨ مليار جنيه عام ٢٠٠٢ (شاهيناز محمد، يونيو ٢٠٠٣، ص ١٠)

وقد انعكست كل هذه التطورات في الناتج المحلي الإجمالي حيث انخفض معدل النمو الحقيقي في عام ٢٠٠١ - ٢٠٠٢ إلى ٢,٤% ومن ثم لم يتمكن الاقتصاد المصري من تحقيق معدل النمو الحقيقي المستهدف في إطار الخطة الخمسية الخامسة والبالغ ٥% وذلك على ضوء حالة الركود التي عانى منها الاقتصاد المصري خلال تلك الفترة وتدني معدل الاستثمار المحلي (وزارة التخطيط والمتابعة، ٢٠٠١-٢٠٠٢، ص ٣)

واستمرت حالة الركود التي يعاني منها الاقتصاد المصري حتى عام ٢٠٠٣ - ٢٠٠٤ ، وفي ذلك العام تأثر الاقتصاد المصري سلبا بتداعيات الحرب على العراق والبيئة الاقتصادية غير المواتية والاضطرابات في سوق الصرف الأجنبي بسبب إعلان الحكومة في يناير ٢٠٠٣ عن تحرير سعر صرف الجنيه المصري وهو ما أدى إلى تسجيل الاقتصاد المصري لمعدل نمو حقيقي بلغ ٣,٢%، وهو ما اضطرت معه الحكومة إلى إعادة النظر في الهدف الإنمائي الأساسي للخطة الخمسية ممثلاً في تحقيق معدل نمو يفوق معدل نمو السكان بثلاثة أضعاف أي تحقيق معدل نمو يصل إلى ٦%، وقد تم خلال ذلك العام تعديل معدل النمو المستهدف إلى معدل أكثر واقعية وهو ٣% (وزارة التخطيط والمتابعة ، ٢٠٠٢ / ٢٠٠٣، ص ١)

وفي عام ٢٠٠٤-٢٠٠٥ تغلب الاقتصاد المصري على حالة الركود التي تعرض لها خلال السنوات الأولى من الألفية الثانية والتي أفرزتها المتغيرات الداخلية والإقليمية والدولية في مطلع القرن الحالي، حيث ارتفع معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي إلى نحو ٤,١% وهو ما يعزى إلى اتجاه الحكومة إلى تطبيق منهج شامل لتنفيذ الجيل الثالث^(١) من سياسات الإصلاح الاقتصادي.

ومع الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ ، شهدت استثمارات القطاع الخاص تباطؤ ملحوظا حيث لم يتجاوز ٩٥,٥ مليار جنيه عام ٢٠٠٩ مقارنة ب ١٢٩ مليار جنيه في عام ٢٠٠٧ ، مسجلا بذلك

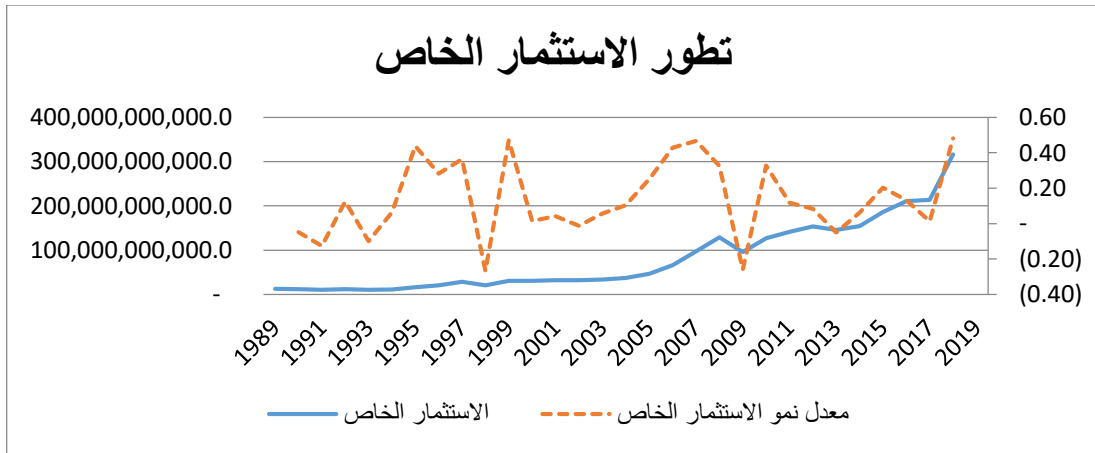
^(١) دخلت مصر في عام ٢٠٠٤ مرحلة اقتصادية جديدة مع بدء تنفيذ سياسات الجيل الثالث من الإصلاح الاقتصادي والتي تتضمن الإصلاحات التالية: ١. الإصلاح الضريبي، ٢. الإصلاح الجمركي، ٣. الإصلاح المصرفي. وتقوم فلسفة الجيل الثالث من سياسات الإصلاح الاقتصادي على مسايرة الاقتصاد العالمي. وفي إطار هذا الجيل من الإصلاحات الاقتصادية - أيضا - يتحول القطاع الخاص من الشريك الأصغر الذي يحتاج إلى الدعم والتوجيه إلى الشريك الكامل في تعبئة الاستثمارات اللازمة للتشغيل وتوليد الدخل وفي رسم السياسات وتنفيذها.

انخفاضاً قدره ٣٣ مليار جنية وبنسبة تراجع ٢٦% وقد انعكست هذه التطورات في انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي إلى ٤,٧% عام ٢٠٠٩ مقابل ٧,٢% عام ٢٠٠٨ .

شهد الاستثمار الخاص تراجعاً كنسبة من جملة الاستثمارات المنفذة عام ٢٠١١ ، حيث سجل الاستثمار الخاص ٢٧,٢% من إجمالي الاستثمارات المنفذة عام ٢٠١١ مقابل ٢٤,٣% في العام السابق، وعلي مستوى القيم الكلية للاستثمار ازداد الاستثمار الخاص بمقدار ١٤١,٧ مليار جنية في عام ٢٠١١ مقابل ١٢٦,٨ مليار جنية في العام السابق بمعدل نمو ١١,٨% .

ومنذ عام ٢٠١٥ شهد الاستثمار الخاص والعام نمواً مطرداً حيث زاد الاستثمار العام بمبلغ ٤١٠ مليار جنية بنسبة ٦٩% كنسبة من الاستثمار الكلي والاستثمار الخاص بمبلغ ١٨٦ مليار جنية بنسبة ٣١% ووصل عام ٢٠١٨ الاستثمار العام إلى ٦٥% بمبلغ ٥٩٨ مليار جنية والاستثمار الخاص بنسبة ٣٥% بمبلغ ٣١٦ مليار جنية. وذلك بسبب انتهاج الدولة لخطة الإصلاح الاقتصادي الهيكلي الذي يقوم على تحسين البنية التحتية للاقتصاد المصري وزيادة مشاركة القطاع الخاص في تحقيق التنمية المستدامة في جميع قطاعات الاقتصاد، لإحداث إصلاح حقيقي وجذري للمشكلات الاقتصادية المحلية.

شكل رقم (٣) تطور الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)



المصدر: إعداد الباحث من خلال جدول رقم (٣) بالملحق الإحصائي.

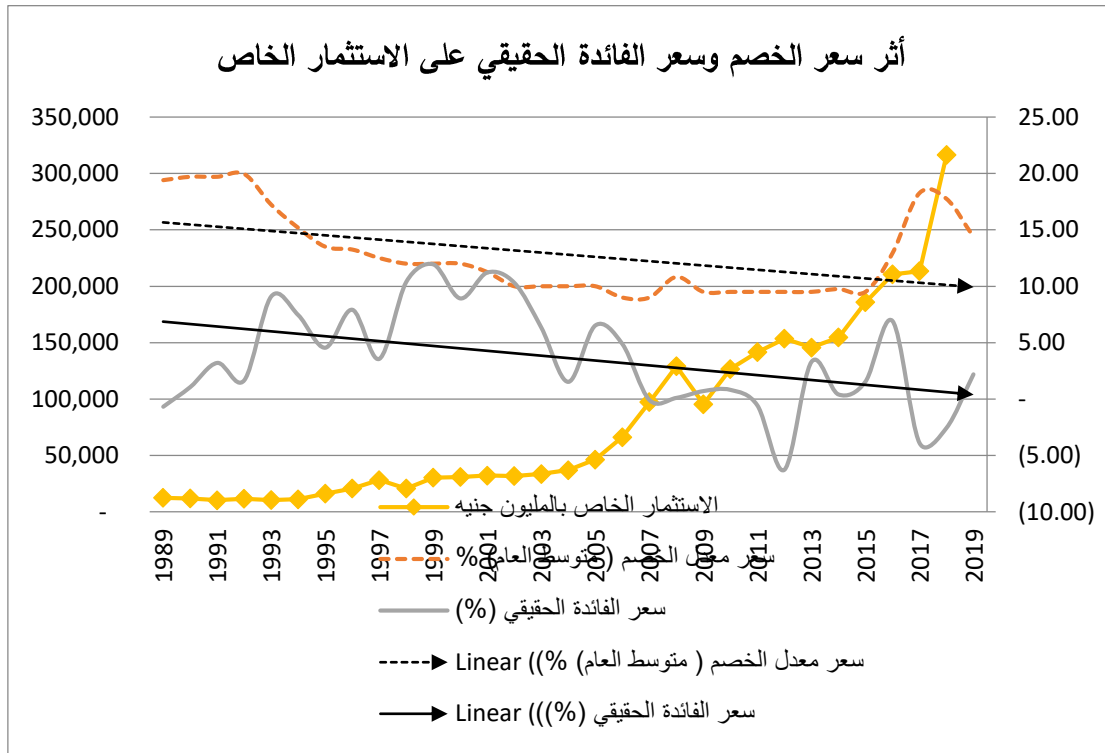
٣/٣ تحليل أثر متغيرات السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

١/٣/٣ أثر سعر الخصم على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

يتضح من الشكل رقم (٤) أن اتجاه سعر الفائدة الحقيقي ومعدل الخصم منخفض خلال فترة الدراسة وأن اتجاه حجم الاستثمار الخاص مرتفع، وهذا يوضح أن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والاستثمار

الخاص، حيث بانخفاض سعر الفائدة تنخفض تكاليف الانتاج فيزداد الاستثمار وترتفع الأرباح فتزيد رغبة المستثمرين في الاستثمار. ولكن لا تبدو العلاقة بين المتغيرين قوية حيث زيادة الاستثمار الخاص تاخذ شكل تصاعدي بينما تغيرات سعر الفائدة متقلبة، ولذلك ربما لا تكون لسعر الفائدة أثر حقيقي على الاستثمار الخاص.

شكل رقم (٤) أثر سعر الخصم وسعر الفائدة الحقيقي على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)

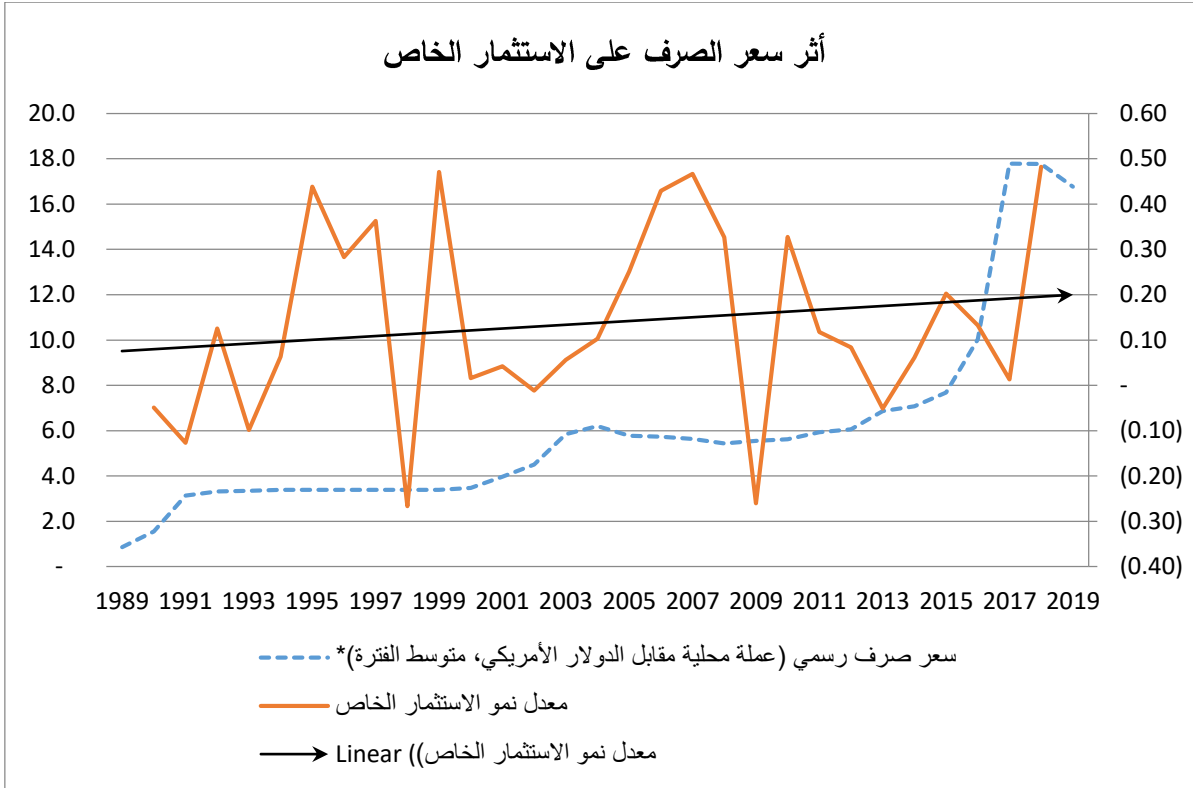


المصدر: إعداد الباحث من خلال جدول رقم (٣&١) بالملحق الإحصائي.

٢/٣/٣ أثر سعر الصرف على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

يوضح الشكل رقم (٥) أن اتجاه سعر الصرف خلال فترة الدراسة تصاعدي وأن اتجاه الاستثمار الخاص تصاعدي أيضا وهو ما يوضح أن هناك علاقة طردية بين سعر الصرف والاستثمار الخاص، وتفسير ذلك أن انخفاض قيمة العملة المحلية نتيجة زيادة سعر الصرف فيترتب على ذلك انخفاض قيمة السلع والمنتجات المحلية ويجعلها ذات أسعار تنافسية مقارنة بالسلع الأجنبية فتحقق ميزة تنافسية أمام المنتجات الأجنبية ويترتب على ذلك زيادة الاستثمار.

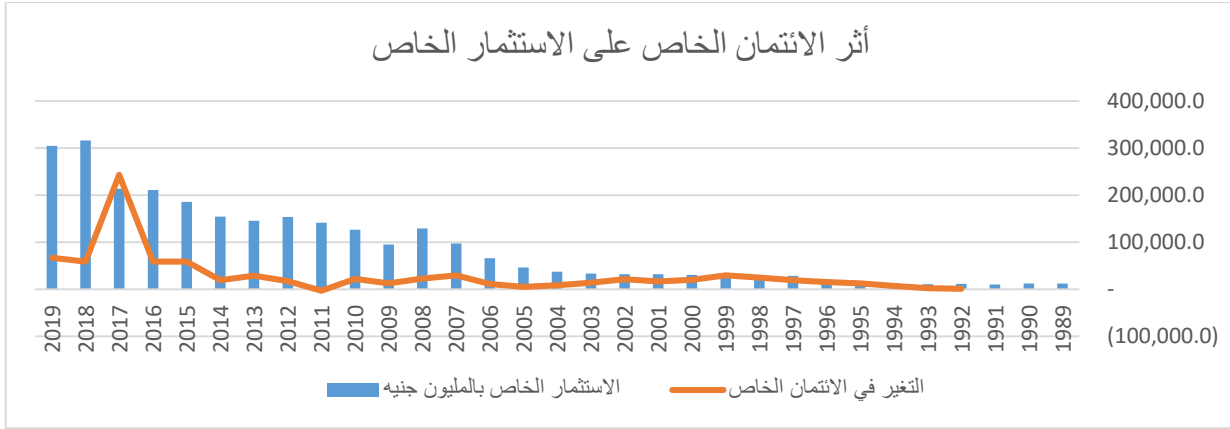
شكل رقم (٥) أثر سعر الصرف على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)



٣/٣/٣ أثر التغيير في الائتمان الموجه للقطاع الخاص على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

يوضح الشكل رقم (٦) أن التغيير في الائتمان الموجه للقطاع الخاص ينمو بشكل تدريجي خلال فترة التسعينات، حيث تبين أن نسبة التغيير في الائتمان الخاص إلى الاستثمار الخاص تمثل عام ١٩٩٢ نسبة ٧,٤% وارتفع تدريجياً حتى بلغ نسبة ١١٩% عام ١٩٩٨ ثم أخذ في الانخفاض حتى وصل إلى ١١% عام ٢٠٠٥، وفي عام ٢٠١١ بلغت النسبة - ٢,٢% بسبب أحداث ثورة يناير وفي عام ٢٠١٩ بلغت النسبة ٢١%، ويتضح من ذلك أن الائتمان الخاص كانت نسبته مرتفعة إلى الاستثمار الخاص خلال الفترة أواخر التسعينات إلى بداية الألفية الثانية (١٩٩٥-٢٠٠٢)، وانخفضت نسبة التغيير في الائتمان الخاص إلى الاستثمار الخاص خلال الفترة (٢٠٠٣ - ٢٠١٩) إلا أنه حدثت طفرة عام ٢٠١٧ بسبب تعويم الجنيه المصري وزيادة معدلات الفائدة، كما أن تمثل متوسط نسبة الائتمان الخاص إلى الاستثمار الخاص ٤٠% خلال فترة الدراسة وتعتبر نسبة غير كافية للتأثير بشكل فعال على الاستثمار الخاص.

شكل رقم (٦) أثر الائتمان على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)



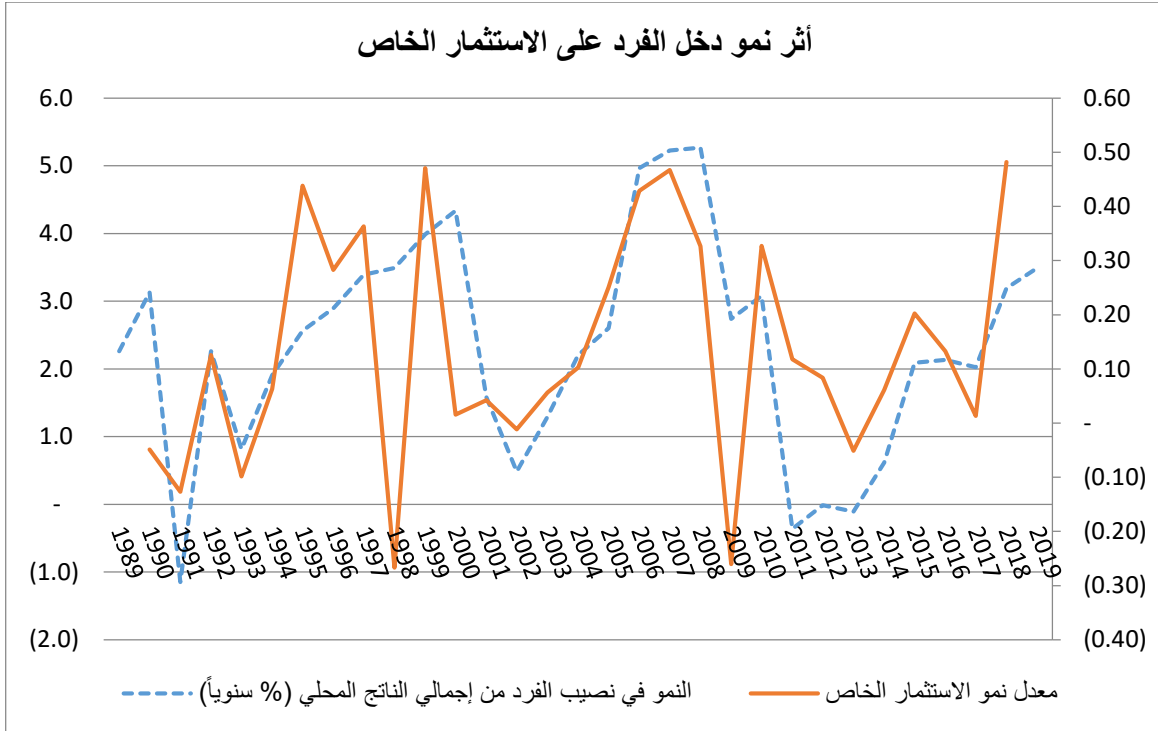
المصدر: إعداد الباحث من خلال جدول رقم (٣) بالملحق الإحصائي.

٤/٣/٣ أثر نمو متوسط دخل الفرد على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

يتضح من الرسم أن العلاقة طردية بين دخل الفرد والاستثمار الخاص، حيث أن قدرة المستهلكين على الشراء وزيادة معدل الاستهلاك عند الطبقات الفقيرة والمتوسطة هو المحرك الرئيس لعجلة الإنتاج، ولذا يتلاحظ أن العلاقة طردية بين نمو متوسط الدخل ونمو الاستثمار الخاص. حيث بلغ متوسط دخل الفرد عام ١٩٩٣ ما قيمته ٢٠ ألف جنيه وكان حجم الاستثمار الخاص في نفس العام ١٠,٥ مليار جنيه ثم ارتفع متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي إلى ٢٥ ألف جنيه عام ٢٠٠١ وارتفع الاستثمار الخاص إلى ٣٢ مليار جنيه.

ويمكن استنتاج أنه بزيادة الاستثمار الخاص يترتب عليه زيادة متوسط دخل الأفراد حيث تتوفر فرص العمل وتأهيل الشباب والخريجين لسوق العمل وتهيئة السوق للحرفيين وأصحاب المهن الحرة والعلاقة بين الاستثمار الخاص ومتوسط دخل الفرد علاقة تبادلية لأن كلاهما يؤثر في الآخر.

شكل رقم (٧) أثر نمو دخل الفرد على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)

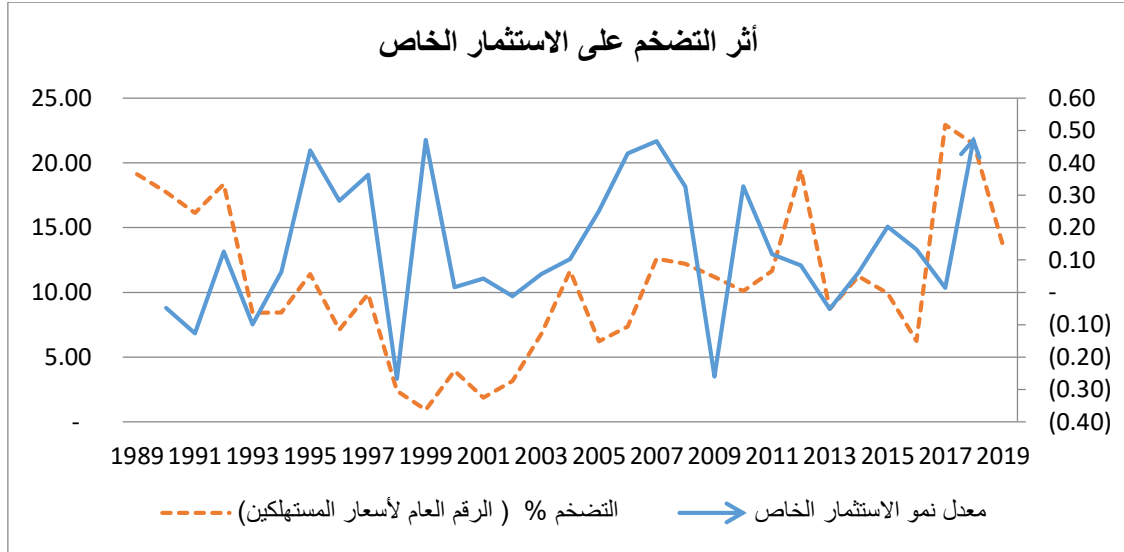


المصدر: إعداد الباحث من خلال جدول رقم (٣&٢) بالملحق الإحصائي.

٣/٣/٥ أثر التضخم على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

يؤدي ارتفاع التضخم في كثير من الأحيان إلى عدم استقرار وغموض في السياسات الكلية وتأثير سلبي على الإنفاق الاستثماري، وتلاحظ من خلال الشكل رقم (٨) أن العلاقة بين الاستثمار الخاص والتضخم علاقة طردية، يرتفع الاستثمار الخاص في الفترة ١٩٩٤-١٩٩٦ حيث بلغ عام ١٩٩٤ ما قيمته ١١,٥ مليار جنيه وارتفع تدريجياً ليصل عام ١٩٩٧ مبلغ ٢٨,٢ مليار جنيه بمعدل نمو ٣٦% بينما سجل التضخم ٨,٤% عام ١٩٩٤ وارتفع إلى ١١,٤% عام ١٩٩٥، وهو ما يعني تأكيد العلاقة الطردية، وفي عام ١٩٩٨ تلاحظ انخفاض الاستثمار الخاص إلى ٢٠ مليار جنيه بمعدل نمو -٢٧% مع انخفاض التضخم في نفس الفترة من ٩% إلى ٢,٥%، وتفسير ذلك أن اضطراب معدلات التضخم خلال الفترة لا تساهم في حفز عملية الاستثمار وربما تشجعه في بعض الأحيان إلا أن عدم اليقين هو السائد في ظل ارتفاع معدلات التضخم.

شكل رقم (٨) أثر التضخم على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)

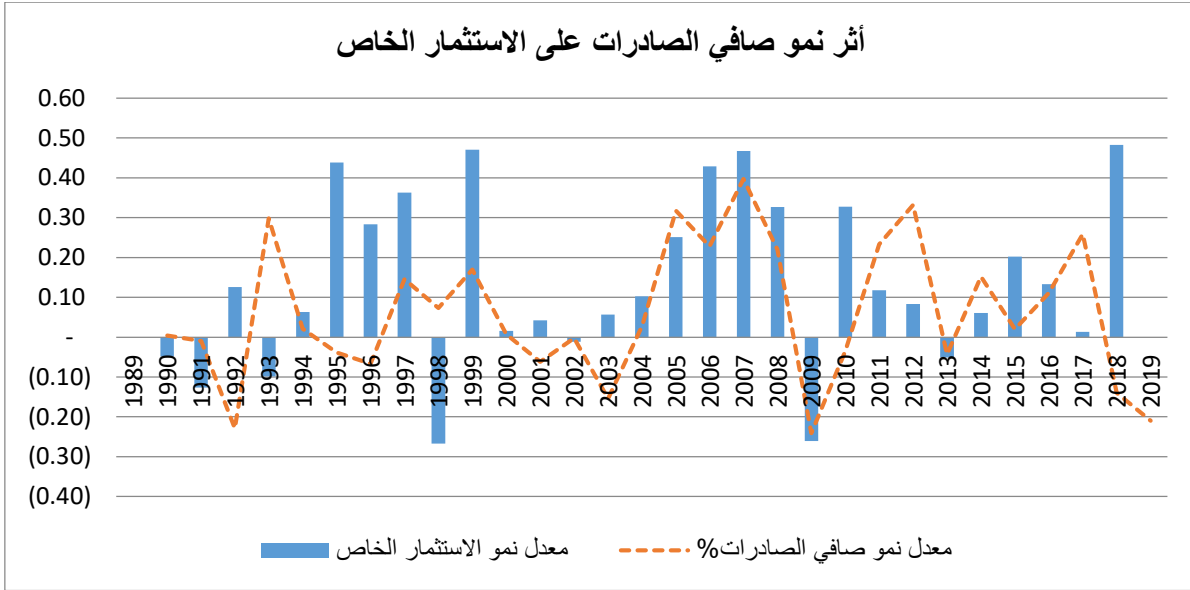


المصدر: إعداد الباحث من خلال جدول رقم (٣&٢) بالملحق الإحصائي.

٦/٣/٣ أثر نمو صافي الصادرات على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

يرتبط الاستثمار الخاص بزيادة وقلة الصادرات حيث أن الانفتاح الاقتصادي وزيادة القدرة التنافسية لصادرات الدولة رسالة قوية للمستثمرين في ضخ المزيد من رؤوس الأموال وزيادة الإنتاج، ويتضح من الشكل (٩) أنه توجد علاقة طردية بين نمو صافي الصادرات وبين الاستثمار الخاص، لكن البيانات المطلقة أظهرت أن صافي الصادرات خلال فترة الدراسة إشارته سالبة وهو ما يعني أن الواردات أكثر من الصادرات طوال الفترة وأن النمو الحاصل في الواردات وليس في الصادرات وعلى ذلك تكون العلاقة بين صافي الصادرات وبين الاستثمار الخاص كأرقام مطلقة علاقة عكسية. حيث بلغ صافي الصادرات عام ١٩٩٠ ما قيمته ٨٤ مليار جنيه ووصلت إلى -٣١٨ مليار جنيه عام ٢٠١٩ بينما بلغ الاستثمار الخاص عام ١٩٩٠ ما قيمته ١١ مليار جنيه ووصل عام ٢٠١٩ ما قيمته ٣٠٥ مليار جنيه. ونستنتج من ذلك أنه يجب العمل على زيادة تنافسية المنتج المصري من حيث السعر والجودة لزيادة الصادرات ولتشجيع الاستثمار الخاص والأجنبي وزيادة التشغيل ورفع معدلات الإنتاج.

شكل رقم (٩) أثر نمو صافي الصادرات على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)

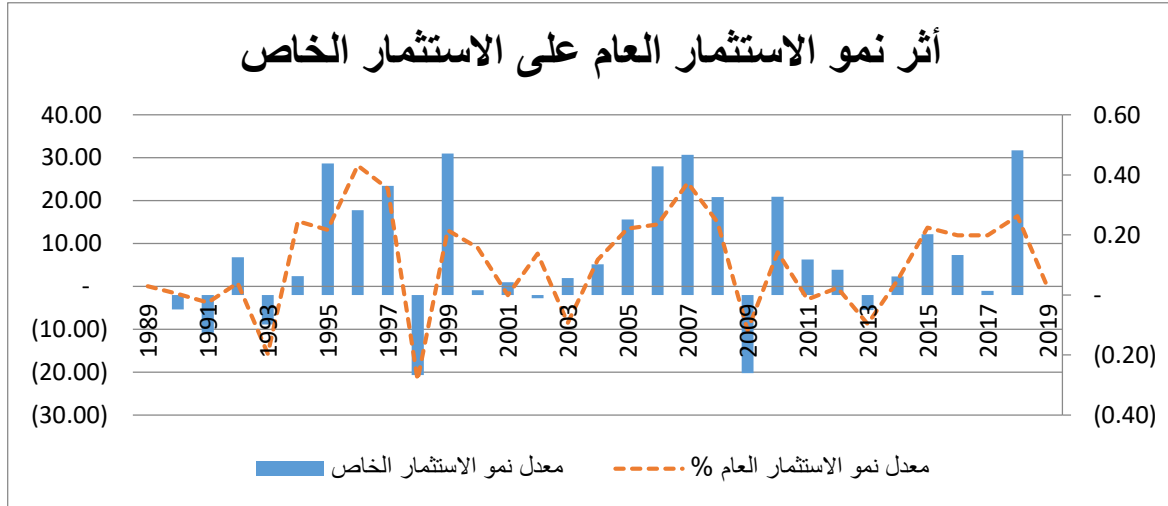


المصدر: إعداد الباحث من خلال جدول رقم (٣&٢) بالملحق الإحصائي.

٧/٣/٣ أثر نمو الاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩):

تكون الاستثمارات العامة إما مكملة ومدعمة للاستثمار الخاص أو تلجأ الحكومات عن طريق مؤسساتها إلى الاستثمار في مشاريع الإنتاج سلع وخدمات، فعندما توجه النفقات الاستثمارية العامة نحو بناء البنية التحتية (المدارس، المستشفيات، الطرق... إلخ)، فهذا يرفع من معدل العائد المتوقع للاستثمار الخاص، وعندما تلجأ الحكومات عن طريق مؤسساتها إلى الاستثمار في مشاريع الإنتاج سلع وخدمات منافسة لتلك المنتجة من طرف القطاع الخاص فيكون لها تأثيرات سلبية على توسع المشاريع الخاصة. ومن الشكل رقم (١٠) يتضح أن الاستثمارات العامة في مصر خلال الفترة كانت مكملة للاستثمار الخاص، حيث تلاحظ تأثير الاستثمار العام على الاستثمار الخاص بشكل ملحوظ ووجود علاقة طردية بينهما ولم يحدث خلال الفترة ما يفيد علاقة تراحم بين القطاعين العام والخاص لتزامن العلاقة بين المتغيرين صعوداً وهبوطاً طوال فترة الدراسة.

شكل رقم (١٠) أثر نمو الاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)



المصدر: إعداد الباحث من خلال جدول رقم (٣&٢) بالملحق الإحصائي.

٤. تقدير العلاقة وقياس أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر للفترة (١٩٩٠-

٢٠١٩):

١/٤ متغيرات الدراسة :

جدول رقم (١) متغيرات الدراسة

الرمز	المتغير
Private investment	الاستثمار الخاص
Discount rate	سعر معدل الخصم (متوسط العام) %
Exchange rate	سعر صرف رسمي (عملة محلية مقابل الدولار الأمريكي، متوسط الفترة)
M2	المعروض النقدي بمعناه الواسع (بالأسعار الجارية للعملة المحلية) بالمليون جنيه
Average per capita income	نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (بالأسعار الثابتة للعملة المحلية) جنيه
GDP	إجمالي الناتج المحلي (بالأسعار الثابتة للعملة المحلية) بالمليون جنيه
Inflation	التضخم % (الرقم العام لأسعار المستهلكين)
Net exports	صافي صادرات السلع والخدمات بالمليار جنيه (بالأسعار الثابتة للعملة المحلية)
Public investment	الاستثمار العام بالمليون جنيه

٢/٤ الإحصاءات الوصفية:

جدول رقم (٢) الإحصاءات الوصفية

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
AVERAGE PER CAPITA INCOME	30832.11	32330.45	38425.88	23317.70	4576.30
DISCOUNT RATE	11.19	10.00	18.25	9.00	2.61
EXCHANGE RATE	7.30	5.81	17.78	3.39	4.39
INFLATION	9.80	10.02	22.93	0.92	6.01
M2	1245435.00	829155.40	4110516.00	221371.70	1156338.00
NET EXPORTS	-218.74	-195.47	-87.41	-468.10	116.31
PRIVATE INVESTMENT	118417.90	112019.30	316400.00	20690.00	88019.04
PUBLIC INVESTMENT	342805.90	361768.70	598454.80	178132.50	115067.60

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews 10

٣/٤ صياغة النموذج ومنهجية الدراسة وتحليل النتائج :

صياغة نماذج الدراسة :

تم اختيار نماذج الدراسة بالاعتماد على الدراسات السابقة ويمكن توصيف العلاقات بين السياسة النقدية والاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩ كما بالشكل التالي:

$$\text{PRIVATE INVESTMENT} = \beta_0 + \beta_1 (\text{DISCOUNT RATE}) + \beta_2 (\text{EXCHANGE RATE}) + \beta_3 (\text{AVERAGE PER CAPITA INCOME}) + \beta_4 (\text{INFLATION}) + \beta_5 (\text{NET EXPORTS}) + \beta_6 (\text{PUBLIC INVESTMENT}) + \beta_7 (\text{DUMMY VARIABLE}) + u$$

(1)

$$\text{PRIVATE INVESTMENT} = \beta_0 + \beta_1 (\text{Credit}) + \beta_2 (\text{EXCHANGE RATE}) + \beta_3 (\text{AVERAGE PER CAPITA INCOME}) + \beta_4 (\text{INFLATION}) + \beta_5 (\text{NET EXPORTS}) + \beta_6 (\text{PUBLIC INVESTMENT}) + \beta_7 (\text{DUMMY VARIABLE}) + u$$

(2)

تحليل النتائج:

- نماذج الاختبار عند كل فرق :

للتحقق من وجود التكامل المشترك بين المتغيرات يوجد العديد من اختبارات منها اختبار Engle and Granger (1987) والذي يستعمل في حالة النماذج التي تحتوي على متغيرين فقط، بينما اختبار Johansen and Juselius (1990) ويستعمل في حالة النماذج التي تحتوي على عدة متغيرات، ويتطلب إجراء هذه الاختبارات أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة، وللحفاظ على هذا الشرط تم إجراء اختبار جذر الوحدة للمتغيرات عند المستوى حيث يشير الفرض العدمي إلى أن المتغير غير مستقر عند المستوى بينما يشير الفرض البديل إلى استقرار المتغير عند المستوى وكانت النتائج كالتالي: $\alpha = 0.05$

جدول رقم (٣)

م	المتغير	قيمة الدلالة الإحصائية في حالة وجود ثابت وعدم وجود اتجاه	قيمة الدلالة الإحصائية في حالة وجود ثابت ووجود اتجاه
١	Private investment	١,٠٠٠٠	٠,٩٢٧٨
٢	Discount rate	٠,١٠١٦	٠,٩٨٧٦
٣	Exchange rate	٠,٩٨١٣	٠,٩٤٨٦
٤	M2	١,٠٠٠٠	١,٠٠٠٠
٥	Average per capita income	٠,٩٨٧١	٠,٠٢٠٨
٦	Inflation	٠,٠٤٣٠	٠,١١٢٠
٧	Net exports	٠,٨٤٥٤	٠,٢٥٠٢
٨	Public investment	٠,٨٥٣٣	٠,١٢٣٦
٩	Credit	٠,٩٩٥٦	٠,٧٥٧٦

$$0.05 = \alpha$$

ويوضح الجدول رقم (٣) أن جميع المتغيرات غير مستقرة عند المستوى بحالة وجود ثابت كما أن جميع المتغيرات مستقرة عند المستوى بحالة وجود ثابت واتجاه وذلك بخلاف نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي والتضخم، ولذلك فقد تم إجراء اختبار جذر الوحدة مرة أخرى عند الفرق الأول لتصبح النتائج كالتالي:

جدول رقم (٤)

م	المتغير	قيمة الدلالة الإحصائية في حالة وجود ثابت وعدم وجود اتجاه	قيمة الدلالة الإحصائية في حالة وجود ثابت ووجود اتجاه
١	Private investment	٠,٠٠٠٠	٠,٠٠٠٠
٢	Discount rate	٠,٠٠٤٢	٠,٠٠٠٩
٣	Exchange rate	٠,٠٠٣٨	٠,٠١٣٢
٤	M2	٠,٠٣٥٨	٠,٠٠٠٠
٥	Average per capita income	٠,٠٢٢٧	٠,٠٠٠١
٦	Inflation	٠,٠٠٠٠	٠,٠٠٠١
٧	Net exports	٠,٠٠٢١	٠,٠٠٧٣
٨	Public investment	٠,٠٠١٢	٠,٠٠٩٥
٩	Credit	٠,٠١٤٢	٠,٠٣١٣

$$0.05 = \alpha$$

ويوضح الجدول السابق رقم (٤) أن جميع المتغيرات مستقرة عند الفرق الثاني بحالة وجود ثابت ومستقرة أيضا بحالة وجود ثابت واتجاهه، ولذلك فقد تحققت الشروط الخاصة باستخدام نموذج ARDL وهو استقرار السلاسل عند المستوي أو الفرق الأول أو خليط بينهما مع عدم استقرارية السلاسل عند الفرق الثاني. يوجد أثر للسياسة النقدية والمتمثلة في كل من (معدل الخصم، التغير في الائتمان الموجه للقطاع الخاص، سعر الصرف)، متوسط دخل الفرد، التضخم، صافي الصادرات، والاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩.

للتحقق من هذا الفرض تم استخدام نماذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL حيث يشير الفرض العدمي إلى عدم وجود تأثير معنوي وذو دلالة للسياسة النقدية والمتمثلة في كل من (معدل الخصم، الائتمان الموجه للقطاع الخاص، سعر الصرف)، متوسط دخل الفرد، التضخم، صافي الصادرات، والاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩ فكانت النتائج كما يلي:

١/٣/٤ قياس أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص باستخدام معدل الخصم:

جدول رقم (٥)

Dependent Variable: PRIVATE_INVESTMENT
Method: ARDL
Date: 08/26/22 Time: 20:13
Sample (adjusted): 1990 2019
Included observations: 30 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (1 lag, automatic): DISCOUNT_RATE
EXCHANGE_RATE AVERAGE_PER_CAPITA_INCOME
INFLATION
NET_EXPORTS PUBLIC_INVESTMENT D1 D2
Fixed regressors: C
Number of models evaluated: 256
Selected Model: ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 0, 0, 0, 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
PRIVATE_INVESTMENT(-1)	0.385315	0.130771	2.946486	0.0090
DISCOUNT_RATE	1904.526	1306.152	1.458120	0.1630
EXCHANGE_RATE	-8356.026	1432.962	-5.831298	0.0000
EXCHANGE_RATE(-1)	12344.31	1624.723	7.597792	0.0000
AVERAGE_PER_CAPITA_INCOME	-9.389547	5.214136	-1.800787	0.0895
AVERAGE_PER_CAPITA_IN	8.145599	4.103673	1.984953	0.0635

COME(-1)				
INFLATION	-220.4504	419.9057	-0.525000	0.6064
NET_EXPORTS	-201.9357	56.72963	-3.559616	0.0024
PUBLIC_INVESTMENT	0.274402	0.085608	3.205321	0.0052
D1	9693.805	5227.593	1.854353	0.0811
D2	-2473.458	6425.989	-0.384915	0.7051
D2(-1)	-12215.47	6077.002	-2.010115	0.0606
C	-55996.25	62394.39	-0.897456	0.3820
Mean dependent				
R-squared	0.995362	var		90867.08
S.D. dependent				
Adjusted R-squared	0.992087	var		88200.37
Akaike info				
S.E. of regression	7845.702	criterion		21.07200
Sum squared resid	1.05E+09	Schwarz criterion		21.67919
Hannan-Quinn				
Log likelihood	-303.0800	criter.		21.26625
Durbin-Watson				
F-statistic	304.0009	stat		2.435467
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

يوضح الجدول رقم (٥) ما يلي:

- معنوية النموذج المقدر حيث بلغت القيمة الدلالية لاختبار F ٠,٠٠٠٠ وهي أقل من ٥% مما تدل على أن النموذج معنوي.
- يظهر معامل التحديد المعدل ٠,٩٩٢ وهذا يعني أن السياسة النقدية والمتمثلة في كل من (معدل الخصم، سعر الصرف)، متوسط دخل الفرد، التضخم، صافي الصادرات، والاستثمار العام فسروا حوالي ٩٩,٢% من التغيرات الموجودة بالاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩.
- وجود تأثير سالب ومعنوي لكل من أسعار الصرف وصافي الصادرات على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩، حيث بلغت قيمة المعنوية الفردية ٠,٠٠٠٠٠ و٠,٠٠٢٤ على التوالي وهما أقل من ٥% مما يعني رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل الذي ينص على وجود تأثير معنوي وذو دلالة إحصائية لكل من أسعار الصرف وصافي الصادرات على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩.

- ثم تم التحقق من استقراره الأخطاء الناتجة من التقدير السابق عند المستوى $I(0)$ باستخدام اختبار ADF وكانت القيمة الدلالية للاختبار $0,000$ بحالة وجود ثابت وهي أقل من $0,05$ مما يعني استقراره الأخطاء الناتجة من الانحدار. مما يعني أنه يوجد أثر للسياسة النقدية والمتمثلة في كل من (معدل الخصم، سعر الصرف)، متوسط دخل الفرد، التضخم، صافي الصادرات، والاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩.

١/١/٣/٤ التحقق من وجود علاقة طويلة الأجل وقصيرة الأجل بالعلاقة المقدره:

جدول رقم (٦)

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(PRIVATE_INVESTMENT)
Selected Model: ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 0, 0, 0, 1)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 08/26/22 Time: 20:21
Sample: 1989 2019
Included observations: 30

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXCHANGE_RATE)	-8356.026	900.5597	-9.278703	0.0000
D(AVERAGE_PER_CAPITA_INCOME)	-9.389547	2.096862	-4.477904	0.0003
D(D2)	-2473.458	2491.800	-0.992639	0.3348
CointEq(-1)*	-0.614685	0.036177	-16.99110	0.0000
Mean dependent				
R-squared	0.929330	var		9752.967
S.D. dependent				
Adjusted R-squared	0.921176	var		22596.45
Akaike info				
S.E. of regression	6344.094	criterion		20.47200
Sum squared resid	1.05E+09	Schwarz criterion		20.65883
Hannan-Quinn				
Log likelihood	-303.0800	criter.		20.53177
Durbin-Watson stat	2.435467			

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

F-Bounds Test	Null Hypothesis: No levels relationship				
	Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	18.87637	10%	1.85	2.85	
k	8	5%	2.11	3.15	
		2.5%	2.33	3.42	
		1%	2.62	3.77	

يوضح الجدول رقم (٦) أن قيمة معامل تصحيح الخطأ سالبة ودالة إحصائياً عند مستوى ٥% مما يعني وجود علاقة قصيرة الأجل للسياسة النقدية والمتمثلة في كل من (معدل الخصم، سعر الصرف)، متوسط دخل الفرد، التضخم، صافي الصادرات، والاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩. كما يوضح الجدول أيضاً أن القيمة المحسوبة لاختبار الحدود ١٨,٩ هي أكبر من الحد الأعلى عند مستوى معنوية ٥% مما يعني وجود علاقة طويلة الأجل للسياسة النقدية والمتمثلة في كل من (معدل الخصم، سعر الصرف)، متوسط دخل الفرد، التضخم، صافي الصادرات، والاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩.

٢/١/٣/٤ الكشف عن مشاكل الانحدار بالعلاقة المقدر:

- توضح النتائج السابقة أن قيمة ديرين واتسون ٢,٤٤ وهي تقترب من ٢ مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء النموذج المقدر، وهي ما أكدته نتائج اختبار Breusch-Godfrey Test حيث كانت القيمة الدلالية للاختبار ٠,٣١٧٣ وهي أكبر من ٥% مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بأخطاء التقدير كما في الجدول رقم (٧).

جدول رقم (٧)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag

F-statistic	1.065540	Prob. F(1,16)	0.3173
Obs*R-squared	1.873143	Prob. Chi-Square(1)	0.1711

- لقياس تجانس التباين تم استخدام اختبار Breusch-Pagan-Godfrey وكانت القيمة الدلالية للاختبار ٠,٣٠٥٢ أكبر من ٥% مما يعني عدم وجود مشكلة تجانس التباين بالتقدير كما في

الجدول رقم (٨)

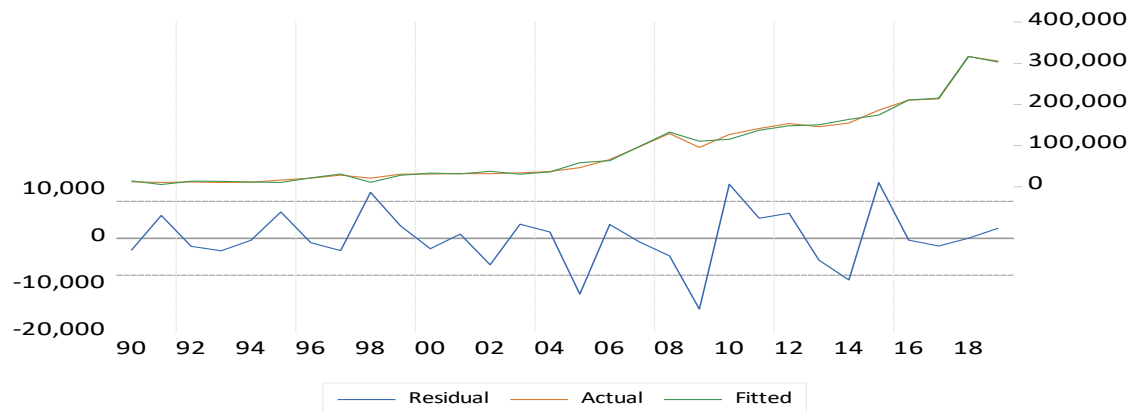
جدول رقم (٨)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.294432	Prob. F(12,17)	0.3052
Obs*R-squared	14.32370	Prob. Chi-Square(12)	0.2805
Scaled explained SS	5.782431	Prob. Chi-Square(12)	0.9266

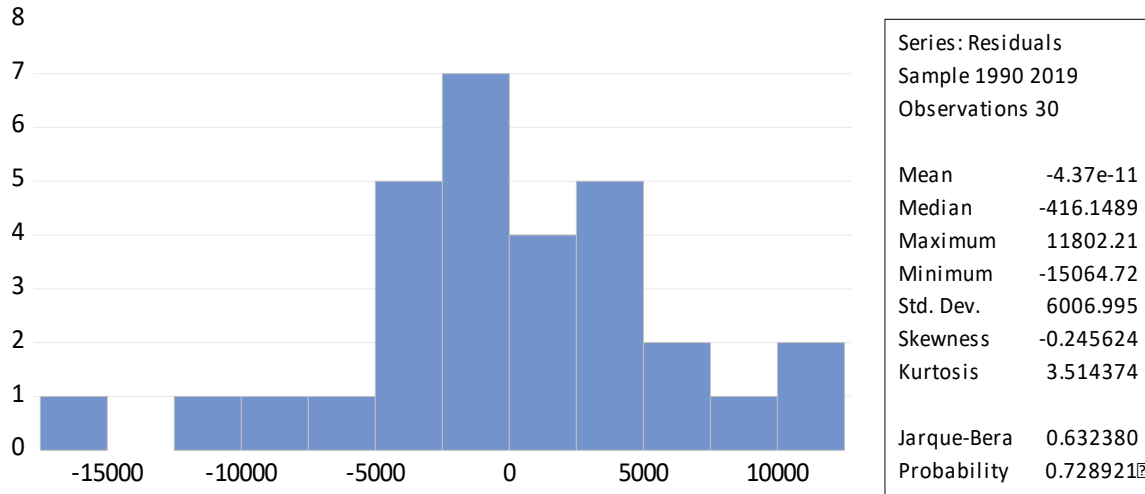
- اختبار تبعية أخطاء التقدير للتوزيع الطبيعي تم استخدام اختبار Jarque-Bera وكانت القيمة الدلالية للاختبار ٠,٧٢٩ وهي أكبر من ٥% مما يعنى ان أخطاء التقدير تتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط صفر تقريبا وذلك كما هو موضح بالشكل رقم (١١):

شكل رقم (١١)



ويظهر الشكل رقم (١١) اقتراب منحنى التقدير من البيانات الحقيقية دليلا على كفاءة النموذج، وللتحقق من تبعية أن أخطاء التقدير تتبع التوزيع الطبيعي تم عمل الاختبار اللازم لذلك وكانت النتائج كما في الشكل رقم (١٢)، حيث يشير الفرض العدمي إلى تبعية الأخطاء للتوزيع الطبيعي بينما يشير الفرض البديل إلى أن الأخطاء لا تتبع التوزيع الطبيعي.

شكل رقم (١٢)



يوضح الشكل رقم (١٢) أن القيمة الدلالية للاختبار أكبر من ٠,٠٥ وبذلك نقبل الفرض العدمي القائل بأن أخطاء التقدير تتبع التوزيع الطبيعي وذلك بدرجة ثقة ٩٥%.

٣/١/٣/٤ ويمكن استنتاج العلاقات الاقتصادية بين متغيرات النموذج كما يلي:

- عدم معنوية العلاقة بين معدل الخصم والاستثمار الخاص، حيث بلغت درجة المعنوية ٠,١٦ وهي أكبر من ٥%، وبالرغم من أن زيادة معدل الفائدة يرفع تكاليف الإنتاج فيؤثر بشكل مباشر على أرباح الشركات خاصة إذا لم يستطع المستثمر نقل هذه التكلفة إلى المستهلك النهائي لحدة المنافسة مع الشركات المنتجة في نفس القطاع ومع انخفاض الأرباح فيقل عزمه وقدرته على ضخ رؤوس أموال جديدة في السوق لزيادة خطوط الإنتاج فيقل الاستثمار الخاص. ومع ذلك أظهرت نتائج القياس أن سعر الفائدة ليس له تأثير معنوي على الاستثمار الخاص وربما لأن السياسة النقدية لا تستهدف الاستثمار الخاص ولذلك لم يتأثر بسعر الفائدة.
- معنوية العلاقة بين سعر الصرف والاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٠٠٠ وهي أقل من ٥%، كما أن العلاقة عكسية فكلما زاد سعر الصرف بمقدار واحد جنيه أمام الدولار الأمريكي (انخفاض قيمة العملة المحلية) انخفض الاستثمار الخاص بقيمة ٨,٤ مليار جنيه، وتفسير ذلك أن سعر الصرف يتغير حسب أهداف السياسة النقدية وغالبا ما يكون الهدف النهائي هو كبح جماح التضخم، فيتحقق أهداف اقتصادية أخرى نتيجة لأثر القرار الاقتصادي على باقي متغيرات الاقتصاد، فعندما تتخفف العملة ترتفع أسعار السلع والخدمات فيقل القوة الشرائية للنقود وتقل مستويات الدخل الثابتة ويقل الطلب الفعال وينكمش الاقتصاد نتيجة لارتفاع التضخم وقلّة أرباح الشركات. والحل لهذه المعضلة أن تستهدف السياسة النقدية الاستثمار كهدف نهائي وتستخدم أدوات وقنوات جديدة للسياسة

النقدية تكون فعالة أكثر في الاقتصاد ليكون لبرامج الإصلاح الاقتصادي أثر حقيقي في علاج التشوهات الاقتصادية الهيكلية.

- ويتضح أن سعر الصرف له تأثير معنوي بعد فترة الإبطاء مع الاستثمار الخاص وعلاقة طردية، حيث بزيادة سعر الصرف للعام الأول بمقدار واحد جنيه أمام الدولار الأمريكي يترتب عليه زيادة في الاستثمار الخاص في العام الثاني بمقدار ١٢,٣ مليار جنيه، وتفسير ذلك أن السوق استوعب الصدمة الاقتصادية على مدار العام وبدأت الشركات والسوق والقوة الشرائية في التعامل بشكل طبيعي مع الواقع الاقتصادي ومن ثم بسبب قبول المواطن لهذه الإصلاحات الاقتصادية وإقباله على الشراء يعمل على تشغيل عجلة الاقتصاد وزيادة الطلب ومن ثم زيادة الإنتاج وزيادة الاستثمار الخاص.

- عدم معنوية العلاقة بين متوسط دخل الفرد والاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٠٨، وهي أكبر من ٥%، فبالرغم من أن دخول الأفراد مؤشر نحو القدرة على الشراء وزيادة الاستهلاك ومعلوم أن الطبقة الفقيرة والمتوسطة يرتفع عندهم الميل الحدي للاستهلاك، فبمجرد الحصول على دخول يقبلون على شراء احتياجاتهم الضرورية التي لم تكتمل بعد من مسكن وملبس ومأكل ودواء وتعليم وغير ذلك فيكون هذا الطلب الفعال الحقيقي أكبر دافع نحو مزيد من الاستثمار الخاص لسد احتياجات السوق. إلا أن نتائج القياس وضحت أنه لا يوجد تأثير معنوي بين متوسط دخل الفرد والاستثمار الخاص، وتفسير ذلك أن الاستثمار الخاص ربما تؤثر فيه حركة رؤوس الأموال واتجاه رجال الأعمال ورغبتهم في الاستثمار ونوعية حوافز الاستثمار المقدمة من الدولة للمستثمرين. وبعد أخذ فترة إبطاء لمتغير متوسط دخل الفرد تكون أيضا النتائج غير معنوية.

- عدم معنوية العلاقة بين معدل التضخم والاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٦٠، وهي أكبر من ٥%، وتفسير ذلك أن التضخم إذا كان نتيجة زيادة الطلب مع قلة العرض يمثل رواجاً اقتصادياً وسببه وجود فجوة في العرض تستلزم مزيد من الاستثمار الخاص لسد احتياجات السوق، فوجود الطلب الفعال ووجود قدرة شرائية حقيقية مع نقص المعروض السلعي والخدمي حافز كبير لنمو الاستثمار الخاص. أما إذا كان التضخم ناتج عن زيادة طباعة البنكنوت أو تضخم مستورد فإنه لا يؤثر على الاستثمار الخاص وإن كان تأثيره سلبي على الاقتصاد ككل. وهذا ما أظهرته نتائج القياس.

- معنوية العلاقة بين صافي الصادرات والاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٠٠٢٤، وهي أقل من ٥% والعلاقة بينهما عكسية، فكلما زاد صافي الصادرات بقيمة مليار جنيه انخفض الاستثمار الخاص بقيمة ٢٠١,٩ مليار جنيه. وتفسير ذلك أن صافي الصادرات قيمة سالبة وهو ما

يعني زيادة الواردات عن الصادرات فكلما ارتفعت صافي الصادرات بمليار جنيه أي أن الواردات زادت بهذه القيمة يكون تأثيرها سلبي على الاستثمار الخاص وذلك لأن التجار يراحمون السوق المحلي بمنتجات أجنبية لسد فجوة السوق من السلع والخدمات فيكون ذلك طارداً للاستثمار الخاص ويتأكد ذلك عندما يكون المنتج الأجنبي أكثر جودة وأقل سعراً من المنتج المحلي.

- معنوية العلاقة بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٠٠٥٢ بعلاقة طردية، فكلما زاد الاستثمار العام بقيمة مليار جنيه زاد الاستثمار الخاص بقيمة ٢٧,٤ مليون جنيه. وتفسير ذلك أن الاستثمار العام في مصر يركز على البنية التحتية للدولة مثل شبكة الطرق والكباري والصرف الصحي وامتداد شبكة الغاز الطبيعي لأنحاء الجمهورية ومشروعات الطاقة والتعليم والصحة ويستعين في تنفيذ ذلك بشركات القطاع الخاص لتقوم بهذه المشروعات القومية جنبا إلى جنب مع شركات الدولة وشركات القطاع العام، فتكون العلاقة هنا بين الاستثمار العام والخاص علاقة تكاملية ولا تحدث مزاحمة بين القطاعين العام والخاص في هذه الحالة.

- عدم معنوية المتغير السوري (D1) مع الاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٠٨ وهي أكبر من ٥%، حيث يشير المتغير السوري إلى برامج الإصلاح الاقتصادي خلال فترة الدراسة، حيث تم وضع القيمة (١) في السنوات التي حدث فيها إصلاح اقتصادي والقيمة (صفر) في السنوات التي لم يحدث بها إصلاح اقتصادي. وربما السبب في ذلك أن السياسة النقدية لا تستهدف الاستثمار الخاص من قراراتها الإصلاحية.

- عدم معنوية المتغير السوري (D2) مع الاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٧٠ وهي أكبر من ٥%، حيث يشير المتغير السوري إلى الأزمات الاقتصادية والأحداث السياسية خلال فترة الدراسة، حيث تم وضع القيمة (١) في السنوات التي حدث فيها أزمات اقتصادية وأحداث سياسية والقيمة (صفر) في السنوات التي لم يحدث فيها أزمات اقتصادية وأحداث سياسية. بالرغم من أن هذه الأحداث السياسية والأزمات الاقتصادية لا بد وأن يكون لها آثار سلبية على الاستثمار الخاص إلا أن نتائج القياس أظهرت عدم معنوية المتغير أصلاً.

٢/٣/٤ قياس أثر السياسة النقدية على الاستثمار الخاص باستخدام الائتمان الموجه للقطاع الخاص:

جدول رقم (٩)

Dependent Variable: PRIVATE_INVESTMENT

Method: ARDL

Date: 08/31/22 Time: 11:24

Sample (adjusted): 1991 2019

Included observations: 29 after adjustments

Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (1 lag, automatic): CREDIT EXCHANGE_RATE
 AVERAGE_PER_CAPITA_INCOME INFLATION NET_EXPORTS
 PUBLIC_INVESTMENT D1 D2
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 256
 Selected Model: ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 0, 0, 0, 1)
 Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
PRIVATE_INVESTMENT(-1)	0.434023	0.123015	3.528202	0.0028
CREDIT	0.146076	0.112827	1.294685	0.2138
EXCHANGE_RATE	-12418.40	3752.627	-3.309254	0.0044
EXCHANGE_RATE(-1)	11236.15	1685.875	6.664875	0.0000
AVERAGE_PER_CAPITA_INCO ME	-14.31637	5.239065	-2.732620	0.0148
AVERAGE_PER_CAPITA_INCO ME(-1)	8.465469	4.425779	1.912764	0.0738
INFLATION	569.3233	520.5141	1.093771	0.2902
NET_EXPORTS	-0.200819	0.058913	-3.408715	0.0036
PUBLIC_INVESTMENT	0.325587	0.078565	4.144171	0.0008
D1	13644.53	6900.837	1.977229	0.0655
D2	-5688.367	6216.508	-0.915042	0.3738
D2(-1)	-14887.79	5958.935	-2.498399	0.0238
C	63760.65	40742.61	1.564962	0.1372
R-squared	0.995158	Mean dependent var	93590.04	
Adjusted R-squared	0.991527	S.D. dependent var	88468.96	
S.E. of regression	8143.616	Akaike info	21.14970	
Sum squared resid	1.06E+09	Schwarz criterion	21.76263	
Log likelihood	-293.6707	Hannan-Quinn	21.34166	
F-statistic	274.0414	Durbin-Watson stat	2.300452	
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

يوضح الجدول رقم (٩) ما يلي:

- معنوية النموذج المقدر حيث بلغت القيمة الدلالية لاختبار F ٠,٠٠٠ وهي أقل من ٥% مما تدل على أن النموذج معنوي.
- يظهر معامل التحديد المعدل ٠,٩٩٥ وهذا يعني أن السياسة النقدية والمتمثلة في كل من الائتمان الموجه للقطاع الخاص، سعر الصرف، متوسط دخل الفرد، التضخم، صافي الصادرات، والاستثمار العام فسروا حوالي ٩٩,٥% من التغيرات الموجودة بالاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩.
- وجود تأثير سالب ومعنوي لكل من أسعار الصرف وصافي الصادرات ومتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩ حيث بلغت قيمة المعنوية الفردية ٠,٠٠٤٤ و ٠,٠٠٣٦ و ٠,٠١٤٨ على التوالي وهما أقل من ٥% مما يعني رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل الذي ينص على وجود تأثير معنوي وذو دلالة إحصائية لكل من أسعار الصرف وصافي الصادرات ومتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩.
- وجود تأثير موجب ومعنوي للاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩ حيث بلغت قيمة المعنوية الفردية ٠,٠٠٠٨ وهما أقل من ٥% مما يعني رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل الذي ينص على وجود تأثير معنوي وذو دلالة إحصائية للاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩.
- ثم تم التحقق من استقراره الأخطاء الناتجة من التقدير السابق عند المستوى $I(0)$ باستخدام اختبار ADF وكانت القيمة الدلالية للاختبار ٠,٠٠٠ بحالة وجود ثابت وهي أقل من ٠,٠٥ مما يعني استقراره الأخطاء الناتجة من الانحدار. مما يعني أنه يوجد أثر للسياسة النقدية والمتمثلة في كل من الائتمان الموجه للقطاع الخاص، سعر الصرف، متوسط دخل الفرد، التضخم، صافي الصادرات، والاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩.

١/٢/٣/٤ التحقق من وجود علاقة طويلة الأجل وقصيرة الأجل بالعلاقة المقدر:

جدول رقم (١٠)

ARDL Error Correction Regression
 Dependent Variable: D(PRIVATE_INVESTMENT)
 Selected Model: ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 0, 1, 0, 1)
 Case 2: Restricted Constant and No Trend
 Date: 08/26/22 Time: 20:37
 Sample: 1989 2019
 Included observations: 30

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXCHANGE_RATE)	-12574.74	891.9761	-14.09763	0.0000
D(AVERAGE_PER_CAPITA_INCOME)	-9.705383	1.736797	-5.588094	0.0000
D(PUBLIC_INVESTMENT)	0.143298	0.028104	5.098881	0.0001
D(D2)	261.2973	1959.774	0.133330	0.8956
CointEq(-1)*	-1.291553	0.081609	-15.82607	0.0000
R-squared	0.957130	Mean dependent var	9752.967	
Adjusted R-squared	0.950270	S.D. dependent var	22596.45	
S.E. of regression	5039.034	Akaike info criterion	20.03883	
Sum squared resid	6.35E+08	Schwarz criterion	20.27236	
Log likelihood	-295.5824	Hannan-Quinn criter.	20.11354	
Durbin-Watson stat	2.569965			

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

F-Bounds Test				
Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	16.02972	10%	1.85	2.85
k	8	5%	2.11	3.15
		2.5%	2.33	3.42
		1%	2.62	3.77

يوضح الجدول رقم (١٠) أن قيمة معامل تصحيح الخطأ سالبة ودالة إحصائياً عند مستوى ٥% مما يعني وجود علاقة قصيرة الأجل للسياسة النقدية والمتمثلة في كل من الائتمان الموجه للقطاع الخاص، سعر الصرف)، متوسط دخل الفرد، التضخم، صافي الصادرات، والاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩. كما يوضح الجدول أيضاً أن القيمة المحسوبة لاختبار الحدود ١٧,٣ هي أكبر من الحد الأعلى عند مستوى معنوية ٥% مما يعني وجود علاقة طويلة الأجل للسياسة النقدية

والمتمثلة في كل من (الائتمان الموجه للقطاع الخاص ، سعر الصرف)، متوسط دخل الفرد، التضخم، صافي الصادرات، والاستثمار العام على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٩.

٢/٢/٣/٤ الكشف عن مشاكل الانحدار بالعلاقة المقدر:

- توضح النتائج السابقة أن قيمة ديرين واتسون ٢,٣ وهي تقترب من ٢ مما يعنى عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء النموذج المقدر، وهي ما أكدته نتائج اختبار Breusch-Godfrey Test حيث كانت القيمة الدلالية للاختبار ٠,٥١٠٩ وهي أكبر من ٥% مما يعنى عدم وجود ارتباط ذاتي بأخطاء التقدير.

جدول رقم (١١)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag

F-statistic	0.453446	Prob. F(1,15)	0.5109
Obs*R-squared	0.850938	Prob. Chi-Square(1)	0.3563

- لقياس تجانس التباين تم استخدام اختبار Breusch-Pagan-Godfrey وكانت القيمة الدلالية للاختبار ٠,١٧٣٠ أكبر من ٥% مما يعنى عدم وجود مشكلة تجانس التباين بالتقدير.

جدول رقم (١٢)

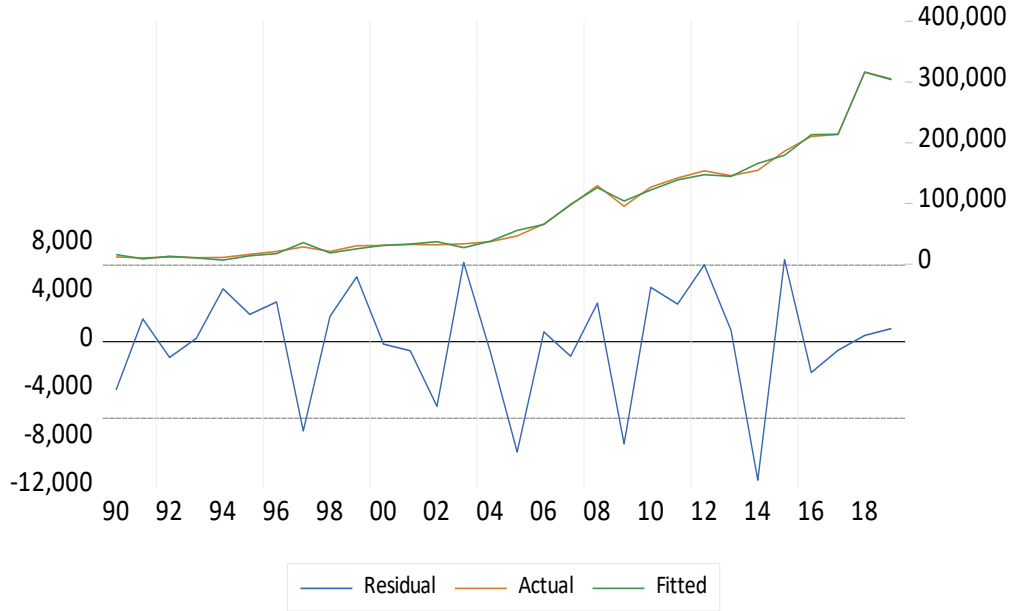
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.649397	Prob. F(12,16)	0.1730
Obs*R-squared	16.03649	Prob. Chi-Square(12)	0.1896
Scaled explained SS	5.043874	Prob. Chi-Square(12)	0.9565

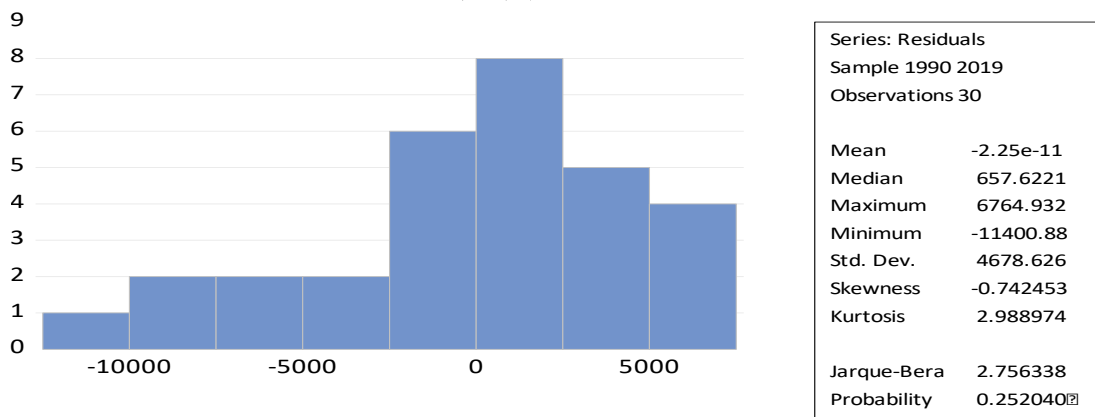
لاختبار تبعية أخطاء التقدير للتوزيع الطبيعي تم استخدام اختبار Jarque-Bera وكانت القيمة الدلالية للاختبار ٠,٩٥٩ وهي أكبر من ٥% مما يعنى أن أخطاء التقدير تتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط صفر تقريبا وذلك كما هو موضح بالشكل التالي:

شكل رقم (١٣)



ويظهر الشكل رقم (١٣) اقتراب منحنى التقدير من البيانات الحقيقية دليلا على كفاءة النموذج، وللتحقق من تبعية أن أخطاء التقدير تتبع التوزيع الطبيعي تم عمل الاختبار اللازم لذلك وكانت النتائج كما يلي: حيث يشير الفرض العدمي إلى تبعية الأخطاء للتوزيع الطبيعي بينما يشير الفرض البديل إلى أن الأخطاء لا تتبع التوزيع الطبيعي.

شكل رقم (١٤)



يوضح الشكل رقم (١٤) أن القيمة الدلالية للاختبار أكبر من ٠,٠٥ وبذلك نقبل الفرض العدمي القائل بأن أخطاء التقدير تتبع التوزيع الطبيعي وذلك بدرجة ثقة ٩٥%.

٣/٢/٣/٤ ويمكن استنتاج العلاقات الاقتصادية بين متغيرات النموذج كما يلي:

- عدم معنوية العلاقة بين التغير في الائتمان الموجه للقطاع الخاص والاستثمار الخاص، حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٢١ وهي أكبر من ٥%، وهذا يعني أن الائتمان المصرفي الموجه للقطاع الخاص ليس له تأثير فعال على الاستثمار الخاص، حيث تبين أن نسبة التغير في الائتمان الخاص إلى الاستثمار الخاص تمثل عام ١٩٩٢ نسبة ٧,٤% وارتفع تدريجياً حتى بلغ نسبة ١١٩% ثم أخذ في الانخفاض حتى وصل إلى ١١% عام ٢٠٠٥، وفي عام ٢٠١١ بلغت النسبة - ٢,٢% بسبب أحداث ثورة يناير وفي عام ٢٠١٩ بلغت النسبة ٢١%، ويتضح من ذلك أن الائتمان الخاص كانت نسبته مرتفعة إلى الاستثمار الخاص خلال الفترة أواخر التسعينات إلى بداية الألفية الثانية (١٩٩٥ - ٢٠٠٢)، وانخفضت نسبة التغير في الائتمان الخاص إلى الاستثمار الخاص خلال الفترة (٢٠٠٣ - ٢٠١٩) ولعل هذه الفترة كانت السبب في عدم معنوية العلاقة وقلة التأثير على الاستثمار الخاص.
- معنوية العلاقة بين سعر الصرف والاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٠٠٤٠ وهي أقل من ٥%، كما أن العلاقة عكسية فكلما زاد سعر الصرف بمقدار واحد جنيه أمام الدولار الأمريكي (انخفاض قيمة العملة المحلية) انخفض الاستثمار الخاص بقيمة ١٢,٥ مليار جنيه، وهو ما يتفق مع نتائج النموذج الأول.
- ويتضح أن سعر الصرف له تأثير معنوي بعد فترة الإبطاء مع الاستثمار الخاص وعلاقة طردية، حيث بزيادة سعر الصرف للعام الأول بمقدار واحد جنيه أمام الدولار الأمريكي يترتب عليه زيادة في الاستثمار الخاص في العام الثاني بمقدار ١١,٢ مليار جنيه، وهو ما يتفق مع نتائج النموذج الأول أيضاً.
- معنوية العلاقة بين متوسط دخل الفرد والاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٠١٤ وهي أقل من ٥%، والعلاقة بينهما عكسية فكلما زاد دخل الفرد بقيمة ١٠٠٠ جنيه انخفض الاستثمار الخاص بقيمة ١٤,٣ مليار جنيه وتفسير ذلك أن دخول الأفراد مؤشر نحو القدرة على الشراء وزيادة الاستهلاك ومعلوم أن الطبقة الفقيرة والمتوسطة يرتفع عندهم الميل الحدي للاستهلاك، فبمجرد الحصول على دخول يقبلون على شراء احتياجاتهم الضرورية التي لم تكتمل بعد من مسكن وملبس ومأكل ودواء وتعليم وغير ذلك فيكون هذا الطلب الفعال الحقيقي أكبر دافع نحو مزيد من الاستثمار الخاص لسد احتياجات السوق. إلا أن نتائج القياس وضحت العلاقة بين متوسط دخل الفرد والاستثمار الخاص علاقة عكسية، وتفسير ذلك أن الاستثمار الخاص ربما تؤثر فيه حركة رؤوس الأموال واتجاه رجال الأعمال ورغبتهم في الاستثمار ونوعية حوافز الاستثمار المقدمة من الدولة

للمستثمرين، وليس القوة الشرائية بالسوق وربما تتجه زيادة دخول الأفراد نحو الادخار بإيداع مدخراتهم بالبنوك.

- وبعد أخذ فترة إبطاء لمتغير متوسط دخل الفرد تكون النتائج أيضا معنوية والعلاقة بينهما طردية حيث بزيادة متوسط دخل الفرد في العام الأول بقيمة ١٠٠٠ جنيه يؤدي إلى زيادة الاستثمار الخاص في العام الثاني بقيمة ٨,٤ مليار جنيه، وتفسير ذلك أنه ربما يكون سلوك المواطنين بعد زيادة دخولهم إلى الادخار في البنوك وليس الاستهلاك وتقوم البنوك بدورها بتوظيف أموال المودعين في الاستثمار من خلال طلبات المقرضين وحتى تتم هذه العملية ربما تأخذ فترة الإبطاء فيظهر الأثر خلال هذا العام على الاستثمار الخاص.

- عدم معنوية العلاقة بين معدل التضخم والاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٢٩، وهي أكبر من ٥%، وتفسير ذلك أن التضخم إذا كان نتيجة زيادة الطلب مع قلة العرض يمثل رواجاً اقتصادياً وسببه وجود فجوة في العرض تستلزم مزيد من الاستثمار الخاص لسد احتياجات السوق، فوجود الطلب الفعال ووجود قدرة شرائية حقيقية مع نقص المعروض السلعي والخدمي حافز كبير لنمو الاستثمار الخاص. وإذا كان التضخم لأسباب خارجية فيكون تأثيره على الاقتصاد ككل سلبياً، والذي يتضح أن عدم معنوية العلاقة تشير إلى اتجاه أسباب التضخم نحو الأسباب الخارجية.

- معنوية العلاقة بين صافي الصادرات والاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٠٠٣، وهي أقل من ٥% والعلاقة بينهما عكسية، فكلما زاد صافي الصادرات بقيمة مليار جنيه انخفض الاستثمار الخاص بقيمة ٢٠٠ مليون جنيه. وتتفق هذه النتيجة مع النموذج الأول.

- معنوية العلاقة بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٠٠٠، وهي أقل من ٥%، والعلاقة بينهما طردية، فكلما زاد الاستثمار العام بقيمة مليار جنيه زاد الاستثمار الخاص بقيمة ٣٢,٦ مليون جنيه. وتفسير ذلك أن الاستثمار العام في مصر يركز على البنية التحتية للدولة مثل شبكة الطرق والكباري والصرف الصحي وامتداد شبكة الغاز الطبيعي لأنحاء الجمهورية ومشروعات الطاقة والتعليم والصحة، فتكون هذه المشروعات بمثابة تهيئة مناخ مناسب للاستثمار الخاص وتعمل على جذب المستثمرين للأماكن ذات البنية التحتية القوية، فشق طرق في منطقة ما يساعد في وجود وإقبال المستثمرين في هذا المكان لوجود بيئة صالحة للاستثمار في المنطقة.

- عدم معنوية المتغير السوري (D1) مع الاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٠٦، وهي أكبر من ٥%، حيث يشير المتغير السوري إلى برامج الإصلاح الاقتصادي خلال فترة الدراسة، حيث تم وضع القيمة (١) في السنوات التي حدث فيها إصلاح اقتصادي والقيمة (صفر) في

السنوات التي لم يحدث بها إصلاح اقتصادي. وربما السبب في ذلك أن السياسة النقدية لا تستهدف الاستثمار الخاص من قراراتها الإصلاحية.

- عدم معنوية المتغير السوري (D2) مع الاستثمار الخاص حيث بلغت درجة المعنوية ٠,٣٧، وهي أكبر من ٥%، حيث يشير المتغير السوري إلى الأزمات الاقتصادية والأحداث السياسية خلال فترة الدراسة، حيث تم وضع القيمة (١) في السنوات التي حدث فيها أزمات اقتصادية وأحداث سياسية والقيمة (صفر) في السنوات التي لم يحدث فيها أزمات اقتصادية وأحداث سياسية. بالرغم من أن هذه الأحداث السياسية والأزمات الاقتصادية لا بد وأن يكون لها آثار سلبية على الاستثمار الخاص إلا أن نتائج القياس أظهرت عدم معنوية المتغير أصلاً.

٥. النتائج والتوصيات:

١/٥ النتائج: نستنتج مما سبق ما يلي:

- أن السياسة النقدية لها تأثير معنوي على الاستثمار الخاص، من خلال سعر الصرف، حيث يؤثر سعر الصرف إيجاباً على الاستثمار الخاص بعد فترة الإبطاء، حيث أن تأثيره معنوي في العام الأول بعلاقة عكسية وتأثيره معنوي بعد فترة الإبطاء بعلاقة طردية وذلك في النموذجين، وهذا يوضح أن ارتفاع سعر الصرف أمام الدولار يؤثر على الاستثمار الخاص بالزيادة في العام الثاني من قرار التعويم، وذلك لكونه يخفض تكاليف الإنتاج فيعمل على تحقيق ميزة تنافسية للمنتجات المحلية أمام المنتجات الأجنبية.
- لا يوجد تأثير معنوي لسعر الفائدة الإسمي على الاستثمار الخاص لأن السياسة النقدية لا تستهدف الاستثمار الخاص بتغيرات سعر الفائدة.
- لا يوجد تأثير معنوي للتغير في الائتمان الموجه للقطاع الخاص على الاستثمار الخاص وذلك بسبب انخفاض نسبة الائتمان الموجه للقطاع الخاص إلى الاستثمار الخاص حيث تمثل متوسط النسبة خلال فترة الدراسة ٤٠% وهي نسبة منخفضة نسبياً لتحقيق تأثير فعال على الاستثمار الخاص.
- لا يؤثر متوسط دخل الفرد على الاستثمار الخاص مع تغيرات سعر الفائدة لاتجاه الجمهور للادخار والاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة، بينما يؤثر زيادة دخل الفرد على الاستثمار الخاص مع الائتمان الموجه للقطاع الخاص لأنه بزيادة الدخل يزداد الادخار ومن ثم الاستثمار.
- لا يؤثر التضخم على الاستثمار الخاص في النموذجين في حالة استخدام سعر الفائدة وفي حالة استخدام الائتمان الخاص، لأن السياسة النقدية تستهدف التضخم أولاً.

- تؤثر صافي الصادرات سلباً على الاستثمار الخاص لأن القيمة سالبة وهو ما يعني أن زيادة الواردات تهدد لنمو الاستثمار الخاص.
- يؤثر الاستثمار العام إيجاباً على الاستثمار الخاص في النموذجين مع كل من سعر الفائدة والتغير في الائتمان، لأن العلاقة بين الاستثمار العام والخاص تكاملية وليس علاقة مزاحمة ويكون للسياسة النقدية تأثير معنوي على الاستثمار العام والخاص.
- لم تؤثر الأحداث السياسية والاقتصادية على الاستثمار الخاص، بالرغم من كون الاستثمار يحتاج إلى بيئة مستقرة ومناخ استثماري جاذب للمستثمرين.

٢/٥ التوصيات: توصي الدراسة بما يلي:

- ضرورة اتباع سياسة سعر صرف (مرن أو مدار) لتحقيق ميزة تنافسية للمنتجات ولعدم تحمل الدولة دعم عملتها من الموازنة العامة.
- العمل على خلق بيئة استثمار مستقرة تشريعياً وضريبياً ومالياً وقانونياً لتشجيع المستثمرين على مزيد من التشغيل والإنتاج.
- العمل على إنشاء شركات تتبع القطاع العام ضمن أجهزة الدولة المعنية وإعادة بيعها للقطاع الخاص من خلال بورصة الأوراق المالية.
- العمل على استحداث أدوات جديدة للسياسة النقدية يمكن التأثير من خلالها في الاقتصاد بشكل مباشر لحفز الاستثمار وزيادة المنتجات وكبح جماح التضخم.
- ضرورة تعديل قانون البنوك في الدخول في عمليات الاستثمار بشكل مباشر والتحول من كونه مؤسسة للإقراض والاقتراض إلى مؤسسة تستهدف زيادة الاستثمار المباشر واستخدام أموال المودعين في مشروعات اقتصادية واستثمارية.
- العمل على زيادة دخول الأفراد وتوفير فرص العمل والحد من البطالة باستخدام أدوات نقدية جديدة يمكن تفعيلها من خلال الجهاز المصرفي كبيع الأسهم والصكوك للشركات والأفراد فيزيد الفكر الاستثماري عند الأفراد مع ضرورة التأمين على أموال المستثمرين ضد مخاطر الاستثمار الخاص.
- ضرورة تفعيل دور القطاع الخاص في القيام بخطط الدولة التنموية والمشروعات القومية مع القطاع العام وعدم السماح للقطاع العام بالدخول في القطاعات الاقتصادية الإنتاجية لتجنب حدوث مزاحمة بينهما.

المراجع العربية:

- أحمد رمضان نعمة الله وآخرون، (٢٠٠٢)، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، الاسكندرية.
- سامي خليل، (١٩٩٤)، نظرية الاقتصاد الكلي المفاهيم والنظريات الأساسية، الكويت، وكالة الأهرام للتوزيع، القاهرة.
- سهير محمود معنوق، (١٩٨٩)، النظريات والسياسات النقدية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، الطبعة الأولى.
- سميحة فوزي، نهال المغربل، (٢٠٠٤)، الاستثمار العام والاستثمار الخاص في مصر مزاحمة أم تكامل؟، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم ٩٦، ابريل ٢٠٠٤.
- شاهيناز محمد "العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي (مع التطبيق على الحالة المصرية)" رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، يونيو ٢٠٠٣.
- عبد المطلب عبد الحميد، (٢٠١٣)، اقتصاديات النقود والبنوك - الأساسيات والمستحدثات -، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- علي توفيق، معبد علي الجارحي، نبيل عبد الوهاب لطيفة، (١٩٩٦)، السياسة النقدية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، العدد الثاني، أبو ظبي.
- وحيد مهدي عامر، (٢٠١٠)، السياسات النقدية والمالية والاستقرار الاقتصادي - النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- وزارة التخطيط والمتابعة، "تقرير متابعة خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية لعام ٢٠٠١-٢٠٠٢".
- وزارة التخطيط والمتابعة، "تقرير متابعة خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية لعام ٢٠٠٢/٢٠٠٣".
- وزارة التخطيط والمتابعة، "تقرير متابعة خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية لعام ٢٠٠٤/٢٠٠٥".
- قاعدة بيانات البنك الدولي (<https://data.albankaldawli.org/>)

المراجع الأجنبية:

- Atukeren, Erdal. (2005), Interactions between public and private investment: Evidence from developing countries, *Kyklos*, Vol (58), NO (3).
- B sack, v wieland, (2000), interest-rate smoothing and optimal monetary policy: a review of recent empirical evidence.

- Ben S. Bernanke and Mark Gertler, "Inside The Black Box : The Credit Channel Of Monetary Policy Transmission ", National Bureau Of Economic Research, Working paper No. 5146, June 1995.
- J. Markusen. K. Maskus (2002), "Discriminating among alternative theories of the multinational enterprise", Review of International Economics, Vol. 10, No. 4.
- Mallick, Jagannath. (2016), "Effects of Government Investment Shocks on Private Investment and Income in India", Working Paper, Indian Council for Research on International Economic Relations, No.315, February 2016.
- Mishkin frederic, (2001), "the economics of money banking, and financial markets, 6th edition.
- Njuru, Stephen Gitahi, Charles Ombuki, and Nelson Wawire, "Impact of Government Expenditure on Private Investment in Kenya, Journal of Economics, VOL(2), NO (8), 2014.
- Peter Van Els, Alberto et.al, "Monetary Policy Transmission In The Euro Area :What Do Aggregate And National Structural Modele Tell Us? ", European Central Bank, Working Paper Series, WP No. 94, December 2001.
- Reinhold kamati, (nov 2014), "monetary policy transmission mechanism and interest rate spreads, phd thesis, university of glasgow, u.k.
- "The Exchange Rate Channel of Monetary Policy, Financial Infos, The Egyptian Banking Institute, the central Bank of Egypt, Issue Two, P 1, Web Site:<http://www.ebi.gov.eg/downloads/Ex%20Rate%20Channel%20English.pdf>
- Trujillo, Lourdes , (2003), "Macroeconomic effects of private sector participation in infrastructure, Department of Applied Economics, University of Las Palmas, Spain.

الملحق الإحصائي:

جدول رقم (١) متغيرات السياسة النقدية في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)

متغيرات السياسة النقدية							
السنوات	سعر معدل الخصم (متوسط العام) %	سعر صرف رسمي (عملة محلية مقابل الدولار الأمريكي، متوسط الفترة)*	معدل التغير في سعر الصرف	سعر الصرف دولار مقابل الجنيه	المعروض النقدي بمعناه الواسع (بالأسعار الجارية للعملة المحلية) بالمليون جنيه	معدل النمو في المعروض النقدي %	المعروض النقدي بمعناه الواسع (من إجمالي الناتج المحلي)
1989	19.40	0.9		0.87	64,093.5		83.2
1990	19.70	1.6	0.02	1.55	82,507.8	28.73	86.1
1991	19.70	3.1	-	3.14	98,463.9	19.34	87.5
1992	19.94	3.3	0.01	3.32	117,593.7	19.43	84.5
1993	17.22	3.4	(0.14)	3.35	133,173.7	13.25	85.8
1994	15.17	3.4	(0.12)	3.39	148,108.7	11.21	84.6
1995	13.50	3.4	(0.11)	3.39	162,766.3	9.90	79.8
1996	13.25	3.4	(0.02)	3.39	180,403.5	10.84	78.6
1997	12.50	3.4	(0.06)	3.39	199,836.5	10.77	75.2
1998	12.00	3.4	(0.04)	3.39	221,371.7	10.78	77.0
1999	12.00	3.4	-	3.40	233,909.4	5.66	76.0
2000	12.00	3.5	-	3.47	260,999.2	11.58	76.7
2001	11.25	4.0	(0.06)	3.97	295,490.9	13.22	82.4
2002	10.00	4.5	(0.11)	4.50	332,812.5	12.63	87.8
2003	10.00	5.9	-	5.85	403,634.2	21.28	96.7
2004	10.00	6.2	-	6.20	469,181.4	16.24	96.7
2005	10.00	5.8	-	5.78	523,087.3	11.49	97.1
2006	9.00	5.7	(0.10)	5.73	601,561.4	15.00	97.4
2007	9.00	5.6	-	5.64	716,545.4	19.11	96.2
2008	10.83	5.4	0.20	5.43	791,660.1	10.48	88.4
2009	9.50	5.5	(0.12)	5.54	866,650.8	9.47	83.2
2010	9.50	5.6	-	5.62	974,275.9	12.42	80.7
2011	9.50	5.9	-	5.93	1,039,210.3	6.66	75.8
2012	9.50	6.1	-	6.06	1,167,524.8	12.35	69.7
2013	9.50	6.9	-	6.87	1,388,078.6	18.89	74.6
2014	9.75	7.1	0.03	7.08	1,606,928.4	15.77	75.4
2015	9.50	7.7	(0.03)	7.69	1,905,896.9	18.60	78.0
2016	12.92	10.0	0.36	10.03	2,658,900.4	39.51	98.1
2017	18.25	17.8	0.41	17.78	3,202,658.6	20.45	92.3
2018	17.75	17.8	(0.03)	17.77	3,628,680.8	13.30	81.8
2019	14.38	16.8	(0.19)	16.77	4,110,515.5	13.28	77.2

المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي (<https://data.albankaldawli.org/>)

جدول رقم (٢) متغيرات الاقتصاد الكلي في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)

متغيرات الاقتصاد الكلي										
السنوات	نسب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (بالأسعار الثابتة للعملة المحلية) جنيه	النمو في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (سنوياً) %	إجمالي الناتج المحلي (بالأسعار الثابتة للعملة المحلية) بالمليون جنيه	نمو إجمالي الناتج المحلي (سنوياً) %	سعر الفائدة الحقيقي (نسبة المستهلكين) %	التضخم % (الرقم العام لأسعار المستهلكين) (نقطة)	EGX30	معدل النمو EGX30 (%)	صافي صادرات السلع والخدمات (بالأسعار الثابتة للعملة المحلية) مليون جنيه	معدل نمو صافي الصادرات (بالأسعار الثابتة للعملة المحلية) %
1989	19,278.7	2.3	1,056,251.9	4.9	(0.7)	19.1		0	(83,749.1)	
1990	19,882.8	3.1	1,116,110.0	5.7	1.1	17.7		0	(84,085.2)	0.004
1991	19,654.8	(1.1)	1,128,670.7	1.1	3.2	16.1		0	(83,265.3)	(0.010)
1992	20,099.2	2.3	1,179,154.6	4.5	1.7	18.4		0	(64,176.9)	(0.229)
1993	20,263.0	0.8	1,213,359.4	2.9	9.1	8.4		0	(83,314.4)	0.298
1994	20,649.0	1.9	1,261,568.3	4.0	7.4	8.4		0	(85,032.1)	0.021
1995	21,178.4	2.6	1,320,136.1	4.6	4.6	11.4		0	(81,749.8)	(0.039)
1996	21,791.8	2.9	1,385,994.1	5.0	7.9	7.1		0	(76,316.9)	(0.066)
1997	22,531.5	3.4	1,462,117.8	5.5	3.6	9.9		0	(87,413.9)	0.145
1998	23,317.7	3.5	1,543,638.1	5.6	10.4	2.4	660.1	0	(93,834.3)	0.073
1999	24,247.5	4.0	1,637,081.3	6.1	11.9	0.9	1,139.82	72.67	(109,721.7)	0.169
2000	25,298.9	4.3	1,741,363.5	6.4	8.9	3.9	715.74	-37.21	(110,484.7)	0.007
2001	25,700.0	1.6	1,802,925.1	3.5	11.2	1.9	490.05	-31.53	(103,629.0)	(0.062)
2002	25,823.8	0.5	1,846,018.6	2.4	10.3	3.2	492.85	0.57	(103,387.0)	(0.002)
2003	26,157.8	1.3	1,904,970.4	3.2	6.3	6.8	1,155.53	134.46	(87,412.4)	(0.155)
2004	26,734.1	2.2	1,982,923.2	4.1	1.5	11.7	2,567.99	122.23	(89,815.6)	0.027
2005	27,429.8	2.6	2,071,594.4	4.5	6.5	6.2	6,324.70	146.29	(118,332.4)	0.318
2006	28,792.3	5.0	2,213,371.0	6.8	4.9	7.4	6,973.41	10.26	(145,310.0)	0.228
2007	30,297.7	5.2	2,370,250.9	7.1	(0.1)	12.6	10,549.74	51.29	(202,978.5)	0.397
2008	31,893.5	5.3	2,539,872.8	7.2	0.1	12.2	4,596.49	-56.43	(247,618.1)	0.220
2009	32,767.4	2.7	2,658,576.3	4.7	0.7	11.2	6,208.77	35.08	(187,971.0)	(0.241)
2010	33,776.9	3.1	2,795,419.4	5.1	0.8	10.1	7,142.14	15.03	(181,347.1)	(0.035)
2011	33,654.0	(0.4)	2,844,746.6	1.8	(0.6)	11.7	3,622.35	-49.28	(223,604.6)	0.233
2012	33,649.6	(0.0)	2,908,076.4	2.2	(6.3)	19.5	5,462.42	50.80	(297,788.2)	0.332
2013	33,614.0	(0.1)	2,971,631.4	2.2	3.3	8.7	6,782.84	24.17	(284,891.2)	(0.043)
2014	33,821.3	0.6	3,058,281.5	2.9	0.4	11.2	8,926.58	31.61	(328,222.9)	0.152
2015	34,529.4	2.1	3,191,990.2	4.4	1.5	9.9	7,006.01	-21.52	(334,785.1)	0.020
2016	35,265.6	2.1	3,330,734.6	4.3	6.9	6.2	12,344.89	76.20	(371,811.3)	0.111
2017	35,980.0	2.0	3,470,000.0	4.2	(3.9)	22.9	15,019.14	21.66	(468,100.0)	0.259
2018	37,129.3	3.2	3,654,400.0	5.3	(2.6)	21.4	13,035.77	-13.21	(402,800.0)	(0.140)
2019	38,425.9	3.5	3,857,500.0	5.6	2.2	13.6	13,961.56	7.10	(318,500.0)	(0.209)

المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي (<https://data.albankaldawli.org/>)

جدول رقم (٣) متغيرات الاستثمار المحلي في مصر للفترة (١٩٩٠-٢٠١٩)

متغيرات الاستثمار المحلي												
السنوات	الاستثمار العام	معدل نمو الاستثمار العام	الاستثمار الخاص	معدل نمو الاستثمار الخاص	الاستثمار الكلي (الخاص + العام)	نسبة الاستثمار الكلي	نسبة الاستثمار الخاص إلى الكلي	إجمالي ائتمان قطاع الاعمال الخاص بالمليون جنيه	التغير في الائتمان في الاستثمار الخاص	نسبة التغير في الائتمان	نسبة التغير في الاستثمار الخاص	نسبة التغير في الاستثمار الكلي
1989	138,245.9	-	12,511.0	0.13	150,756.9	0.01	0.08					
1990	135,840.4	(1.7)	11,901.0	0.12	147,741.4	0.01	0.08					
1991	130,747.1	(3.7)	10,396.0	0.12	141,143.1	0.01	0.07	30,079.00				
1992	131,754.1	0.8	11,702.0	0.11	143,456.1	0.01	0.08	30,942.00	863.0	7.4%		
1993	111,086.0	(15.7)	10,551.0	0.09	121,637.0	0.01	0.09	33,350.00	2,408.0	22.8%		
1994	127,933.1	15.2	11,217.0	0.10	139,150.1	0.01	0.08	40,523.00	7,173.0	63.9%		
1995	144,769.4	13.2	16,135.0	0.11	160,904.4	0.01	0.10	52,965.00	12,442.0	77.1%		
1996	185,597.6	28.2	20,700.0	0.13	206,297.6	0.01	0.10	68,440.00	15,475.0	74.8%		
1997	227,992.0	22.8	28,217.0	0.16	256,209.0	0.02	0.11	87,969.00	19,529.0	69.2%		
1998	178,132.5	(21.9)	20,690.0	0.12	198,822.5	0.01	0.10	112,599.00	24,630.0	119.0%		
1999	201,430.4	13.1	30,430.0	0.12	231,860.4	0.02	0.13	142,288.00	29,689.0	97.6%		
2000	219,606.4	9.0	30,909.0	0.13	250,515.4	0.02	0.12	162,173.00	19,885.0	64.3%		
2001	215,155.1	(2.0)	32,211.4	0.12	247,366.5	0.02	0.13	178,597.00	16,424.0	51.0%		
2002	231,571.0	7.6	31,846.4	0.13	263,417.4	0.02	0.12	200,230.00	21,633.0	67.9%		
2003	211,730.4	(8.6)	33,646.0	0.11	245,376.4	0.02	0.14	214,308.00	14,078.0	41.8%		
2004	224,896.3	6.2	37,100.0	0.11	261,996.3	0.02	0.14	223,096.00	8,788.0	23.7%		
2005	255,169.4	13.5	46,417.0	0.12	301,586.4	0.02	0.15	228,195.00	5,099.0	11.0%		
2006	292,024.3	14.4	66,325.0	0.13	358,349.3	0.03	0.19	239,338.00	11,143.0	16.8%		
2007	362,532.5	24.1	97,300.3	0.15	459,832.8	0.04	0.21	268,607.00	29,269.0	30.1%		
2008	416,754.0	15.0	129,080.2	0.16	545,834.2	0.05	0.24	291,719.00	23,112.0	17.9%		
2009	373,831.9	(10.3)	95,476.0	0.14	469,307.9	0.04	0.20	304,470.00	12,751.0	13.4%		
2010	403,583.2	8.0	126,738.3	0.14	530,321.5	0.05	0.24	326,350.00	21,880.0	17.3%		
2011	391,523.0	(3.0)	141,676.1	0.14	533,199.1	0.05	0.27	323,241.00	3,109.0-	-2.2%		
2012	390,296.1	(0.3)	153,522.5	0.13	543,818.6	0.05	0.28	340,865.00	17,624.0	11.5%		
2013	355,991.5	(8.8)	145,712.2	0.12	501,703.7	0.05	0.29	369,814.00	28,949.0	19.9%		
2014	361,004.8	1.4	154,617.7	0.12	515,622.5	0.05	0.30	389,275.00	19,461.0	12.6%		
2015	410,514.4	13.7	185,916.0	0.13	596,430.4	0.06	0.31	448,276.00	59,001.0	31.7%		
2016	459,448.9	11.9	210,616.9	0.14	670,065.8	0.06	0.31	507,215.00	58,939.0	28.0%		
2017	514,309.0	11.9	213,462.3	0.15	727,771.3	0.06	0.29	750,304.00	243,089.0	113.9%		
2018	598,454.8	16.4	316,400.0	0.16	914,854.8	0.09	0.35	808,808.00	58,504.0	18.5%		
2019	473,770.0	(0.21)	305,100.0	0.12	778,870.0	0.08	0.39	875,713.00	66,905.0	21.9%		

المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي (<https://data.albankaldawli.org/>)