

أثر صدمات السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر

The impact of Monetary Policy shocks on private investment in Egypt

د. أحمد محمد وجيد قمره*

د. محمد إبراهيم راشد**

(*) د. احمد محمد وجيد قمره: مدرس قسم الاقتصاد والمالية العامة -كلية التجارة- جامعة كفر الشيخ

Email: ahmed.kamara@com.kfs.edu.eg

(*) د. محمد ابراهيم راشد : مدرس الاقتصاد بكلية السياسة والاقتصاد - جامعة بني سويف

Email: mrashed81@yahoo.com

مستخلص:

يهدف البحث إلى دراسة أثر صدمات السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر ممثله بالعرض النقدي، وسعر الفائدة وسعر الصرف الحقيقي. بالاعتماد على بيانات سنوية خلال الفترة (١٩٨٢ - ٢٠٢٢) باستخدام اختبار التكامل المشترك لجوهانسون، نموذج تصحيح الخطأ (VECM) ودوال الاستجابة النبطية وتحليل التباين، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لصدمات العرض النقدي على الاستثمار الخاص، في حين يوجد تأثير سلبي لصدمات سعر الفائدة وسعر الصرف الحقيقي على الاستثمار الخاص. الكلمات المفتاحية: صدمات العرض النقدي، صدمات سعر الفائدة، صدمات سعر الصرف، الاستثمار الخاص، اختبار جوهانسون للتكامل المشترك.

Abstract:

The Study aims to examines the impact of monetary policy shocks on private investment in Egypt represented by money supply, interest rate and real exchange rate. relying on annual data during the period (1982-2022) using Johanson's cointegration test, error correction model (VECM), Impulse Response Function and variance analysis. The study found that there is a positive impact of money supply shocks on private investment, while there is a negative impact of interest rate and real exchange rate shocks on private investment.

Keywords: Money supply shocks, interest rate shocks, exchange rate shocks, private investment, Johanson's cointegration test.

١ - مقدمة:

يُعد الاستثمار المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي من خلال مساهمته في تكوين التراكم الرأسمالي، وذلك عن طريق الإضافة إلى ما هو متاح فعلاً من الأصول الإنتاجية الثابتة، وتعويض ما يتم فقده منها عن طريق الاهلاك. ويعتبر الاستثمار الخاص شأن الأنواع الأخرى من الاستثمار مصدرًا تمويليًا لكافة المشاريع في كل القطاعات الاقتصادية من خلال ما يحققه من عوائد، ولذا يعد الحفاظ على معدل نمو مقبول للاستثمار أمر ضروري للحفاظ على النمو الاقتصادي وتحسين الإنتاجية نظراً لارتباط الاستثمار بنمو الإنتاجية والتقدم التكنولوجي.

ومنذ السبعينات، أدركت الحكومات المتعاقبة في مصر الدور المهم الذي يلعبه القطاع الخاص في تعزيز النمو الاقتصادي المستدام، وقد ركزت حزم السياسات الحكومية على مر السنين على برامج التكيف الهيكلي طويلة الأجل والإصلاحات القطاعية وصياغة السياسات الحكومية المناسبة في محاولة لتوفير الحوافز اللازمة لتنمية القطاع الخاص. وتضمنت هذه السياسات سن قوانين استثمارية مختلفة، وخصخصة واسعة النطاق لبعض المؤسسات العامة، وإصلاحات القطاع المالي في منتصف الثمانينات والتسعينات وأوائل الألفية الثانية، إلا أنه وبعد أكثر من عقد من تنفيذ الإصلاحات الهيكلية الموجهة نحو السوق، لا تزال مصر تواجه عدداً من القيود الاقتصادية. ومن بين هذه القيود انخفاض مستوى الادخار والاستثمار، وهو مستوى منخفض للغاية بحيث لا يسمح بالنمو المستدام ذاتياً. وعلى الرغم من أن مستوى المدخرات والاستثمار أخذ في التزايد في مصر، إلا أنه غير كاف لتغذية النمو اللازم لرفع مستويات المعيشة وتوليد فرص عمل منتجة كافية.

وتلعب السياسة النقدية دوراً رئيساً في تحديد طبيعة أنشطة الاقتصاد الكلي لكل دولة. ونتيجة للتأثيرات العديدة للسياسة النقدية على الأنشطة الاقتصادية العامة، تُعد السياسة النقدية ضرورية لتحقيق أهداف الاقتصاد الكلي مثل دعم النمو الاقتصادي وتسريع التنمية، والحفاظ على نظام مالي سليم، والحد من البطالة وربما القضاء عليها، وخفض مستوى التضخم، والحفاظ على توازن ميزان مدفوعات، وزيادة معدلات التصنيع، والحفاظ على سياسة سعر الصرف، والحفاظ على استقرار الأسعار ومستوى الدخل والإنتاجية الوطنية والأنشطة الاقتصادية العامة (Lucky & Kingsley, 2017). وتعمل السياسة النقدية من خلال قنوات انتقال مختلفة في الاقتصاد، بعض هذه القنوات هي قناة العرض النقدي، قناة سعر الفائدة، وقناة سعر الصرف، ومن خلال هذه القنوات، تؤثر قرارات السياسة النقدية للبنك المركزي على مستويات الاستثمار، ومن المعروف

أن جميع قنوات النقل النقدي لها تأثيرات إيجابية وسلبية على جميع المتغيرات الاقتصادية الكلية الرئيسية في الاقتصاد وبصفة خاصة الاستثمار، فوفقاً للنظرية الاقتصادية تؤدي زيادة العرض النقدي إلى انخفاض أسعار الفائدة وزيادة فرص الحصول على الائتمان من جانب القطاع الخاص والشركات الصغيرة والمتوسطة والمستهلكين مما يعني زيادة الإنفاق الاستثماري (Sulaiman,2020).

كما يرتبط سعر الفائدة بعلاقة قوية بالاستثمار الخاص، حيث أكد كينز (Keynes,1936) وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة ومستوى الاستثمار، ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى تأجيل أو إلغاء بعض المشاريع. ويحدث ذلك نتيجة لارتفاع تكلفة الاقتراض لتمويل الاستثمار، وهو ما يفسر الأساس المنطقي وراء إبقاء بعض الدول على أسعار الفائدة منخفضة قدر الإمكان (Erden & Holcombe, 2005، Suhendra & Anwar, 2017، Ababio et al., 2018). ومن ناحية أخرى، أكد كل من (Mckinnon,1973) و(Shaw,1973) على أن انخفاض سعر الفائدة الحقيقي يؤدي إلى انخفاض الادخار، مما يؤدي إلى انخفاض الأموال المتاحة لتنفيذ الاستثمارات. ووفقاً لماكينون وشو يجب تحرير القطاع المصرفي بحيث يتم تحديد أسعار الفائدة من خلال التفاعل بين الطلب والعرض. وفي هذه الحالة، ستؤدي أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية إلى زيادة تعبئة المدخرات، وتعميق عملية الوساطة المالية، ومن ثم إتاحة الأموال القابلة للإقراض لتحفيز الاستثمار (Jamil & Frimpong & Marbuah, 2010، Agu, 2015، Iqbq, 2015).

ويعد سعر الصرف أحد المؤشرات الاقتصادية التي تؤثر بشكل مباشر على الاستثمار حيث من المتوقع أن يؤدي ارتفاع سعر الصرف إلى زيادة الاستثمار المحلي نتيجة زيادة الطلب الأجنبي حيث تصبح الصادرات أرخص نسبياً، ومن ثم زيادة الاستثمار المحلي الخاص، علاوة على ذلك مع ارتفاع سعر الصرف تصبح السلع الأجنبية عالية الثمن، وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض الاستهلاك ويزيد من المدخرات كمصدر رئيس لرأس المال للاستثمار الخاص وفي الوقت نفسه، قد يؤدي ارتفاع سعر الصرف إلى ارتفاع تكلفة المدخلات المستوردة، وانخفاض هامش ربح الشركات ومن ثم انخفاض الاستثمار المحلي الخاص (Bahmani-Oskooee & Hajilee,2010، Bahmani-Oskooee et al.,2018، Gelan، Bahmani-Oskooee & Lu et al.,2022، Bahmani-Oskooee & Baek,2020، 2019). ويتأثر حجم الاستثمار

بالمتغيرات النقدية بشكل مضاعف حيث أن تقلب المتغيرات النقدية لايؤثر فقط على المتغير النقدي نفسه ولكن أيضاً على القطاع الحقيقي والإنفاق الحكومي والقطاع الخارجي، ومن ثم فإنه سيؤثر في النهاية على النمو الاقتصادي للدولة (Dang et al.,2020). لذلك المتغيرات الاقتصادية، خاصة تلك المرتبطة ارتباطاً وثيقاً بالقطاع النقدي، تحتاج إلى مراقبة التحركات والصدمات التي تحدث فيها لأنها ستؤثر على متغيرات أخرى أو حتى تؤثر على نفسها على المدى القصير أو الطويل، ونظراً لأهمية السياسة النقدية لتعزيز وخلق المناخ المناسب للاستثمار يسعى البحث إلى دراسة أثر صدمات السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر .

١-١ مشكلة البحث

يُعد الاستثمار أحد أهم عناصر الطلب الكلي ومورداً حيوياً للنمو الاقتصادي حيث يساعد على توسيع القدرة الإنتاجية للاقتصاد. وفي الوقت نفسه، تعتبر الخطط الاستثمارية مهمة لتلبية المتطلبات المستقبلية وكذلك ضمان تحقيق الأهداف المالية. وعلى وجه التحديد، يمكن للاستثمار الخاص بشكل مباشر أو غيرمباشر زيادة رأس المال للاقتصاد من خلال تشجيع تطوير التكنولوجيا، وزيادة التشغيل ومعدلات النمو، وحركة رؤوس الأموال، لذلك حظى الاستثمار بمكانة هامة في ظل الإصلاحات والبرامج الاقتصادية التي قامت بها الحكومات المتتالية، حيث ركزت جهودها على تشجيع ورفع معدلات الاستثمار الخاص لتحقيق معدلات نمو مرتفعة لتحسين مستوي المعيشة وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، إلا أن الاقتصاد المصري يعاني من تدني مستويات الاستثمار الخاص التي بلغ متوسطها ٩.١٥% كنسبة من الناتج المحلي خلال الفترة (١٩٨٢ - ٢٠٢٢) حيث تراجع معدل اجمالي الاستثمار المحلي بشكل مستمر حيث بلغ في بداية فترة الدراسة ١٢.٦١% من الناتج المحلي الإجمالي، وظل يتذبذب صعوداً وهبوطاً ولم يحقق سوى زيادة قليلة في بعض سنوات فترة الدراسة حيث وصل الاستثمار المحلي إلى نحو ٤.٣٦% من الناتج المحلي الإجمالي عام ٢٠٢٢، حيث يعاني الاقتصاد المصري من عدة مشاكل مثل ارتفاع الأسعار، وانخفاض سعر الصرف، وعجز ميزان المدفوعات، وعجز الموازنة العامة، والبطالة والتي انعكست بشكل اختلالات نقدية في كافة الأسواق على مستوى التوازن الكلي، مما تتسبب في حدوث صدمات مثل صدمات عرض وطلب النقد وسعر الفائدة وسعر الصرف، والتي تعد مؤشر خلل في الإدارة النقدية لما لهذه الصدمات من آثار على العديد من محددات الاستثمار الخاص . وبناء على

ما سبق، تتضح مشكلة البحث في بيان أثر صدمات السياسة النقدية على الاستثمار المحلي في مصر خلال الفترة (١٩٨٢-٢٠٢٢).

٢-١ أهمية البحث وهدفه

ترجع أهمية البحث إلى أهمية الاستثمار في مختلف القطاعات الاقتصادية، وتحسين بيئة العمل في مختلف الصناعات مما يسهم في زيادة الإنتاج الذي يؤدي إلى زيادة الدخل النقدي وتحسين مستوى المعيشة للأفراد مع توفير فرص العمل وانخفاض نسبة البطالة ومواكبة التطورات الحديثة والقدرة على المنافسة في المدى الطويل، وزيادة المدخرات التي تؤدي إلى زيادة معدلات التراكم الرأسمالي وتحقيق الاستقلال المالي بما يضمن تنمية اقتصادية سريعة ومستدامة، ولذلك فإن الهدف الرئيسي للبحث يتمثل في قياس أثر صدمات السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر، وفي إطار تناول هذا الهدف يقوم البحث بتحليل الأهداف التالية:

- ١- التعرف على الصدمات النقدية من حيث المفهوم والأنواع والأسباب.
- ٢- تحليل تطور الاستثمار الخاص، والعرض النقدي، وسعر الفائدة، وسعر الصرف الحقيقي خلال الفترة (١٩٨٢-٢٠٢٢).
- ٣- دراسة اتجاه وحجم تأثير صدمات العرض النقدي على الاستثمار الخاص.
- ٤- تحليل سلوك واستجابة الاستثمار الخاص لصدمات سعر الفائدة.
- ٥- تحليل سلوك واستجابة الاستثمار الخاص لصدمات سعر الصرف الحقيقي.
- ٦- تحديد السياسات المناسبة لمتخذي القرار في تحقيق معدلات نمو أعلى للاستثمار الخاص.

٣-١ فروض البحث

يتمثل الفرض الرئيسي للبحث في فرضية مؤداها " لا يوجد أثر للصدمات النقدية على الاستثمار الخاص"، وينبثق منها الفروض الفرعية التالية:

- ١- لا يوجد أثر لصدمات عرض النقود على الاستثمار الخاص.
- ٢- لا يوجد أثر لصدمات سعر الفائدة على الاستثمار الخاص.
- ٣- لا يوجد أثر لصدمات سعر الصرف على الاستثمار الخاص.

١-٤ منهجية البحث

يعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي لإستعراض أهم الدراسات السابقة الخاصة بأثر المتغيرات النقدية على الاستثمار الخاص، وتطور العرض النقدي، وسعر الفائدة، وسعر الصرف في مصر، وجمع البيانات اللازمة عن الظاهرة محل الدراسة وإعادة جدولتها وتحليلها وتفسيرها، كما يستند البحث إلى المنهج الكمي بالإعتماد على المنهج التحليلي القياسي، حيث تم استقراء الدراسات الكمية عن كلٍ من الصدمات النقدية والاستثمار الخاص، واستنباط العلاقات بينهم من خلال صياغة نموذج كمي لقياس أثر صدمات السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة (١٩٨٢-٢٠٢٢) بالاعتماد على منهجية التكامل المشترك لجوهانسون (The Johansen Cointegration) ونموذج تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model) (VECM) ، ودوال الاستجابة النبوية (IRF) ، وتحليل التباين (VDC).

١-٥ خطة البحث

يتكون البحث من خمسة أقسام بخلاف المقدمة والنتائج والتوصيات، فيتناول أولها: الدراسات السابقة. ويختص ثانيها: مفهوم وأنواع الصدمات النقدية. ويبين ثالثها: تطور العرض النقدي، و سعر الفائدة، وسعر الصرف، والاستثمار الخاص. ويعرض رابعها: النموذج القياسي.

٢- الدراسات السابقة

لقد اجتذب تأثير السياسة النقدية على الاستثمار الخاص اهتمام عدد هائل من الباحثين، وتؤكد معظم الدراسات أن أدوات السياسة النقدية بما في ذلك عرض النقود وأسعار الفائدة وأسعار الصرف يمكن استخدامها للتأثير على الاستثمار الخاص، وسوف يتم استعراض الدراسات مرتبة زمنياً من الأقدم إلى الأحدث، وذلك على النحو التالي:

١- دراسة (Olweny & Chilwe, 2012) هدفت إلى تحديد تأثير السياسة النقدية على استثمارات القطاع الخاص في كينيا باستخدام بيانات ربع سنوية خلال الفترة (١٩٩٦-٢٠٠٩) بالاعتماد على اختبار جوهانسون للتكامل المشترك، ونموذج تصحيح الخطأ. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لكلٍ من الدين المحلي الحكومي، وسعر الفائدة على الاستثمار الخاص، في حين يوجد تأثير إيجابي لكل من العرض النقدي، وإجمالي الادخار على الاستثمار الخاص.

- ٢- دراسة (معن، ٢٠١٤) هدفت الدراسة إلى تحديد محددات الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة (١٩٧٥-٢٠١٣) باستخدام تحليل التكامل المشترك لجوهانسون، وتوصلت الدراسة إلى أن الاستثمار الخاص يتأثر بشكل إيجابي بكلٍ من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والائتمان المقدم إلى القطاع الخاص، ومعدل الفائدة الحقيقي، ومعدل التبادل التجاري. في حين يوجد تأثير سلبي لكل من التضخم والدين الخارجي وسعر الصرف على الاستثمار الخاص.
- ٣- دراسة (Eshun et al.,2014) هدفت الدراسة تحديد المحددات المالية للاستثمار الخاص في غانا خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠١٠) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة (ARDL). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الاستثمار الخاص وسعر الفائدة والتضخم، في حين توجد علاقة إيجابية بين كلٍ من الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص، وسعر الصرف الحقيقي، وعرض النقود، ومعدل نمو الناتج الحقيقي والاستثمار الخاص.
- ٤- دراسة (Molapo & Damane,2015) بحثت محددات الاستثمار الخاص في ليسوتو خلال الفترة (١٩٨٢-٢٠١٣) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة (ARDL). وتوصلت إلى أن الاستثمار الخاص يتأثر إيجابياً بمستوى النمو الاقتصادي والاستثمار العام بينما يتأثر سلباً بزيادة التضخم. ويكشف اختبار السببية لجرانجر أن هناك علاقة سببية أحادية الاتجاه تمتد من الاستثمار الخاص إلى نصيب الفرد في الناتج المحلي الإجمالي، وعلاقة سببية ثنائية الاتجاه بين الاستثمار العام والخاص.
- ٥- دراسة (Kilindo,2015) هدفت الدراسة إلى تحديد دالة الاستثمار الخاص في تنزانيا خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠١٥) باستخدام تحليل جوهانسون للتكامل المشترك، ونموذج تصحيح الخطأ (ECM). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر مزاحمة بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص، كما أن الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص له تأثير إيجابي على الاستثمار الخاص، في حين كان للدين الخارجي والتضخم أثراً سلبية.
- ٦- دراسة (Diabate,2016) هدفت الدراسة إلى نمذجة المحددات طويلة الأجل للاستثمار المحلي الخاص في كوت ديفوار خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠١٢) باستخدام نموذج الانحدار

الذاتي ذي الفجوات الموزعة (ARDL). وتوصلت الدراسة إلى أن الاستثمار العام، والاستثمار الأجنبي المباشر، والانفتاح التجاري هي المحددات الرئيسية للاستثمار الخاص المحلي في الأجلين القصير والطويل، في حين أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وسعر الفائدة غير معنويين إحصائياً.

٧- دراسة (Brima & Brima, 2017) تبحث الدراسة في معدل تأثير التغيرات في السياسة النقدية على سلوك استثمارات القطاع الخاص في سيراليون خلال الفترة (١٩٨٠ - ٢٠١٤) باستخدام تحليل جوهانسون للتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ (ECM). وتوصلت الدراسة إلى أن العرض النقدي وإجمالي الادخار المحلي لهما تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على استثمارات القطاع الخاص، في حين أن معدل سندات الخزنة والتضخم وإجمالي الدين المحلي لهما تأثير سلبي.

٨- دراسة (Khan et al., 2018) هدفت الدراسة إلى بحث دور عرض النقود في تحديد إجمالي الاستثمار في باكستان خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠١٥) باستخدام طريقة Filter Prescott-Hodric، وطريقة المربعات الصغرى العادية، واختبار السببية لجرانجر، والانحدار الذاتي المتجه. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة عرض النقود (M_1 ، M_2) تزيد من إجمالي الاستثمار. وأظهرت متغيرات أخرى مثل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي والادخار ارتباطاً إيجابياً أيضاً. ومع ذلك، كان تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر ضئيلاً. علاوة على ذلك، أظهر اختبار السببية لجرانجر وجود علاقة ثنائية بين عرض النقود والاستثمار، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي والاستثمار، والاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار، والاستثمار الأجنبي المباشر وعرض النقود (M_2)، والاستثمار الأجنبي المباشر ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. ومع ذلك، توجد علاقة أحادية الاتجاه بين المتغيرات الأخرى باستثناء معدل الادخار وعرض النقود.

٩- دراسة (العجوزة، ٢٠١٩) هدفت الدراسة إلى بيان أثر الصدمات النقدية على سعر الصرف في مصر خلال الفترة (١٩٩٠ - ٢٠١٨) باستخدام طريقة جوهانسون، ونموذج تصحيح الخطأ (VECM)، وتوصلت الدراسة إلى تباين رد فعل سعر الصرف الإسمي للتغير في عرض

النقود حيث يتزايد سعر الصرف مع زيادة عرض النقود ثم يأخذ اتجاهها معاكساً لزيادة عرض النقود، عدم تأثر سعر الصرف للتغير في الناتج المحلي الإجمالي إلا بعد فترة ويكون تأثيره سلباً، في حين هناك علاقة طردية بين معدل الفائدة وسعر الصرف الرسمي.

١٠- دراسة (Akçay& Karasoy,2020) هدفت الدراسة إلى تحديد محددات الاستثمار الخاص في تركيا خلال الفترة (١٩٧٥-٢٠١٤) في تركيا باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة (ARDL) لدراسة ديناميكيات الاستثمار الخاص في الأجلين القصير والطويل. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي بين الديمقراطية والاستثمار الخاص، ويساهم نمو الناتج والتنمية المالية بشكل إيجابي في الاستثمار الخاص. ومن ناحية أخرى، فإن سعر الفائدة الحقيقي، وعدم استقرار الاقتصاد الكلي، والاستثمار العام لهم تأثير سلبي على الاستثمار الخاص.

١١- دراسة (Afful& Kamasa,2020) هدفت الدراسة إلى بحث أثر سعر الفائدة على الاستثمار الخاص، وتحديد مستوى العتبة الذي يصبح بعده أثر سعر الفائدة سلبي للاستثمار الخاص في غانا خلال الفترة (١٩٨٦-٢٠١٦) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة (ARDL)، في حين تم استخدام الدالة التربيعية وإجراءات المربعات الصغرى المشروطة لتقدير عتبة سعر الفائدة. وتوصلت نتائج نموذج (ARDL) إلى وجود تأثير إيجابي طويل وقصير الأجل لسعر الفائدة على الاستثمار الخاص، مما يؤكد فرضية ماكينون- شو ومع ذلك، فقد وجدت نتائج الدالة التربيعية ونموذج المربعات الصغرى المشروطة عتبة ٢٣.٥٩% و ٢٤% على التوالي، ويعدها يؤثر سعر الفائدة سلباً على الاستثمار الخاص.

١٢- دراسة (Dang et al.,2020) هدفت الدراسة إلى بحث العلاقة بين السياسة النقدية والاستثمار الخاص في فيتنام خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٧) باستخدام طريقة الفروق العامة للعزوم (GMM). وتوصلت الدراسة إلى أن الاستثمار الخاص يتأثر بشكل إيجابي بالسياسات النقدية من خلال العرض النقدي، والائتمان المحلي، وسعر الفائدة، في حين لا يوجد تأثير لسعر الصرف.

١٣- دراسة (Chaudhry,2021) هدفت الدراسة إلى استكشاف تأثير السياسة النقدية على التضخم والاستثمار في باكستان خلال الفترة (١٩٧٢- ٢٠١٩) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة (ARDL) وتظهر النتائج أنه في الأجل الطويل عرض النقود له تأثير كبير وإيجابي على الاستثمار، كما أن لكلٍ من الانفتاح التجاري، والاستثمار الأجنبي المباشر، وإجمالي الادخار المحلي تأثير إيجابي على الاستثمار. في حين أن سعر الفائدة، وسعر الصرف ترتبط سلباً بالاستثمار. كما تظهر نتائج النموذج الثاني أن العرض النقدي له تأثير كبير وإيجابي على التضخم بما في ذلك المتغيرات الأخرى الاستثمار الأجنبي المباشر وسعر الصرف والصادرات والنفقات الحكومية على التعلیم ولكن المتغيرات الأخرى سعر الفائدة وإجمالي الادخار المحلي الناتج مرتبطة سلباً مع التضخم.

١٤- دراسة (Mensah et al.,2021) هدفت الدراسة إلى بحث تأثير عدم اليقين في سعر الصرف الحقيقي على الاستثمار الخاص في غانا خلال الفترة (١٩٨٠- ٢٠١٦) باستخدام نموذج الإنحدار الذاتي الموزع ذي الفجوات (ARDL). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية طويلة الأجل بين الاستثمار الخاص وعدم اليقين في سعر الصرف وكذلك الانفتاح التجاري والتضخم، في حين أن الصدمات في أسعار الفائدة وشروط التبادل التجاري ذات أثر سلبي على الاستثمار الخاص في الأجلين القصير والطويل.

١٥- دراسة (Min et al.,2022) هدفت الدراسة إلى بحث التأثيرات الديناميكية لصدمات السياسة النقدية والمالية على إجمالي الاستثمار الصيني ومكوناته (الاستثمار الخاص، الاستثمار المملوك للدولة، الاستثمار الأجنبي المباشر) باستخدام نماذج VAR الخطية والعنقبة. وتوصلت الدراسة أن صدمات الإنفاق الحكومي لها تأثير إيجابي على إجمالي الاستثمار ومكوناته الثلاثة سواء في نموذج VAR الخطي أو نموذج TVAR، أن صدمات أسعار الفائدة وصدمات عرض النقود لهما آثار محدودة على إجمالي الاستثمار، خاصة خلال فترات الركود الاقتصادي. حيث أن زيادة سعر الفائدة لها تأثير سلبي كبير على الاستثمار المملوك للدولة ولها تأثير إيجابي ولكن غير معنوي إحصائياً على الاستثمار الخاص، أما بالنسبة لتأثير المعروض النقدي، فقد وجدنا أن الاستثمار المملوك للدولة يستجيب

بشكل إيجابي خلال فترة الرواج بينما يستجيب بشكل سلبي خلال فترة الركود للمعروض النقدي. يستجيب الاستثمار الخاص دائماً بشكل إيجابي بغض النظر عما إذا كان الاقتصاد في حالة رواج أو ركود، مما يشير إلى أن زيادة المعروض النقدي قد يؤدي إلى تحفيز الاستثمار الخاص.

١٦- دراسة (Alalae et al.,2023) بحثت الدراسة في أثر سعر الفائدة ونمو العرض النقدي والجودة المؤسسية على نمو الاستثمار في نيجيريا خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠٢٢) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة (ARDL) ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين سعر الفائدة ونمو الاستثمار. وعلى العكس من ذلك، توجد علاقة إيجابية بين كلٍ من نمو العرض النقدي والجودة المؤسسية ونمو الاستثمار.

١٧- دراسة (Fuddin & Anindyntha,2023) هدفت الدراسة إلى بحث أثر الصدمات النقدية على المحافظ الاستثمارية في إندونيسيا خلال الفترة (٢٠٠٨-٢٠٢٢) باستخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) لإيجاد العلاقة والصدمات بين المتغيرات في الأجلين القصير والطويل. وتوصلت الدراسة إلى أن الاستثمار يستجيب للصدمات في العرض النقدي والمخدرات، بينما لا يستجيب للصدمات الناجمة عن أسعار الفائدة والتضخم في الأجل القصير، في حين يستجيب الاستثمار للصدمات الناجمة عن أسعار الفائدة ومعدلات الادخار والتضخم، بينما لا يستجيب الاستثمار لصدمات العرض النقدي في الأجل الطويل.

١٨- دراسة (Maluleke et al.,2024) بحثت الدراسة في محددات الاستثمار الخاص المحلي في ملاوي خلال الفترة (١٩٨٠- ٢٠١٨) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة (ARDL). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي لكلٍ من التضخم وسعر الفائدة على الاستثمار الخاص في الأجلين القصير والطويل، وأن الاستثمار الخاص والعام من الفترة السابقة والانفتاح التجاري هما تأثير إيجابي على الاستثمار الخاص، في حين أن النمو الاقتصادي والائتمان المحلي للقطاع الخاص ليس لهما أهمية في تحديد الاستثمار الخاص.

التعليق على الدراسات السابقة والفجوة البحثية

باستعراض الدراسات السابقة يلاحظ وجود اختلاف فيما بينها حول تأثير السياسة النقدية على الاستثمار الخاص، ويختلف اتجاه وحجم التأثير وفقاً لظروف كل دولة حتى لنفس الدولة من

فترة زمنية لأخرى، فقد توصلت مجموعة من الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين العرض النقدي والاستثمار الخاص مثل دراسة (Olweny & Chiluwe,2012)، (Eshun et al.,2014)، (Brima& Brima,2017)، (Khan et al., 2018)، (Chaudhry,2021)، (Min et al.,2022)، (Fuddin& Anindyntha,2023)، (Alalaeed et al.,2023).

بينما اختلف أثر سعر الفائدة على الاستثمار الخاص فقد توصلت دراسة كلٍ من (معن، ٢٠١٤)، (Afful& Kamasa,2020) إلى وجود تأثير إيجابي على الاستثمار الخاص، في حين توصلت دراسة كلٍ من (Olweny & Chiluwe,2012)، (Eshun et al.,2014)، (Akçay& Karasoy,2020)، (Mensah et al.,2021)، (Chaudhry,2021)، (Min et al.,2022)، (et al.,2022)، (Alalaeed et al.,2023)، (Fuddin& Anindyntha,2023)، (Maluleke et al.,2024) وجود تأثير سلبي لسعر الفائدة على الاستثمار الخاص.

من ناحية أخرى توصلت دراسة (Eshun et al.,2014)، (Mensah et al.,2021) إلى وجود تأثير إيجابي لسعر الصرف على الاستثمار الخاص، بينما ترى دراسة (معن، ٢٠١٤)، (Chaudhry,2021) وجود أثر سلبي لسعر الصرف على الاستثمار الخاص. هذا وقد تناولت الدراسات أثر مجموعة من المحددات الأخرى للاستثمار الخاص، فقد توصلت دراسة (معن، ٢٠١٤)، (Molapo& Damane,٢٠١٥)، (Kilindo,2015)، (Brima& Brima,2017)، (Fuddin& Anindyntha,2023)، (Maluleke et al., 2024) إلى وجود تأثير إيجابي لنمو الناتج المحلي الإجمالي على الاستثمار الخاص.

وبالمثل توصلت دراسة كلٍ من (Eshun et al.,2014)، (Kilindo,2015)، (Dang et al.,2020)، (Maluleke,2024) إلى وجود تأثير إيجابي للائتمان المقدم إلى القطاع الخاص على الاستثمار الخاص. وعلى العكس توصلت دراسة كلٍ من (Molapo& Damane,٢٠١٥)، (Fuddin& Brima& Brima,2017)، (Kilindo,2015)، (Anindyntha,2023)، (Maluleke et al.,2024) إلى وجود تأثير سلبي للتضخم على الاستثمار الخاص باستثناء دراسة (Eshun et al.,2014). بينما اختلف تأثير الاستثمار العام على الاستثمار الخاص، فقد توصلت دراسة كلٍ من (Molapo& Damane,2015)، (Min et al.,2022)، (et al.,2022)، (Maluleke et al., 2024) إلى وجود تأثير إيجابي، في حين توصلت دراسة

(Kilindo,2015) ، (Akçay& Karasoy,2020) إلى وجود تأثير سلبي ومزاحمة للاستثمار العام على الاستثمار الخاص.

وتختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بصفة عامة والتي تمت في مصر بصفة خاصة حيث ركزت الدراسات السابقة على أثر المتغيرات النقدية على الاستثمار الخاص، أو محددات الاستثمار الخاص، بينما تسعى الدراسة الحالية إلى بحث أثر صدمات السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر، كما يتناول البحث فترة زمنية أطول نسبياً مقارنة بمعظم الدراسات السابقة ويصفه خاصة التي أجريت في مصر.

٣- مفهوم وأنواع الصدمات النقدية

تُعد الصدمات النقدية أحد أشكال الصدمات الاقتصادية ذات المصدر الداخلي والتي قد تنتج في بعض الأحيان نتيجة حدوث صدمة خارجية، و هناك عدة تعاريف للصدمات النقدية فقد تعرف الصدمات بأنها التغير المقصود أو غير المقصود في أحد المتغيرات النقدية مثل عرض النقود، الطلب على النقود، وسعر الفائدة، وسعر الصرف، وما يترتب عليه من آثار مباشرة وغير مباشرة على المتغيرات الاقتصادية (Romer&Romer,2004). كما تعرف الصدمات النقدية بأنها التذبذبات التي تحدث للمتغيرات النقدية خارج سيطرة السلطات النقدية عليها، والتي يكون لها آثار مباشرة وغير مباشرة على النشاط الاقتصادي.

كما تعرف الصدمة النقدية باعتبارها الحركة التي لم تكن لتحدث في فترات أخرى أو ظروف أخرى نظراً لنمط النشاط الحكومي الحقيقي، وهذا التعريف لايعني أن الصدمة النقدية حركة بعيدة كل البعد عن التطورات الاقتصادية الكامنة.

ويتضح من التعريفات السابقة أن الصدمات النقدية مؤثر مهم لتقييم أداء السياسة النقدية في أي دولة فكلما قل تعرض الدولة إلي صدمات نقدية، كلما كان ذلك دليل لوضوح الرؤى المستقبلية لصناع السياسة النقدية ومعرفة حالة الاقتصاد، فالإخفاق في الاستقرارالنقدي يتسبب في حدوث الصدمات النقدية التي تكون لها آثار مباشرة وغير مباشرة على النشاط الاقتصادي.

٣-١ أنواع الصدمات النقدية:

تنقسم الصدمات النقدية إلى صدمات نقدية كمية أو صدمات نقدية سعرية، فالصدمات النقدية الكمية هي الصدمات الناجمة عن التغيرات غير المنتظمة في الكميات المعروضة أو المطلوبة من النقود، أما الصدمات النقدية السعرية فهي الصدمات الناجمة عن التغيرات غير

المنظمة في أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وبصفة عامة تنشأ الصدمات النقدية نتيجة عوامل عشوائية وغير مقصودة تؤثر على قرارات السياسة النقدية. وفيما يلي عرض لكل نوع منها:

أ- صدمات العرض النقدي:

يقصد بها التغيرات غير المتوقعة والمقصودة في العرض النقدي، والتي تحدث عند قيام السلطات النقدية بشكل مفاجئ تغذية الاقتصاد بدفعات كبيرة أو قليلة من النقود والتي تؤدي إلى حدوث اختلال التوازن بين الممتلكات النقدية الفعلية للأفراد، وما يرغبون في الحصول عليه والاحتفاظ به. مما يترتب عليها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر تغيرات في العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل مستوى الناتج القومي، ومستوى العمالة، و المستوى العام للأسعار، وسعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية وغيرها من المتغيرات التي تمثل الأهداف الاقتصادية الكلية (Kasumovich, 1996).

وقد تكون صدمات العرض النقدي سلبية إذا أدت إلى انخفاض غير محسوب أو غير متوقع في العرض النقدي تفادياً لحدوث التضخم، أو صدمة إيجابية تؤدي إلى زيادة غير متوقعة في العرض النقدي تفوق ما يتطلبه الاقتصاد القوم نتيجة إتباع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية. وتحدث صدمات العرض النقدي عند قيام البنك المركزي بتحديد عرض نقدي لا يتناسب مع الاحتياجات النقدية لمستوى النشاط الاقتصادي، تمتاز صدمات عرض النقد بظاهرة اللاتماثل التي تعني التفاوت في استجابة النشاط الاقتصادي إلى التذبذب في العرض النقدي خلال الدورات الاقتصادية، وهي لا تقتصر على اقتصاد معين بل هي ظاهرة دولية ظهرت خلال أزمة الكساد الكبير.

ب- صدمات الطلب النقدي

يقصد بها التغيرات في الطلب على النقود نتيجة التغيرات في طلب الأفراد والمؤسسات والقطاعات العامة والخاصة والقطاع الخارجي، والتي تنجم عن تغيرات الأسعار، حيث يؤدي ارتفاع مستويات الأسعار إلى زيادة الطلب على النقود لتغطية العجز الحادث في القوة الشرائية، ويحدث العكس في حالة انخفاض مستويات الأسعار الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود، وكما أن الدخول لها تأثير في تغيرات الطلب على النقود أي كلما زاد الدخل أدى إلى زيادة نسبة الاحتفاظ بالنقود، ومن ثم يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود فضلاً عن ذلك أن سعر الفائدة له تأثير عكسي على الطلب النقدي.

ج- صدمات سعر الصرف

تُعرف بأنها التغيرات المفاجئة التي تحدث بقيمة العملة نتيجة التقلبات في العرض والطلب على العملة الأجنبية (التغيرات قد تكون عشوائية أو غيرعشوائية في سعر الصرف الأجنبي مقابل العملة المحلية) نتيجة تغير أحد العوامل الاقتصادية سواء كانت عوامل نقدية أو حقيقية أو عوامل داخلية أو خارجية، مما يؤثر على النشاط الاقتصادي في الدولة، وقد تمتد هذه الآثار للدول التجارية الشريكة حيث يتوقف حجم هذا التأثير على طبيعة تلك الاقتصادات فيكون تأثيرها قليلاً في الاقتصادات الكبيرة في حين يكون لها أثر كبير في الاقتصادات الصغيرة (Hahn, 2007)، كما أن تأثير مستوى النشاط الاقتصادي لا يقتصر على تقلب سعر الصرف المحلي فحسب، بل يتوسع نحو تقلبات أسعار الصرف للدول الشريكة تجارياً، ويتوقف حجم هذا التأثير على طبيعة تلك الاقتصادات، فيكون كبيراً في الاقتصادات الصغيرة والمفتوحة، في حين يقل تأثيرها في الاقتصادات الكبيرة والمغلقة نسبياً، وتنشأ صدمات سعر الصرف نتيجة التغير في الأسعار التنافسية ما بين الدول والتي تؤثر على صادراتها وواردتها (Thorbecke, 2011)، وقد تنشأ أيضاً نتيجة التقدم التكنولوجي، أو المضاربة على العملات أو تحرير حساب رأس المال.

وبصفة عامة تنشأ صدمات سعر الصرف من جانبين: الجانب النقدي والمالي، وذلك عند قيام البنك المركزي بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي من خلال بيع وشراء العملة الأجنبية فعند قيام البنك المركزي بشراء السندات يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة واتجاه المستثمرين إلى أسواق السندات الخارجية واستبدال العملة المحلية بعملات أجنبية ويكون أثر الصدمة تدهور قيمة العملة المحلية وارتفاع سعر الصرف (العباس، ٢٠٠٣). ومن خلال الجانب الحقيقي، وذلك عند نمو الناتج المحلي فإنه يولد طلباً إضافياً على عملة الدولة وتحسين وضع الميزان الجاري، ومن ثم ينخفض سعر الصرف الأجنبي مقابل العملة المحلية، فالأثر الذي يتركه الناتج على سعر الصرف الأجنبي أثر عكسي فالتغير في الناتج يتبعه تغير معاكس في سعر الصرف الأجنبي (الغالبى، ٢٠١٨).

د- صدمات سعر الفائدة

تُعرف بأنها التغيرات العشوائية في سعر الفائدة التي تؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي، من خلال قيام البنك المركزي بوضع سعر فائدة لايتلائم مع حالة الاقتصاد مما يؤدي إلى نتائج عكسية على عرض وطلب الأرصد القابلة للاقراض (Mayer & Scharler, 2010) فعند وضع سعر فائدة أقل من المستوى التوازني يقوم الاقتصاديون بزيادة الطلب على النقود التي يصدرها البنك المركزي الذي بدوره يرفع الاستهلاك والدخل والطلب على النقود والاستثمار، مما يضغط على سعر الفائدة الاسمي فيرتفع وتقوم السلطات النقدية بزيادة الاحتياطي المصرفية للحفاظ على المستوى المحدد لسعر الفائدة، وهذا يؤدي إلى زيادة معدل نمو العرض النقدي وتشجع الإنفاق، ويحدث العكس في حالة وضع أسعار فائدة تفوق ما يتم تحديده من قوى العرض والطلب على الأرصد

القابلة للإقراض فهذا يؤدي الى انخفاض الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض فيسبب انخفاض أسعار الفائدة في السوق.

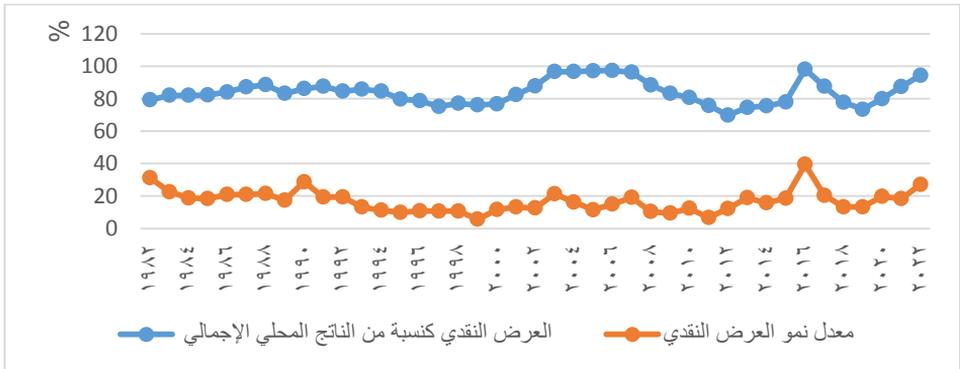
٤- تحليل تطور المتغيرات النقدية والاستثمار الخاص في مصر

يتناول هذا القسم أهم تطورات المتغيرات الرئيسية في الدراسة خلال الفترة (١٩٨٢-٢٠٢٢) والتي تتمثل في: العرض النقدي، سعر الفائدة، سعر الصرف الحقيقي، الاستثمار الخاص، وذلك على النحو التالي:

٤-١ تطور العرض النقدي في مصر:

يقصد بالعرض النقدي بالمفهوم الواسع (M_2) طبقاً لتعريف البنك الدولي إلى مجموع العملة خارج البنوك والودائع تحت الطلب بخلاف الودائع المركزية، والودائع لأجل، والمدخرات، والودائع بالعملة الأجنبية للقطاعات المقيمة بخلاف الحكومة المركزية، والشيكات المصرفية والسياحية والأوراق المالية مثل شهادات الإيداع القابلة للتداول والأوراق التجارية (WDI, 2024). ويتضح من الشكل رقم (١) أن متوسط العرض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (١٩٨٢-٢٠٢٢) حيث ارتفعت النسبة من ٧٩.٢٢% عام ١٩٨٢ إلى ٨٨.٥٥% عام ١٩٨٨، ثم حدث انخفاض تدريجي لتصل إلى ٧٥.١٥% عام ١٩٩٧ ثم عاودت الارتفاع لتصل إلى ٩٧.٣٨% عام ٢٠٠٦، ثم انخفضت إلى ٦٩.٧١% عام ٢٠١٢ إلى أن وصلت إلى أعلى قيمة لها ٩٨.١٤% عام ٢٠١٦.

شكل رقم (١) تطور العرض النقدي في مصر خلال الفترة (١٩٨٢-٢٠٢٢)



المصدر: إعداد الباحثان اعتماداً على مؤشرات التنمية العالمية (WDI) الصادرة عن

البنك الدولي (World Bank, 2024)

وكما يتضح من الشكل رقم (١) أن متوسط معدل نمو العرض النقدي ١٦.٧٩% خلال

الفترة (١٩٨٢-٢٠٢٢)، وكان معدل نمو العرض النقدي مرتفعاً خلال فترة الثمانينات بمتوسط

سنوي ٢٢.٢٩% نتيجة اعتماد الحكومة المتزايد على تمويل الجزء الأكبر من عجز الموازنة العامة من خلال التوسع في الإصدار النقدي أو عن طريق الاقتراض، والتوسع المستمر في الائتمان المصرفي المقدم من البنوك التجارية (نجا، ٢٠١٦) حيث كان هدف السياسة النقدية منبثقاً من القانون رقم ١٢٠ لعام ١٩٧٥ بشأن تنظيم السياسة النقدية والائتمانية والمصرفية والإشراف عليها وفقاً للخطة العامة للدولة، بما يساعد على تنمية الاقتصاد واستقرار النقد حيث كان يحقق للبنك المركزي اتخاذ ما يراه مائراً مناسباً بما يمكنه من توجيه الائتمان كميةً ونوعاً وسعراً. حيث اعتمدت السياسة النقدية قبل الإصلاح الاقتصادي على الأدوات المباشرة واستهداف النقود، ولكن بدون الإعلان عن شكل العلاقة بينها وبين السيولة المحلية (M_2) وتحقيق استقرار الأسعار (أبو العيون، ٢٠٠٣).

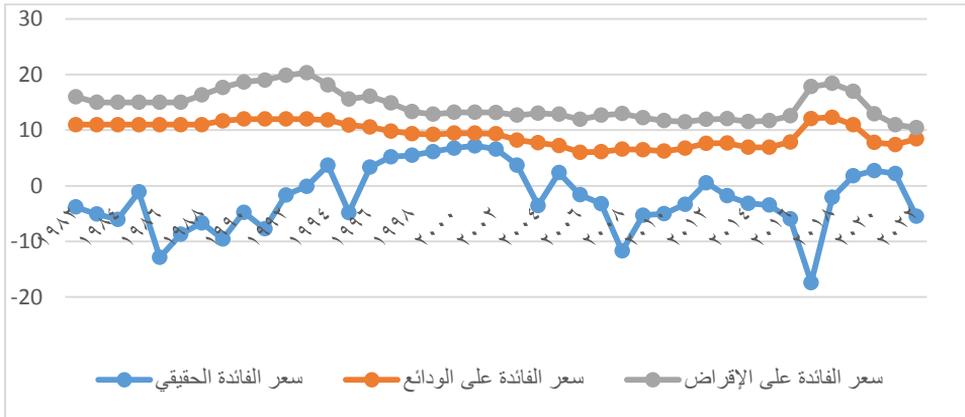
ومع بداية التسعينيات قامت السلطات النقدية بتطبيق سياسة نقدية جديدة في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي نجح مؤقتاً إلى حد ما في تحقيق الاستقرار في كثير من الجوانب النقدية خلال تلك الفترة ، وذلك بالاعتماد على التأثير غير المباشر على المؤشرات السعريّة الأمر الذي أدى إلى انخفاض معدل نمو العرض النقدي ليصل إلى ٥.٦٦% عام ١٩٩٩، نتيجة تسرب رؤوس الأموال الأجنبية للخارج بسبب أزمة النمر الآسيوية، مما أدى إلى نقص السيولة المحلية بالنقد الأجنبي، وكذلك انخفاض عائد قطاع السياحة نتيجة حادث الأقصر. إلا أنه مع بداية الألفية ارتفع معدل نمو العرض النقدي ليصل ٢١.٢٧% عام ٢٠٠٣، ثم انخفض إلى ٩.٤% نتيجة للآثار السلبية للأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ على الاقتصاد المصري، كما انخفض معدل نمو العرض النقدي نهاية عام ٢٠١١ ليبلغ ٦.٦٦% مقارنة ١٢.٤١% عام ٢٠١٠ بسبب تراجع السيولة المحلية نتيجة الأحداث الأمنية والسياسية عقب ثورة يناير ٢٠١١، وسحب الودائع من جانب صناديق الاستثمار، واستخدام جزء من السيولة في شراء النقد الأجنبي اللازم لتمويل الاستيراد.

ومنذ عام ٢٠١٤ وحتى ٢٠١٦ حدث زيادة في معدل نمو العرض النقدي من ١٥.٧٦%، و ٣٩.٥٠% على التوالي. إلا أنه مع بداية عام ٢٠١٧ عاود في الانخفاض مرة أخرى ليصل ٢٠.٤% واستمر في ذلك حتى عام ٢٠٢٠ حيث بلغ ١٩.٧% ليصل في نهاية الفترة ٢٧.١٣% عام ٢٠٢٢.

٤-٢ تطور سعر الفائدة في مصر:

اتسم سعر الفائدة في مصر خلال الفترة (١٩٧٤ - ١٩٩٠) بخاصيتين أساسيتين :
الخاصية الأولى، وهي التحديد الإداري لسعر الفائدة والذي كان يتم من خلال البنك المركزي بعد صدور القانون رقم ١٢٠ لسنة ١٩٧٥. أما السمة الثانية تتمثل في الرفع التدريجي لسعر الفائدة بهدف تخفيض عرض النقود والعرض الكلي وتشجيع الادخار.

شكل رقم (٢) تطور سعر الفائدة في مصر خلال الفترة (١٩٨٢ - ٢٠٢٢)



المصدر: إعداد الباحثان اعتماداً على مؤشرات التنمية العالمية (WDI) الصادرة عن

البنك الدولي (World Bank, 2024)

ويتضح من الشكل رقم (٢) أن متوسط سعر الفائدة على الإقراض ١٤.٤٤% خلال فترة الدراسة حيث ارتفع من ١٥% عام ١٩٨٣ ليصل إلى ١٨.٦٦% عام ١٩٩٠، كما أن متوسط سعر الفائدة على الودائع ٩.٣٦% خلال فترة الدراسة، حيث ارتفع من ١١% عام ١٩٨٠ ليصل إلى ١٢% عام ١٩٩٠، وذلك بهدف تشجيع الادخار وتدفق رؤوس الأموال العربية والأجنبية، كما تم تحديد أسعار فائدة تمييزية على القروض المقدمة للقطاعات المختلفة في الاقتصاد، بهدف تشجيع الاستثمار في القطاعات الإنتاجية الزراعية والصناعية بإعطائها قروضاً بأسعار فائدة منخفضة، والحد من القروض الممنوحة للقطاعات الخدمية والتجارية، وكذلك التمييز بين القروض وفقاً لأجلها بهدف تقديم قروض طويلة الأجل تساهم في عملية التنمية الاقتصادية (أبو العيون، ٢٠٠٣).

وفي أوائل التسعينيات اتجهت أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية نحو الارتفاع، حيث قامت السلطات النقدية في ٢٠ ديسمبر ١٩٩٠ باتخاذ قرار تحرير أسعار الفائدة لكي يبدأ العمل به اعتباراً

من ٣ يناير ١٩٩١، وبموجب هذا القرار أصبح للبنوك حرية تحرير أسعار الفائدة على القروض والسلفيات والودائع في ضوء منافسة تامة من باقي البنوك مما قد يؤدي إلى زيادة المدخرات المحلية (البنك المركزي المصري، ١٩٩١).

وبدأت أسعار الفائدة الحقيقية تأخذ قيمةً موجبة حيث بلغ سعر الفائدة الحقيقي ٣.٦٧% عام ١٩٩٤، ويرجع الارتفاع في أسعار الفائدة الحقيقية إلى تحسن الأداء المالي، وانخفاض عجز الموازنة العامة، وتحسن سعر الصرف، وانخفاض معدلات التضخم، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الفائدة على إصدارات أدون الخزنة. واستمرت أسعار الفائدة الموجبة ما بين الارتفاع والانخفاض مرة أخرى إلى أن حققت أعلى معدلاتها عام ٢٠٠١ حيث بلغت ٧.١٨% ثم بدأت في الانخفاض مرة أخرى إلى أن وصلت معدلات سالبة عام ٢٠٠٦ حيث وصلت -١.٦٢% نتيجة ارتفاع معدل التضخم مما استدعى البنك المركزي إعلان سياسة استهداف التضخم.

وقامت مصر في عام ٢٠٠٨ بإتباع سياسة تخفيض أسعار الفائدة الدائنة والمدينة نتيجة الأزمة المالية العالمية، في محاولة لتحفيز النمو وإعادة الحركة للنشاط الاقتصادي بعد الركود الذي خلفته الأزمة، ومع حلول عام ٢٠١١ وأحداث يناير وما أعقبها العديد من التطورات السياسية والاقتصادية أدت إلى تدنّب سعر الفائدة على الإقراض بين ١١%، ١٢%، وسعر الفائدة على الودائع بين ٦%، ٧% حتى عام ٢٠١٥، ليرتفع بعد ذلك ليصل إلى مستويات قياسية للإقراض ١٨.٤٠% و ١٢.٣١% للإيداع عام ٢٠١٩، وفي نفس الوقت واصل سعر الفائدة الحقيقي في انخفاضه نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، كما شهدت الفترة من ٢٠١٩ وحتى ٢٠٢١ ارتفاعات متتالية في معدلات الفائدة الحقيقية ليصل ٢.٧٣% عام ٢٠٢٠ ليتخذ بعد ذلك قيم سالبة نتيجة الأزمات المتتالية التي شهدها العالم علي المستوى الاقتصادي.

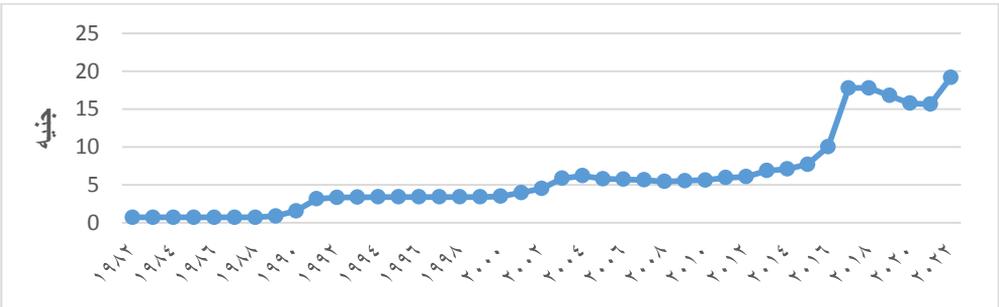
٤-٣ تطور سعر الصرف في مصر:

عانى الاقتصاد المصري في النصف الثاني من السبعينيات والثمانينات من ظاهرة اختلال أسواق صرف العملات الأجنبية، فقد اتسم سعر صرف الجنيه المصري بالتعدد مع عدم استقرار قيمته كنتيجة للتخفيض المستمر في قيمة الجنيه المصري، ففي عام ١٩٨٦، اتخذت الحكومة عدة إجراءات لتحرير سوق الصرف الأجنبي حيث تم تطبيق سعر صرف مرّن على كافة المعاملات التي تتم في نطاق البنوك المعتمدة، ثم مع اتساع الفجوة بين أسعار الصرف داخل وخارج البنوك تقرر إنشاء السوق المصرفية الحرة عام ١٩٨٧ للتعامل في الصرف الأجنبي والسماح للبنوك

المعتمدة العاملة في مصر والمرخص لها التعامل بالجنيه المصري والنقد الأجنبي بشراء النقد الأجنبي وبيعه لحسابها وتحت مسؤوليتها في نطاق هذه السوق، والتي اتسعت عام ١٩٨٨ لتشمل كافة المعاملات السلعية ما عدا الذي يدخل في نطاق مجمع البنك المركزي، ومن ثم انتهت فترة الثمانيات وهي تطبق سعرين للصرف الأول، سعر مجمع البنك المركزي. أما الثاني، سعر السوق المصرفية الحرة (محمد، ٢٠١٧).

وفي بداية التسعينيات بدأت مصر إتفاقاً رسمياً مع صندوق النقد الدولي لتطبيق برنامج للإصلاح الإقتصادي والتكيف الهيكلي، واتبع البنك المركزي سياسة تثبيت سعر الصرف والذي لم يتغير خلال الفترة (١٩٩١-١٩٩٧) إلا في حدود ٣% فقط حيث بلغ سعر الصرف ٣.١٣ جنيه لكل دولار في عام ١٩٩١، بينما بلغ ٣.٣٨ جنيه لكل دولار في عام ١٩٩٧ كما سمح لأول مرة بإدخال شركات الصرافة والتي ساعدت في إدخال الاستقرار النقدي خاصة استقرار أسعار الصرف.

الشكل رقم (٣) تطور سعر الصرف في مصر خلال الفترة (١٩٨٢ - ٢٠٢٢)



المصدر: إعداد الباحثان اعتماداً على مؤشرات التنمية العالمية (WDI) الصادرة عن

البنك الدولي (World Bank, 2024)

وخلال الفترة (١٩٩٨-٢٠٠٢) تعرض سعر صرف الجنيه المصري لتراجع قيمته بحوالي ٢٠% نتيجة الصدمات الداخلية (حادثة الأقصر - أزمة الركود والكساد) والصدمات الخارجية (الأزمة الآسيوية - أحداث الحادي عشر من سبتمبر ٢٠٠١) ليصل سعر الصرف في نهاية الفترة إلى ٣.٨٥ جنيه لكل دولار، مما اضطر الحكومة إلى إتباع نظام التعويم المدار في يناير ٢٠٠١) عبده، ٢٠١٦). وفي عام ٢٠٠٣ أعلن البنك المركزي عن تعويم الجنيه المصري والانتقال إلى سعر صرف يتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب في سوق النقد طبقاً للقرار الصادر في ٢٩ يناير ٢٠٠٣،

مما أدى إلى ارتفاع سعر صرف الجنيه مقابل الدولار من ٤.٤ جنيه لكل دولار إلى ٥.٨ جنيه لكل دولار بهاية عام ٢٠٠٣ ثم إلى ٦.١ جنيه لكل دولار عام ٢٠٠٤. (مرسي، ٢٠٠٣).

وفي عام ٢٠٠٥ أعلن البنك المركزي عن تبني سياسة استهداف التضخم كدعامة للسياسة النقدية مما أثر على سعر صرف الجنيه المصري، حيث انخفضت قيمته من ٦.١ جنيه لكل دولار إلى ٥.٨ جنيه لكل دولار، ثم استقر سعر الصرف حول ٥.٦١ جنيه للدولار في المتوسط خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠١٠) ولم يحدث سوى تذبذب في نطاق ضيق للجنيه مقابل الدولار (شهاب، ٢٠١٦). وظل هكذا حتى ثورة يناير ٢٠١١، وما تبعها من أحداث أدت إلى زيادة الضغوط على ميزان المدفوعات وسعر الصرف وانخفاض الاحتياطي النقدي نتيجة هروب رؤوس الأموال وتراجع عائدات السياحة وقناة السويس مما أدى إلى ارتفاع سعر صرف الجنيه المصري ليصل ٧ جنيه لكل دولار.

وأمام هذه الضغوط أعلن البنك المركزي في نوفمبر ٢٠١٦ عن تعويم سعر الصرف وتخفيض سعر الصرف بنسبة بلغت ٤٠% الأمر الذي أدى إلى انخفاض قيمة الجنيه المصري بشكل كبير حيث سعر الصرف حوالي ٢٠ جنيه لكل دولار، وتم قصر التعامل بالدولار على الجهاز المصرفي. وبنهاية ٢٠١٩ نجح البنك المركزي في إحداث تحسن نسبي في سعر صرف الجنيه ليصل ١٦.٧٧ جنيه لكل دولار، ثم ١٥.٧٥ عام ٢٠٢٠، ثم ١٥.٦٤ جنيه لكل دولار عام ٢٠٢٢، وظل الحال مستقرًا حتى مارس العام ٢٠٢٢ ومنذ ذلك الحين شهد الجنيه تخفيضاً في قيمته ثلاث مرات متتالية، الأولى في مارس ٢٠٢٢ انخفضت قيمة الجنيه بنسبة ٢٥% من ١٥.٧٧ جنيه لكل دولار إلى ١٩.٧ جنيه لكل دولار، والثانية في أكتوبر ٢٠٢٢ انخفضت قيمة الجنيه بنسبة ٢٥% من ١٩.٧ جنيه لكل دولار إلى ٢٤.٧ جنيه لكل دولار، والثالثة في يناير ٢٠٢٣ انخفض الجنيه بنسبة ٣٠% من ٢٤.٧ جنيه لكل دولار إلى ٣٢ جنيه لكل دولار، وكان الهدف من تخفيضات قيمة العملة تعزيز الإنتاج المحلي والتخفيف من التداعيات السلبية لوباء كورونا كوفيد-١٩ على الاقتصاد المصري وخروج الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة بعد رفع أسعار الفائدة عالمياً، والضغط التضخمية العالمية الناجمة عن الصراع الروسي الأوكراني.

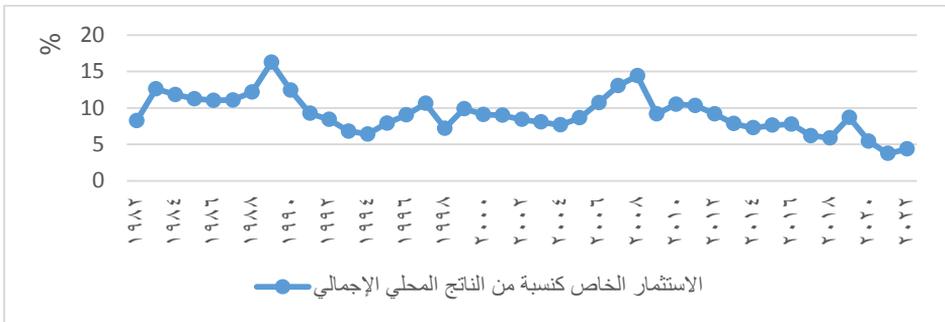
٤-٤ تطور الاستثمار الخاص في مصر:

يحظى الاستثمار بمكانة هامة في ظل الإصلاحات والبرامج الاقتصادية التي قامت بها الحكومات المتتالية، حيث ركزت جهودها على تشجيع ورفع معدلات الاستثمار المحلي، وذلك

بغرض الإسهام الفعلي في رفع معدلات النمو الاقتصادي حيث بلغ متوسط الاستثمار الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ٩.١٥% خلال الفترة (١٩٨٢ - ٢٠٢٢) حيث اتجهت الحكومة بعد حرب ١٩٧٣ إلى اتباع سياسة اقتصادية جديدة بهدف تحديث الاقتصاد المصري وتحقيق معدلات نمو أعلى في الناتج المحلي الإجمالي تعرف بسياسة الباب المفتوح، حيث عملت الحكومة على تشجيع الاستثمار الأجنبي وإعطاؤه أولوية خاصة. وفي عام ١٩٧٤ صدر القانون رقم ٤٣ والذي ينص على منح حوافز استثمارية مثل إعطاء ضمانات للمستثمرين بعدم التأميم وإعفاء ضريبي لمدة ٥ سنوات، بالإضافة لإزالة بعض الرسوم والمصروفات على الواردات بغرض الإنتاج (عمران، ٢٠٠٢)

وعلى صعيد آخر صدر القانون رقم ١١٨ لسنة ١٩٧٥ الذي أتاح الاستيراد والتصدير للقطاع الخاص، ثم أعقبه القانون رقم ٥٩ لسنة ١٩٧٩ في شأن تنظيم الاستثمار والمجمعات العمرانية الجديدة، والقانون ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ الذي عرف بقانون الاستثمار والذي تضمن العديد من المزايا والإعفاءات الضريبية والمالية. وقد أدت هذه الإجراءات لجذب الاستثمارات الأجنبية من دول الخليج، والولايات المتحدة، ودول غرب أوروبا، بالإضافة إلى مشاركة القطاع الخاص في الأنشطة الاقتصادية.

شكل رقم (٤) تطور الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة (١٩٨٢ - ٢٠٢٢)



المصدر: إعداد الباحثان اعتمادًا على مؤشرات التنمية العالمية (WDI) الصادرة عن

البنك الدولي (World Bank, 2024)

ومع بداية التسعينيات بدأ الاستثمار الخاص في الانخفاض المستمر نتيجة تراكم الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد مثل عجز الموازنة العامة، وعجز الحساب الجاري، وارتفاع معدلات التضخم والبطالة، و تفاقم مشكلة المديونية الخارجية، قامت الحكومة المصرية بالتعاون مع

صندوق النقد والبنك الدوليين بتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي، إلا أن السياسات الانكماشية التي ارتبطت بتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي التي أثرت سلباً على الاستثمار الخاص هذا بالإضافة إلى بعض العوامل الخارجية أبرزها الأزمة المالية الآسيوية، والعوامل الداخلية حادثة الأقرصر التي أثرت على قطاع السياحة والاستثمارات الأجنبية. وفي بداية العقد الأول من القرن الحادي والعشرين تعرض الاقتصاد المصري لأزمة الركود والسيولة ، وأحداث الحادي من سبتمبر ٢٠٠١ .

ومع بداية عام ٢٠٠٤ عملت الدولة على إصلاح قطاع الاستثمار ودعم وتحفيز الاستثمارات الخاصة من خلال تطوير التشريعات من أجل تحسين المناخ الاستثماري بدايةً بإصدار قانون تنمية المشروعات الصغيرة رقم ٨٣ لسنة ٢٠٠٤ ، وقانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية رقم ٣ لعام ٢٠٠٥، وقانون الضريبة الموحدة على الدخل رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥، والقانون رقم ٩٠ لسنة ٢٠٠٩ بإلغاء الحد الأدنى المطلوب لتأسيس الشركات ذات المسؤولية المحدودة لتشجيع المستثمرين الجدد على الدخول في مجالات الاستثمار المختلفة بشكل مؤسسي يضمن لهم الاستمرارية، وقانون رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٠ لتحفيز القطاع الخاص على زيادة الاستثمار في مشروعات المرافق مثل التعليم والصحة وغيرها بالتعاون مع القطاع العام. ونتيجة لهذه القوانين والإجراءات التي تم تطبيقها أدى إلى زيادة الاستثمار الخاص من ٧.٦٥% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي عام ٢٠٠٤ إلى ١٤.٤١ عام ٢٠٠٨. ثم تراجع إلى ٩.١٥% عام ٢٠٠٩ بسبب الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد المصري من خلال خروج الاستثمارات وتراجع إيرادات قناة السويس والسياحة.

ومنذ عام ٢٠١١ شهد الاقتصاد المصري تراجع في نسبة الاستثمار الخاص من ١٠.٣٣% عام ٢٠١١ إلى ٣.٧٤% عام ٢٠٢١ ويرجع ذلك أحداث ثورتي ٢٥ يناير و ٣٠ يونيو والتي ارتبطت بالمظاهرات والمطالب الفئوية للعمال والتي أدت إلى توقف الإنتاج في العديد من المصانع، وتدني تدفقات الاستثمار الأجنبي وخروج الكثير منها، مما اضطر الحكومة إلى التوصل إلى اتفاق جديد مع صندوق النقد الدولي على تنفيذ برنامج آخر للإصلاح الاقتصادي بدءاً من نوفمبر ٢٠١٦ لعلاج الاختلالات الهيكلية التي تعرض لها الاقتصاد، وفي إطار هذا البرنامج تم إصدار قانون الاستثمار الجديد رقم ٧٢ لعام ٢٠١٧ واتخاذ عدة إجراءات لتحسن مناخ الاستثمار

حيث ارتفع نسبة الاستثمار الخاص من ٦.١٨% عام ٢٠١٧ إلى ٨.٧٠% عام ٢٠١٩، إلا أنه تراجع مرة أخرى نتيجة تعرض الاقتصاد العالمي إلى جائحة كورونا والصراع الروسي الأوكراني.

٥- قياس أثر الصدمات النقدية على الاستثمار الخاص في مصر

يهدف النموذج إلى قياس أثر صدمات السياسة النقدية على الاستثمار الخاص في مصر، وسوف يتناول هذا القسم توصيف نموذج الدراسة، واختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) للتأكد من مدى السلاسل الزمنية (Stationary) المستخدمة في الدراسة، واختبار تحديد فترات التباطؤ المثلى (Lag Order Selected)، ومن ثم اختبار التكامل المشترك (Johanson Co-integration Test) لمعرفة ما إذا كان هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، ومن ثم تحديد استجابة الصدمات من خلال تحليل دوال الاستجابة النبضية (Impulse Response Function)، وتحليل التباين (Variance Decomposition) في إطار نموذج تصحيح الخطأ (VECM)، وذلك على النحو التالي:

٥-١ توصيف نموذج الدراسة

تم تحديد متغيرات الدراسة والتي تحاول من خلالها بيان أثر صدمات السياسة النقدية على الاستثمار الخاص وفقاً لما نصت عليه النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة، وينطوي النموذج على أربعة متغيرات هي: الاستثمار الخاص، والعرض النقدي، وسعر الفائدة، وسعر الصرف الحقيقي وذلك على النحو التالي:

$$PI_t = f (M_t, IN_t, REX_t)$$

حيث تشير (PI_t) الاستثمار الخاص كنسبة من الناتج المحلي، (M_t) العرض النقدي النقدي بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، (IN_t) سعر الفائدة، (REX_t) سعر الصرف الحقيقي. وقد تم الحصول على البيانات الخاصة بالدراسة من مؤشرات التنمية العالمية (WDI) الصادرة عن البنك الدولي لعام ٢٠٢٤. وتم استخدام النموذج في الصيغة اللوغاريتمية حيث تتسم نتائجه بجودة عالية نظراً لتحقيقه أقل خطأ معياري للبواقي المقدر مقارنة بالنماذج الأخرى، ويساعد على توافق الدالة المراد قياسها مع استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في تقدير النموذج القياسي، ويكون النموذج اللوغاريتمي الخطي متعدد المتغيرات على النحو التالي:

$$\ln PI_t = \beta_0 + \beta_1 \ln M_t + \beta_2 \ln IN_t + \beta_3 \ln REX_t + \varepsilon_t$$

حيث t الزمن، ε_t هو الخطأ العشوائي $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ هي معاملات العرض النقدي، وسعر الفائدة، وسعر الصرف الحقيقي. ومن المتوقع وفقاً لمنطق النظرية الاقتصادية والدراسات التطبيقية والتوقعات القبلية أن تكون إشارة β_1 موجبة، بينما إشارة β_2, β_3 سالبة.

٥-٢ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

يتضح من بيانات الجدول رقم (١) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج أن اختبار (Jarque-Bera) لسلاسل البيانات للمتغيرات محل الدراسة تأخذ شكل التوزيع الطبيعي في ظل وجود تباين ثابت وتغاير يساوي صفر، كما يلاحظ انخفاض قيم الانحراف المعياري Std.Dev لمتغيرات النموذج مما يعكس انخفاض درجة تشتت هذه المتغيرات حول وسطها الحسابي، وأن كلٍ من المتوسطات والحدود الدنيا والقصى لمتغيرات تأخذ قيمة موجبة. وتوضح معاملات الارتباط أن الاستثمار الخاص يرتبط طردياً بالعرض النقدي، بينما يرتبط عكسياً بكلٍ من سعر الفائدة وسعر الصرف الحقيقي خلال فترة الدراسة.

جدول رقم (١) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

Ln REX _t	Ln IN _t	Ln M _t	Ln PI _t	المتغيرات
1.812	2.211	4.425	2.172	Mean
1.807	2.246	4.420	2.195	Median
2.229	2.510	4.586	2.787	Maximum
1.032	1.794	4.244	1.319	Minimum
0.293	0.231	0.087	0.300	Std. Dev
-0.844	-0.333	0.251	-0.575	Skewness
3.730	1.685	2.339	3.677	Kurtosis
5.781	3.711	1.178	3.044	Jarque-Bera
0.055	0.156	0.554	0.218	Probability
41	41	41	41	Observations
			1	Ln PI _t
		1	0.167	Ln M _t
	1	-0.165	-0.396	Ln IN _t
1	-0.210	0.319	-0.441	Ln REX _t

المصدر: إعداد الباحثان باستخدام مخرجات برنامج EViews, 13.

٣-٥ اختبار جذر الوحدة (Unite Root Test)

يُستخدم اختبار جذر الوحدة لتحديد مدى استقرار السلاسل الزمنية لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة في المستوى أو مستقرة في الفرق الأول أو مستقرة في الفرق الثاني، لتفادي حدوث انحدار زائف Spurious Regression والحصول على نتائج غير دقيقة، وهناك العديد من الاختبارات التي تستخدم في الكشف عن استقرار السلاسل الزمنية، إلا أن أكثر الاختبارات شيوعاً في الدراسات التطبيقية اختبارين هما اختبار ديكي فولار الموسع (Augmented Dickey Fuller-ADF)، وفليبس بيرون (Philips Perron -PP).

جدول رقم (٢)

نتائج اختبارات جذر الوحدة باستخدام اختباري (ADF, PP)

الدرجة التكاملي	المتغير في الفرق الأول (First Difference))				المتغير في المستوى الأصلي (level)				البيان
	P P		ADF		P P		ADF		
	ثابت واتجاه	ثابت	ثابت واتجاه	ثابت	ثابت واتجاه	ثابت	ثابت واتجاه	ثابت	
1 (1)	-8.242 (0.000)	-8.058 (0.000)	-7.081 (0.000)	-7.163 (0.000)	-2.932 (0.163)	-1.781 (0.383)	-2.932 (0.163)	-1.781 (0.389)	Ln PI _t
1 (1)	-4.809 (0.002)	-4.867 (0.000)	-4.873 (0.001)	-4.929 (0.000)	-2.539 (0.308)	-2.579 (0.105)	-3.014 (0.141)	-3.091 (0.035)	Ln M _t
1 (1)	-4.229 (0.000)	-4.079 (0.000)	-5.605 (0.000)	-5.545 (0.000)	-1.888 (0.642)	-1.593 (0.476)	-0.678 (0.967)	-1.559 (0.492)	Ln IN _t
1 (1)	-3.087 (0.002)	-2.991 (0.044)	-3.507 (0.032)	-3.555 (0.011)	-1.973 (0.597)	-1.724 (0.411)	-3.716 (0.052)	-3.283 (0.022)	Ln REX _t

● ***معنوي عند مستوى ١% ، ** معنوي عند مستوى ٥% ، * معنوي عند مستوى ١%.

المصدر: إعداد الباحثان باستخدام مخرجات برنامج EViews, 13.

ويوضح الجدول رقم (٢) ما يلي:

١- عدم استقرار كل المتغيرات في صورتها الأصلية سواء (Level) وفقاً لاختباري (ADF) و (PP) سواء عند مستوى معنوية ١% أو ٥% في ظل وجود الحد الثابت فقط أو وجود الحد الثابت والاتجاه معاً، باستثناء متغير سعر الصرف الحقيقي في حالة وجود ثابت وفقاً لاختبار ديكي فولر.

٢- كافة المتغيرات مستقرة بعد الفرق الأول عند مستوى معنوية ١%، ووفقاً لذلك تكون المتغيرات الداخلة في النموذج متكاملة من الدرجة الأولى (1) ، وعدم وجود متغيرات متكاملة من الدرجة الثانية (2) ، ولهذا يكمن الاستمرار وإجراء اختبارات التكامل

المشترك من خلال اختبار جوهانسون للتكامل المشترك (JML) ، الذي يشترط لاستخدامه أن كافة المتغيرات لها نفس رتبة التكامل.

٤-٤ تحديد عدد فترات الإبطاء

يتطلب إجراء اختبارات التكامل المشترك تحديد العدد الأمثل لمدد التباطؤ الزمني (Lag Length) وذلك من خلال معايير تحديد درجة التأخير لنموذج الانحدار الذاتي (VAR) الإحصائية التالية: (معيار أكايك (AIC) ، معيار شيوارتز (SIC) ، معيار هانن كون (HQ)) ، حيث يتم اختيار أقل قيمة لكل معيار والتي يقابلها التباطؤ الزمني الأمثل.

جدول رقم (٣) تحديد العدد الأمثل لفترات الإبطاء باستخدام (VAR)

HQ	SC	AIC	FPE	LR	Lg
-1.2993	-1.1865	-1.3607	3.01e-06	NA	0
-5.1596	-4.5958*	-5.4666	5.00e-08	159.063	1
-5.2189	-4.2041	-5.7714	3.81e-08	32.752	2
-5.3879*	-3.4711	-6.4317*	2.55e-08*	33.979*	3

المصدر: إعداد الباحثان باستخدام مخرجات برنامج **EViews, 13**.

٥-٥ اختبارات التكامل المشترك

يتم تطبيق اختبارات التكامل المشترك لاختبار إذا كانت المتغيرات ذات تكامل مشترك أم لا، حيث تعتبر المتغيرات ذات تكامل مشترك في حالة وجود معادلة تكامل واحدة أو أكثر بين المتغيرات، وذلك يعني أن هناك علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات. وفي حالة إذا كانت المتغيرات ذات تكامل مشترك يتم تطبيق نموذج تصحيح الخطأ Vector Error Correction Model (VECM)، أما إذا لم تكن المتغيرات ذات تكامل مشترك يتم تطبيق نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR). ويتم الكشف عن التكامل المشترك من خلال تحليل جوهانسون (Johansen maximum likelihood Procedure (JML))، ويتم ذلك من خلال استخدام اختبارين وهما: اختبار الأثر (Test Trace)، واختبار القيمة الذاتية القصوى (Test value Eigen-Max)، لاختبار فرض العدم ($H_0: r=0$) بأنه لا يوجد أي علاقات تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، في مواجهة الفرض البديل ($H_1: r \neq 0$) الذي ينص على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، حيث (r) تعبر عن علاقات التكامل المشترك بين المتغيرات، وتساوي الصفر في حالة عدم وجود أي علاقة تكامل مشترك بين متغير أو تساوي ١، ٢، ...، بحد أقصى ($k-1$)، حيث أن (k) عدد المتغيرات بالنموذج، وهي أربعة متغيرات في هذا النموذج، ويوضح الجدول رقم (٤) نتائج هذين الاختبارين.

جدول رقم (٤) نتائج اختبارات التكامل المشترك لجوهانسون (Trace &Max-Eigen Value Tests)

(Max-Eigen value Test)			(Trace Test)			عدد علاقات التكامل بين المتغيرات
Prob.	0.05 Critical Value	Max-Eigen Statistic	Prob.	0.05 Critical Value	Trace Statistic	
0.003	27.504	35.755	0.015	47.856	52.912	لا يوجد*
0.341	21.131	14.291	0.628	29.797	17.159	بعد أقصى (١)
0.967	14.264	2.647	0.972	15.494	2.868	بعد أقصى (٢)
0.638	3.841	0.220	0.638	3.841	0.220	بعد أقصى (٣)

المصدر: إعداد الباحثان باستخدام مخرجات برنامج **EViews, 13**.

- تشير إلى رفض فرض العدم عند مستوى معنوية ٥%.

يتضح من الجدول رقم (٤) وجود متجه واحد للتكامل المشترك وفقاً لاختبار الأثر Trace حيث نجد أن القيمة المحسوبة لاختبار الأثر أكبر من القيمة الحرجة، ومن ثم نرفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية (٥%)، وقبول الفرضية البديلة بوجود علاقة تكامل مشترك. وكذلك يشير اختبار القيمة العظمى Maximum يشير إلى وجود متجه واحد، حيث القيمة المحسوبة لاختبار Max-Eigen أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية (٥%) مما يؤكد أن هناك تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، وكما توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات وأن المتغيرات المستقلة تسبب تغير بالمتغير التابع في الأجل الطويل. ومن ثم يتم لا يمكن تطبيق نموذج الانحدار الذاتي (VAR) ويتم الانتقال إلى نموذج تصحيح الخطأ (VECM) للحصول على دوال الاستجابة النبضية وتحليل مكونات التباين.

٥-٦ دوال الاستجابة النبضية (Impulse Response Function)

تهدف دوال الاستجابة النبضية (IRF) إلى تحليل أثر حدوث الصدمة التي يتعرض لها متغير داخلي ما داخل نموذج تصحيح الخطأ (VECM) على القيم الحالية والمستقبلية للمتغيرات الأخرى لهذا النموذج بمقدار انحراف معياري واحد، وتتميز دوال استجابة النبضة بحساب مجموع العلاقات الديناميكية الموجودة وبيان رد فعل المتغيرات الداخلية على أثر حدوث صدمة بمقدار وحدة واحدة، وذلك خلال فترة زمنية تتراوح بين سنة وعشر سنوات مما يعكس التفرقة بين الأجلين القصير

والطويل. ويوضح الجدول رقم (٥)، والشكل رقم (٥) أثر صدمات السياسة النقدية على الاستثمار الخاص خلال مدة عشر سنوات مستقبلية.

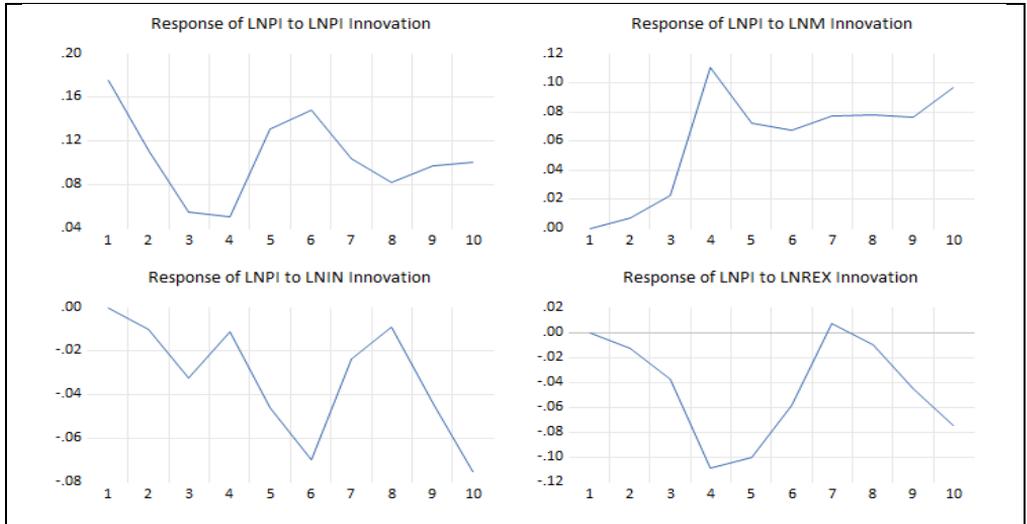
جدول رقم (٥) قيم الاستجابة للاستثمار الخاص نتيجة لصدمات السياسة النقدية

period	LnPI	lnM	LnIN	Ln REX
1	0.175752	0.0000	0.0000	0.0000
2	0.111201	0.006549	-0.009852	-0.012712
3	0.054412	0.022501	-0.032514	-0.037229
4	0.049902	0.110703	-0.011141	-0.109083
5	0.130692	0.072237	-0.046024	-0.100765
6	0.147899	0.067637	-0.069820	-0.058580
7	0.103384	0.077467	-0.023447	0.007459
8	0.081671	0.077652	-0.008878	-0.010175
9	0.097573	0.075991	-0.043628	-0.074837
10	0.100861	0.096713	-0.075623	-0.0748337

المصدر: إعداد الباحثان باستخدام مخرجات برنامج **EViews, 13**.

شكل رقم (٥)

دوال استجابة الاستثمار الخاص لصدمات السياسة النقدية



المصدر: إعداد الباحثان باستخدام مخرجات برنامج **EViews, 13**.

٧-٥ تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)

يقيس تحليل مكونات التباين مقدار التباين في التنبؤ بالمتغير التابع الناتج عن خطأ التنبؤ في المتغير ذاته، وكذلك المقدار الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات المستقلة الأخرى في النموذج، حيث يقوم بتجزئة تباين أخطاء التنبؤ للمتغير إلى عدد من الأجزاء ترجع إلى المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في النموذج كل على حده، وتبرز أهمية هذا التحليل في أنه يعطي الأهمية النسبية لأثر أي تغير مفاجئ في كل متغير من متغيرات النموذج على جميع المتغيرات في النموذج، والجدول رقم (٦) يوضح نتائج تحليل مكونات التباين للاستثمار الخاص.

جدول رقم (٦) نتائج تحليل التباين للاستثمار الخاص

Variance Decomposition of In PI					
period	SE	Ln PI _t	Ln M _t	Ln IN _t	Ln REX _t
1	0.1757	100	0.000	0.000	0.000
2	0.2087	99.3076	0.0984	0.2228	0.3710
3	0.2224	93.4278	1.1101	2.3333	3.1285
4	0.2761	63.8884	16.7960	1.6768	17.6386
5	0.3328	59.3706	16.2650	3.0653	21.2989
6	0.3815	60.2222	15.5243	5.6824	18.5709
7	0.4035	60.3898	17.5606	5.4165	16.6329
8	0.4192	59.7584	19.7045	5.0643	15.4726
9	0.4415	58.7477	20.7229	5.5411	14.9881
10	0.4751	55.2278	22.0343	7.3167	15.4209

المصدر: إعداد الباحثان باستخدام مخرجات برنامج **EViews, 13**.

٨-٥ الاختبارات التشخيصية

تم إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية التي تتمثل في : اختبار الارتباط الذاتي، و عدم تجانس التباين، والتوزيع الطبيعي، والاستقرار الديناميكي، وذلك للتأكد من خلو النموذج المقدر من المشاكل القياسية، على النحو التالي:

أ- اختبار الارتباط الذاتي للبوافي

يعتبر اختبار (LM Test) من أهم الاختبارات التي تستخدم للكشف عن وجود ارتباط ذاتي في سلسلة البوافي، ومن خلال الجدول رقم (٧) نلاحظ أن كل الاحتمالات غير معنوية (القيم أكبر من مستوى المعنوية ٠.٥%)، ولذلك نقبل الفرض العدمي الذي ينص على عدم وجود ارتباط ذاتي No serial correlation بين بوافي نموذج (VECM).

جدول رقم (٧) نتائج اختبار (LM Test)

VEC Residual Serial Correlation LM Tests						
Null hypothesis: No serial correlation						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	19.66084	16	0.2359	1.287611	16,49.5))	0.2424
2	16.60396	16	0.4117	1.056873	16,49.5))	0.4187
3	18.69945	16	0.2846	1.213694	16,49.5))	0.2914
4	14.01001	16	0.5980	0.870631	16,49.5))	0.6041

المصدر: إعداد الباحثان باستخدام مخرجات برنامج **EViews, 13**.

ب- اختبار عدم تجانس التباين (اختبار White Test)

باستخدام اختبار (White Test) للكشف عن عدم تجانس قيمة تباين الخطأ العشوائي، يتضح من الجدول رقم (٨) أن القيمة الاحتمالية (٠.٦٧) أكبر من (٥%) مما يدل على عدم وجود مشكلة عدم تجانس الخطأ تباين الخطأ للنموذج (VECM).

جدول رقم (٨) نتائج اختبار (White Test)

VEC Residual Heteroskedasticity Tests		
Chi-sq	Df	Prob.
249.407	260	0.67

المصدر: إعداد الباحثان باستخدام مخرجات برنامج **EViews, 13**.

ج- التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج

يستخدم اختبار Jarque-Bera لاختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج للمتغيرات كل على حده وللنموذج ككل. ويوضح الجدول رقم (٩) أن القيم الاحتمالية أكبر من (٥%) مما يؤكد أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

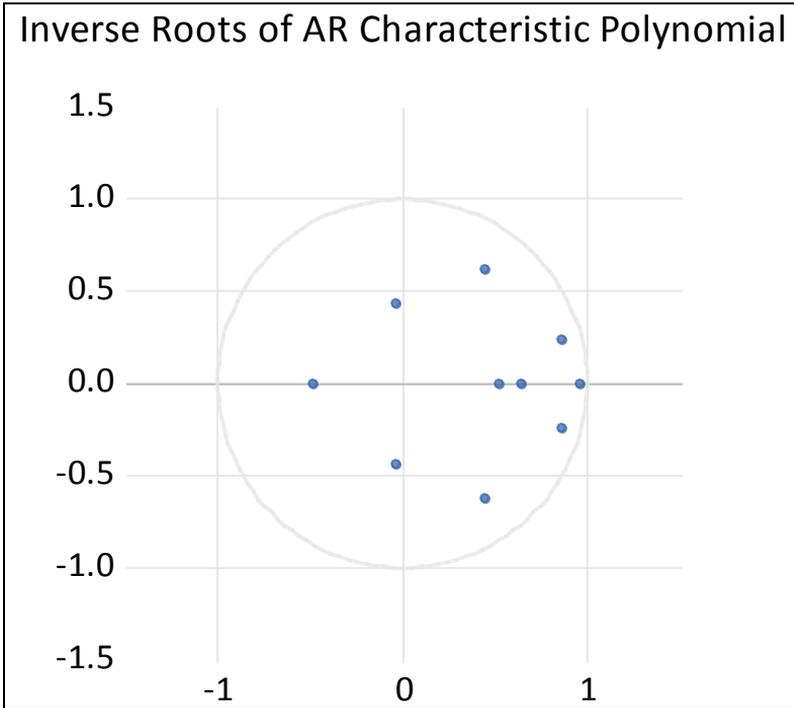
جدول رقم (٩) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

VEC Residual Normality Tests			
Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)			
Null Hypothesis: Residuals are multivariate normal			
Component	Jarque-Bera	Df	Prob.
1	0.562849	2	0.7547
2	1.418541	2	0.4920
3	1.288782	2	0.5250
4	0.138457	2	0.9331
Joint	3.408630	8	0.9062

المصدر: إعداد الباحثان باستخدام مخرجات برنامج **EViews, 13**.

٨- اختبار مقلوب الجذور الأحادية لصلاحية النموذج:

يستخدم اختبار مقلوب الجذور لمعرفة إذا كان النموذج المقدر يحقق شرط الاستقرار الديناميكي، ويتضح من الشكل رقم (٦) أن جميع المعاملات أصغر من الواحد الصحيح وجميع الجذور تقع داخل دائرة الوحدة، ومن ثم نموذج (VECM) مستقر ككل.
شكل رقم (٦) نتائج اختبار الجذور الأحادية لصلاحية النموذج



المصدر: إعداد الباحثان باستخدام مخرجات برنامج EViews, 13.

٦- النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية:

٦-١- النتائج:

فيما يلي عرض لأهم النتائج التي توصل إليها هذا البحث:

١- أن جميع المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى (١). ومن ثم يمكن تطبيق اختبار جوهانسون للتكامل المشترك والذي توصل إلى وجود متجه واحد للتكامل. ومن ثم أمكن تقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM).

٢- حدوث صدمة مفاجئة (غير متوقعة) في الاستثمار المحلي الخاص بمقدار انحراف معياري واحد سيكون لها أثر موجب دائماً في الاستثمار الخاص، إلا أن تأثيرها يكون كبير في الأجل القصير مقارنة بالأجل الطويل. فالاستثمارات السابقة والتي يمكن استخدامها كبديل لمناخ الاستثمار تشكل مؤشراً لقرارات الاستثمار الحالية وتشجيع المستثمرين وخاصة الجدد على زيادة الاستثمار.

٣- حدوث صدمة غير متوقعة (مفاجئة) في العرض النقدي بمقدار انحراف معياري واحد سيكون لها تأثير أثر إيجابي دائماً في الاستثمار الخاص في الأجلين القصير والطويل، وتتزايد إلى نهاية الفترة، ذلك لأن زيادة كمية النقود المتداولة في الاقتصاد تؤدي إلى تحفيز الطلب الكلي، وزيادة حجم الإنفاق، وخاصة زيادة الإنفاق الاستثماري وزيادة إنفاق المستهلكين على السلع والخدمات. ولتلبية الطلب المرتفع يقوم المنتجون بزيادة كمية العمالة ورأس المال، مما يؤدي في النهاية إلى زيادة الاستثمار والإنتاج ورفع معدلات النمو الاقتصادي. ومن ناحية أخرى تؤدي زيادة العرض النقدي إلى توفير المزيد من التمويل للاستثمار في السوق الاقتصادية. ولهذا السبب يزداد الاستثمار أيضاً.

٤- حدوث صدمة غير متوقعة (مفاجئة) في سعر الفائدة بمقدار انحراف معياري واحد لها أثر سلبي في الاستثمار الخاص في الأجلين القصير والطويل، لما يمارسه سعر الفائدة من تأثير سلبي على الاستثمار والإنتاج، ومن ثم انخفاض معدلات النمو الاقتصادي، نظراً لأن الاستثمار يتم تمويله في المقام الأول عن طريق الاقتراض، ولذلك فإن تكلفة رأس المال هي الاعتبار الأساسي للمستثمرين لتحديد ما إذا كانوا سيتابعون الاستثمار أم لا. فسعر الفائدة المرتفع يكون أكثر تكلفة وأقل كفاءة، في حين يضمن سعر الفائدة المنخفض استثماراً مربحاً وفعالاً بسبب توفير التكاليف.

٥- حدوث صدمة غير متوقعة (مفاجئة) في سعر الصرف بمقدار انحراف معياري واحد يكون لها أثر سلبي على الاستثمار الخاص في الأجلين القصير والطويل، حيث يؤدي ارتفاع سعر الصرف إلى انخفاض قيمة العملة المحلية، وتصبح الموارد الأجنبية أعلى نسبياً ومن ثم ارتفاع

- التكلفة بالنسبة للمستثمرين المحليين من القطاع الخاص مما يؤدي إلى انخفاض دخل المستثمرين، ومن ثم تتخفف الاستثمارات المحلية.
- ٦- إن الخطأ المعياري لخطأ التنبؤ للاستثمار الخاص في مدة سنة واحدة ٠.١٧%، ثم يزداد ليصل في السنة العاشرة ٠.٤٧%، وترجع الزيادة في قيمة الإنحراف المعياري إلى أنها تشمل آثار عدم التأكد للتنبؤ لفترات الزمنية السابقة للمتغيرات المستقلة في النموذج.
- ٧- إن التقلبات في الاستثمار الخاص ($\ln PI$) في الأجل القصير تتعلق بصدمات المتغير نفسه بنسبة كبيرة حيث يفسر ٩٩.٣٠% من مكونات التباين في السنة الثانية مقابل ٠.٠٠٧% لباقي المتغيرات عند حدوث صدمة بمقدار انحراف معياري واحد، أما في الأجلين المتوسط والطويل فان صدمات الاستثمار المحلي الخاص تتناقص ولكنها تبقى كبيرة لتصل إلى ٥٥.٢٢% في حين تتزايد صدمات متغيرات النموذج لتصبح حوالي ٤٤.٧٨% بعد مرور ١٠ سنوات.
- ٨- بالنسبة لمتغير العرض النقدي ($\ln M$) لا يفسر شيئاً من مكونات التباين في السنة الأولى أما في السنة الثانية فإنه يفسر ٠.٠٩% في السنة الثانية من مكونات التباين في الاستثمار المحلي الخاص عند حدوث صدمة بمقدار إنحراف معياري واحد ثم يرتفع ليصل في السنة العاشرة إلى ٢٢.٠٣% من مكونات التباين.
- ٩- بالنسبة لمتغير سعر الفائدة ($\ln IN_t$) فإن لا يفسر شيئاً في السنة الأولى من مكونات التباين للاستثمار المحلي الخاص نتيجة حدوث صدمة بمقدار انحراف معياري واحد، ولكن في السنة الثانية فإنه يفسر ٠.٢٢% من مكونات التباين ثم يتزايد ليصل ٢١.٢٩% في السنة الخامسة ثم يتناقص ليصل إلى ٧.٣١% في السنة العاشرة.
- ١٠- بالنسبة لمتغير سعر الصرف الحقيقي ($\ln REX$) فإنه أيضاً لا يفسر شيء في السنة الأولى من مكونات التباين للاستثمار المحلي الخاص عند حدوث الصدمة، وفي السنة الثانية فإنه يفسر ٠.٣٧% ليصل في السنة العاشرة إلى ١٥.٤٢% من مكونات التباين.
- ١١- أوضحت نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر خلو النموذج من أي مشاكل قياسية، مثل الارتباط الذاتي، وعدم ثبات التباين، والتوزيع غير الطبيعي، وعدم الاستقرار الديناميكي.

٦-٢- التوصيات

بناءً على النتائج السابقة التي توصل إليها البحث، يمكن توجيه عدد من التوصيات التي يتعين على متخذي القرار وصانعي السياسات الاقتصادية أخذها في الاعتبار، التي من شأنها الحد من تأثير الصدمات النقدية وزيادة الاستثمار الخاص في مصر. ولعل من أهم هذه التوصيات ما يلي:

- ١- الاعتماد على صدمة العرض النقدي كمؤشر لمراقبة سوق النقود ومحاولة الاستفادة منها في السيطرة على الكتلة النقدية بما يحقق الاستقرار الاقتصادي.
- ٢- تقديم التسهيلات للقروض الممنوحة لأغراض الاستثمار، من خلال منح القروض بأسعار فائدة تفضيلية، وزيادة عمر القرض، وتسهيل شروط منح القروض.
- ٣- العمل على استقرار سعر الصرف العملة المحلية مقابل الدولار، مع ضرورة تنويع سلة العملات الأجنبية بهدف تعزيز قوة الاقتصاد لمواجهة الصدمات المستقبلية.
- ٤- صياغة سياسات لجذب الاستثمارات ذات القيمة المضافة، وتقديم الحوافز المالية بأشكال مختلفة مثل: تخفيض أسعار الفائدة المفروضة على القروض الإنتاجية المخصصة للتصدير.
- ٥- ضرورة إقرار سياسة نقدية تستهدف الاستثمار واستخدام أدوات السياسة النقدية لجذب الاستثمار وتشجيع المستثمرين على الاستثمار، وتحديد الأولويات والقطاعات الاقتصادية الأكثر جذباً للمستثمرين.
- ٦- الاهتمام بالصدمات النقدية و النمو السنوي لها و الاعتماد عليها كمؤشر لمراقبة و تحديد المؤشرات النقدية.

٦-٣- البحوث المستقبلية:

تقترح الدراسة إجراء المزيد من البحوث المستقبلية حول أثر العوامل السياسية والاقتصادية والديمقراطية على الاستثمار الخاص، بالإضافة إلى تناول أبحاث تتعلق بمدى فعالية السياسة النقدية في زيادة الاستثمار في قطاعات محددة مثل القطاعات التكنولوجية، وكذلك تناول أثر صدمات السياسة النقدية على متغيرات الاقتصاد الكلي الأخرى، كما يمكن تناول الموضوع في صورة دراسة مقارنة بين أكثر من دولة.

٧- المراجع

٧-١ المراجع العربية:

- ١- أبو العيون، محمود، (٢٠٠٣)، " تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية"، *المركز المصري للدراسات الاقتصادية*، ورقة عمل رقم ٧٨، فبراير.
- ٢- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، ١٩٩١.
- ٣- العباس، بلقاسم، (٢٠٠٣)، سياسات اسعار الصرف، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية، العدد (٢٣) نوفمبر.
- ٤- العجوزة، إيمان على محفوظ، (٢٠١٩) " تأثير الصدمات النقدية على سعر الصرف في جمهورية مصر العربية"، مجلة البحوث والدراسات العربية، معهد البحوث والدراسات العربية، العدد ٧١، ديسمبر.
- ٥- الغالي، عبدالحسين جليل، عباس، رجاء جابر، (٢٠١٨)، " ثر صدمات عرض النقد وسعر الصرف في سلوك مؤشرات الأوراق المالية في نيجيريا"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، المجلد العاشر، العدد الثالث.
- ٦- شهاب، محمد عبد الحميد، (٢٠١٦)، " تأثير إنخفاض سعر الصرف الحقيقي على الميزان التجاري المصري خلال الفترة ١٩٨٥ إلى ٢٠١٥"، *مصر المعاصرة*، العدد ٥٢١، يناير، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والاحصاء والتشريع.
- ٧- عبده، عبيد شعبان، (٢٠١٦)، " أثر التغيرات في سعر الصرف على الميزان التجاري في مصر خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠١٤)، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، العدد الثاني، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
- ٨- محمد، منال جابر مرسي، (٢٠١٧)، " تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٧)"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، العدد الرابع، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
- ٩- مرسي، طارق عبد الفتاح، (٢٠٠٣)، " دراسة ونظام للتنبؤ بسعر صرف الجنيه المصري"، *مركز معلومات دعم واتخاذ القرار*، مجلس الوزراء، يوليو.
- ١٠- معن، رمضان السيد أحمد، (٢٠١٤)، "محددات الاستثمار الخاص دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد ٣٢، العدد الثاني يونيو.

١١-نجا، علي عبد الوهاب (٢٠١٦)، "تقدير دالة الطلب على النقود في مصر خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠١٤)، مجلة جامعة اسكندرية للعلوم الإدارية، المجلد ٥٣، العدد الأول، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية.

٢-٧ المراجع الأجنبية:

- 1- Ababio, J. O. M., Kumankoma, E. S. and Osei, K. A. (2018). Financing Cost and Private Investment in Ghana. *Journal of Advances in Economics and Business*, 6(2), 99-113. <http://dx.doi.org/10.13189/aeb.2018.060203>.
- 2- Alalade, S., Ogbemor, P., & Ademola, O. (2023). Interest Rates, Money Supply, Institutional Quality, and Investment Growth in Nigeria: Empirical Investigation from Autoregressive Distributed Lag Model. *International Journal of Economics, Business and Management Research*, 7, (11), <https://doi.org/10.51505/IJEBMR.2023.72018>.
- 3- Afful, S.L., & Kamasa, K. (2020). Interest Rate and its Threshold Effect on Private Investment: Evidence from Ghana. *African Journal of Economic Review*, B, (2).
- 4- Akçay, S., & Karasoy, A. (2020). Determinants of Private Investments in Turkey: Examining the Role of Democracy. *Review of Economic Perspectives*, 20(1), 23-49, <https://doi.org/10.2478/revecp-2020-0002%0A>.
- 5- Agu O. C., (2015). Determinants of private investment in Nigeria: An Econometric analysis. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(4), 1-12.
- 6- Bahmani-Oskooee, M., & Hajilee, M. (2010). On the relation between currency depreciation and domestic investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 32(4), 645-660.
- 7- Bahmani-Oskooee, M., Halicioglu, F. & Neumann, R. (2018). Domestic investment responses to changes in the real exchange rate: Asymmetries of appreciation versus depreciation. *International Journal of Finance & Economics*, 23 (4), 362-75.
- 8- Bahmani-Oskooee, M., & Gelan, A. (2019). On the link between real exchange rate and domestic investment: Asymmetric evidence from Africa. *Journal of Economic Development*, 44(3), 1-17.
- 9- Bahmani-Oskooee, M. & Baek, J. (2020). On the asymmetric effects of the real exchange rate on domestic investment in G7 countries. *Australian Economic Papers*, 59(4), 303-18. <https://doi.org/10.1111/1467-8454.12187>.
- 10- Brima, S., & Brima, A. S. (2017). Monetary Policy Effect on Private Sector Investment: Evidence from Sierra Leone. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 476-488. <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/2969>.
- 11- Chaudhry, I. S., Iqbal, A., Umar, M. & Faheem, M. (2021). Impact of Monetary Policy on Inflation and Investment in Pakistan: A Time Series Analysis. *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, 7(4), 931-945, <https://doi.org/10.26710/jafee.v7i4.2079>.

- 12- Dang, T. T., Pham, A. D., Tran, D. N. (2020). Impact of monetary policy on private investment: Evidence from Vietnam's provincial data, *Economies*, 8(3), 1-15, <https://doi.org/10.3390/economies8030070%0A>.
- 13- Diabate, N., (2016). An Analysis of Long Run Determinants on Domestic Private Investment in Côte d'Ivoire. *European Scientific Journal*, 12(28) ,240-251. <http://dx.doi.org/10.19044/esj.2016.v12n28p240>.
- 14- Erden, L., & Holcombe, R. G. (2005). The effects of public investment on private investment in developing economies. *Public Finance Review*, 33(5), 575-602.
- 15- Eshun, M., Adu, G., & Buabeng, E. (2014). The financial determinants of private investment in Ghana. *International Journal of Financial Economics*, 3(1), 25-40.
- 16- Frimpong, J. M., & Marbuah, G. (2010). The determinants of private sector investment in Ghana: An ARDL approach. *European Journal of Social Sciences*, 15(2), 250-261.
- 17- Fuddin, M. K., & Anindyntha, F. A. (2023). The Effect of Monetary Variable Shocks on Indonesian Portfolio Investment. *Signifikan: Jurnal Ilmu Ekonomi*, 12(2), 307-326. <https://doi.org/10.15408/sjie.v12i2.31525>.
- 18- Hahn, E., (2007). The Impact of Exchange Rate shock on Sectoral Activity and prices in the Euro Area. *European Central Bank*, NO.796.
- 19- Jamil, M. F., & Iqbq, N, (2015). Interest rates, government and private investments and Pakistan economy: an analysis of three decades. *International Journal of African and Asian Studies*, 14, 61-165.
- 20- Kasumovich, m., (1996). Interpreting Money-Supply and Interest-Rate Shocks as Monetary-Policy Shocks. *Bank of Canada Working Paper* 96-8.
- 21- Keynes, J. M., (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan. Cambridge University Press. London.
- 22- Khan, S. A., Tariq, M., & Gul, B. (2018). Estimating the role of money supply in determining aggregate investment in Pakistan. *Journal of Applied Economics and Business Studies*, 2(1), 75-90. <https://doi.org/10.34260/jaeb.217>.
- 23- Kilindo, A., (2015). Determinants of Private Investment in Tanzania: 1970-2015. *Tanzanian Economic Review*, 5 (1 & 2), 22–35.
- 24- Lu, G., Baek, J., & Nam, S. (2022). On the Relation between Exchange Rates and Domestic Investment: Asymmetric Evidence from China's 31 Provinces. *The Australian Economic Review*, 55(4), 477–488, <https://doi.org/10.1111/1467-8462.12479>.
- 25- Lucky, L.A., & Kingsley, U. C. (2017). Monetary Policy Transmission Mechanisms and Domestic Real Investment in Nigeria: A Time Series Study between 1981-2015. *International Journal of Economics and Financial Management*, 2(2), 29-59.
- 26- Maluleke, G., Nicholas M., & Sheilla, N. (2024). The determinants of Domestic Private Investment in Malawi: An Empirical Investigation. *Economia Internazionale / International Economics*, 77(3), 445-462.
- 27- Mayer, E., scharler, J. (2010). Noisy information interest rate shocks and the Great moderation. *Journal of Macroeconomics*, 33(4), December 2011, PP 568-58, <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2011.08.004>.

- 28- Mckinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington DC: The Brookings Institution.
- 29- Mensah, E. K., Adu Asamoah, L., & Ahiadorme, J. W. (2021). On the impact of exchange rate uncertainty on private investment in Ghana. *International Journal of Finance & Economics*, 26(1), 208-217, <https://doi.org/10.1002/ijfe.1785>.
- 30- Min, F., Wen, F., & Wang, X. (2022). Measuring the effects of monetary and fiscal policy shocks on domestic investment in China, *International Review of Economics and Finance*, (77), 395–412, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.10.010>.
- 31- Molapo, S. & Damane, M. (2015). Determinants of Private Investment in Lesotho. *European Scientific Journal*, 11(34), <https://ejournal.org/index.php/esj/article/view/6743>.
- 32- Olweny, T., & Chiluwe, M. (2012). The effect of monetary policy on private sector investment in Kenya. *Journal of Applied Finance and Banking*. 2(2), 239-287.
- 33- Romer, C. D., & Romer, D. H. (2004). A new measure of monetary shocks: Derivation and implications. *American Economic Review* 94(4), 1055–1084. DOI: 10.1257/0002828042002651.
- 34- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- 35- Suhendra, I., & Anwar, C. J. (2017). Determinants of private investment and the effects on economic growth in Indonesia. *GSTF Journal on Business Review*, 3(3), 127-130, <http://dx.doi.org/10.7603/s40706-014-0028-4>.
- 36- Sulaiman, Z.A. (2020). Money Supply and Private Sector Funding in Nigeria: A Multi-Variant Study. *Asian Finance & Banking Review* ,4(1).
- 37- Thorbecke, W. (2011). Investigating the effect of exchange rate changes on china's processed exports. *Journal of the Japanese and International Economies*, 25(2), 33-46, <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2010.12.001>.
- 38- World bank, (2024), *World development indicators (WDI)*, <https://data.worldbank.org>.