



**الإستثمار الأجنبي المباشر وفقا لفرضية Feldstein-Horioca
فى ظل تغيرات أسعار الصرف والفائدة فى
مصر خلال الفترة (١٩٨٩ : ٢٠٢٢)**

**Foreign direct investment according to the
Feldstein-Horioca hypothesis In light of changes in
exchange and interest rates in Egypt
during the period (1989: 2022)**

د/ جلال جويده القصاص

مدرس الاقتصاد والمالية العامة

المعهد المصرى العالى لأكاديمية الاسكندرية للإدارة والمحاسبة

galal.elkassas@eia.edu.eg.com

مجلة الدراسات التجارية المعاصرة

كلية التجارة – جامعة كفر الشيخ

المجلد العاشر - العدد الثامن عشر - الجزء الأول

يوليو ٢٠٢٤م

رابط المجلة : <https://csj.journals.ekb.eg>

مستخلص :

بدأت رؤوس الأموال الأجنبية - مع ظهور العولمة - فى التدفق عبر الحدود للإستثمار المباشر مدفوعة بمستويات الربحية وإنخفاض أسعار الفائدة وإنخفاض أسعار صرف العملات المحلية فى الدول الأخرى، ومن ثم جاءت فرضية فلدشتاين - هوريوكا لتضع معياراً لمدى حرية حركة رأس المال الأجنبي عبر الدول ، يتمثل فى أن وجود علاقة طردية مباشرة بين الإستثمار المحلى والإدخار المحلى فى الداخل يعوق تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر ، ومن خلال تلك الفرضية تسعى هذه الدراسة الى الوقوف على مدى وجود علاقة سببية بين الإدخار والإستثمار المحليين فى الاقتصاد المصرى فى ظل التغير فى أسعار الفائدة و الصرف خلال الفترة (١٩٨٩ - ٢٠٢٢) ، وبالتالى الوقوف على مدى حرية تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر ، وذلك فى ظل التغيرات فى أسعار الفائدة ، وسعر صرف الجنيه المصرى ، وقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة طردية طويلة المدى بين الإستثمار المحلى (منسوباً الى الناتج المحلى الإجمالى) والإدخار المحلى (منسوباً الى الناتج المحلى الإجمالى) ، وهذا مما يؤثر على ضعف تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر الى داخل البلد نظراً لوجود علاقة ارتباط طويلة المدى بين الادخار المحلى والاستثمار المحلى فى الإقتصاد المصرى ، وقد أثبتت النتائج أيضاً تأثير غير معنوى لسعر الفائدة المحلى (على الإقراض) على معدل الاستثمار المحلى ، وهذا مما يمثل دليلاً على وجود علاقة ارتباط بين الإستثمار المحلى والإدخار المحلى غير محفوزة بسعر الفائدة ، ومن ثم فلا بديل للإستثمار المحلى إلا الإقراض من الداخل ، و يؤشر على صعوبة تدفق رأس المال الأجنبي ، كما أثبت القياس أيضاً أن تعويم سعر الصرف فى ٢٠١٦ أعطى تأثيراً غير معنوى على تدفق الإستثمار الأجنبي ، وهذا مما يزيد التأكيد على مدى ارتباط الإستثمار المحلى بالإدخار المحلى، ومن ثم إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا على الإقتصاد المصرى.

الكلمات المفتاحية : الادخار، الاستثمار الأجنبي، سعر الصرف، الفائدة.

Abstract

With the advent of globalization, foreign capital began to flow across borders for direct investment, driven by levels of profitability, low interest rates, and low exchange rates of local currencies in other countries, and then the Feldstein- Horioca hypothesis came to set a standard for the extent of free movement of foreign capital across countries, which is represented in the existence of a direct causal relationship between domestic saving and investment inside the country, preventing the flow of foreign direct investment, and through that hypothesis, this study seeks to determine the extent to which there is a causal relationship between local saving and investment in the Egyptian economy in light of the change in interest and exchange rates during the period (1989 - 202٢), and thus, we can know the extent of the flow of foreign direct investment, in light of changes in interest rates and the exchange rate of the Egyptian pound , (proportional to the gross domestic product), and this indicates to a weakness in the flow of foreign direct investment into the country due to the existence of a long-term relationship between domestic saving and investment in the Egyptian economy , and this represents evidence of the existence of a relationship between domestic investment and saving that does not depend on the interest rate, and therefore, there is no alternative for the domestic investment except borrowing from local sources, and indicates the difficulty of foreign capital inflow, as the measurement also proved that the exchange rate floated in 2016 , gave an insignificant effect on the flow of foreign investment, and this prove the truth of existence a relationship between domestic investment and saving, and then achieving the Feldstein / Horioka hypothesis in the Egyptian economy.

١ - مقدمة:

١-١ توطئة :

قام كل من مارتن فيلدشتاين مع تشارلز هوريوكا في عام ١٩٨٠ بنشر دراسة بعنوان (الإدخار المحلي وتدفقات رأس المال الدولية) ، (١٩٨٠ - Feldstein - Horioka) وقد قدمت هذه الدراسة مساهمة كبيرة في مجال الاقتصاد الدولي ، من حيث أنها ساهمت في الفهم العام لجوهر تدفق رؤوس الأموال في سوق رأس المال الدولي ، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين الإستثمار المحلي والمدخرات المحلية لـ ٢١ دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD ، حيث قدم فيلدشتاين وهوريوكا تقديرات إحصائية تكشف أن جميع المدخرات المتزايدة لبلد ما ستبقى في ذلك البلد على الرغم من فرص الإستثمار الأكبر في الخارج ، وقد ولدت هذه العلاقة المباشرة غير المتوقعة بين المدخرات المحلية والإستثمار لغزاً كبيراً أصبح يعرف باسم "غز فيلدشتاين هوريوكا" ، ومن المعروف أن الإدخار يعتبر أساس وقرين الإستثمار ، من حيث أن الدخل إنما يتوزع بين الإستهلاك والإدخار ، والإدخار يرتبط بسعر الفائدة الدائنة والمدينة ، وتظهر كفاءة الاقتصاد عند تلازم قرار الإستثمار مع قرار الإدخار ، ومع ظهور العولمة وإتفاقيات حرية التجارة ومنها إتفاق تدابير الإستثمار في جات ١٩٩٤ ، ومع وجود عجز مزمن في التمويل المحلي في الدول النامية نظراً لانخفاض المدخرات وإرتفاع مخصصات الإستهلاك ، بدأت رؤوس الأموال الأجنبية في التدفق عبر الحدود للإستثمار المباشر في هذه الدول مدفوعةً بمستويات الربحية وإنخفاض أسعار الفائدة وانخفاض أسعار صرف العملات المحلية ، ومن ثم جاءت فرضية فلدشتاين - هوريوكا لتضع معياراً لمدى حرية حركة رأس المال عبر الدول من خلال مدى التكامل بين الإدخار المحلي والإستثمار في الدولة ، ومن ثم إستنتاج مؤشر للدلالة على مدى قابلية الدولة لحرية دخول رؤوس الأموال الأجنبية إليها ، حيث أن وجود علاقة سببية بين الإدخار المحلي والإستثمار المحلي في الداخل هو مؤشر يدل على ضعف تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر ، وتناولت الدراسة أيضاً بحث أثر سعر الفائدة (على الإقراض) على أساس إمكانية أن يكون هو السبب المؤثر في إرتباط الإستثمار المحلي بالإدخار المحلي ، وذلك من خلال الوقوف على مدى تأثير سعر الفائدة المحلي على الإستثمار المحلي ، وأيضاً تناولت بحث تأثير سعر الصرف العملة المحلية ، على أساس إمكانية أن يكون هو السبب المؤثر على حركة الإستثمار الأجنبي المباشر ، وذلك من خلال الوقوف على مدى تأثير تعويم سعر صرف الجنيه المصري في ٢٠١٦ على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر ، ومن خلال هذه النظرية تسعى هذه الدراسة للوقوف على مدى وجود علاقة إرتباط بين الإدخار والإستثمار في مصر خلال الفترة (١٩٨٩ / ٢٠٢٢) .

١-٢ مشكلة الدراسة:

تسعى هذه الدراسة الى إختبار مدى وجود علاقة سببية مباشرة بين الإدخار والإستثمار المحليين ، تؤثر في حرية تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر الى الإقتصاد المصري ، وفقاً لفرضية فيلدشتاين هوريوكا في ظل التغيرات في أسعار الفائدة والصرف خلال الفترة (١٩٨٩ - ٢٠٢٢) .

١-٣ أهمية الدراسة:

١-٣-١ الأهمية النظرية :

يعتبر تدفق رأس المال الأجنبي الى داخل الإقتصاد محورياً هاماً من محاور التنمية الاقتصادية ، حيث قد لا يكفي التمويل المحلي الإستثمار المحلي ، خاصة في بلد من البلدان النامية مثل مصر ،

ومن ثم يكمن الحل في الإستثمار الأجنبي المباشر الذي يحمل في طياته المعرفة التكنولوجية (Know How) ، كما أن معضلة الدول الفقيرة تتمثل فيما يسمى بحلقات الفقر المفرغة (Vicious circles of poverty) ، حيث التنمية الاقتصادية تكون في أمس الحاجة الى تدفقات رأس المال الأجنبي للإستثمار المباشر، ومن ثم تهتم هذه الدراسة بالبحث في مدى الارتباط بين الإدخار المحلي في مصر مع الإستثمار، ومن ثم التأكد من إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا على الاقتصاد المصري من عدمه ، وذلك بهدف الوصول الى مدى حركية وحرية إنتقال رأس المال الأجنبي الى الإقتصاد المصري ، حيث في الغالب الأعم يفضل الإدخار المحلي تمويل الإستثمار المحلي عن الخروج الى خارج الحدود حتى لو كان ثمن ذلك هو تحمل تكلفة الفرصة البديلة المرتفعة ، مثل فرصة تحقيق أرباح أكبر أو الإستثمار في بيئة إستثمارية أقل من حيث درجة المخاطر ، وعلى أساس فرضية فلدشتاين - هوريوكا سوف تسعى هذه الدراسة لإختبار مدى حرية حركة رأس المال الأجنبي للإستثمار في مصر ، وذلك من خلال البحث في مدى الارتباط بين الإدخار المحلي والإستثمار في الدولة المصرية خلال الفترة (١٩٨٩ - ٢٠٢٢) في ظل التغيرات في أسعار الفائدة والصرف.

١-٣-٢ الأهمية العملية تتمثل فيما يلي :

١-٣-٢-١ الوصول الى حجم ونسبة الإستثمار الأجنبي المباشر الداخل الى الإقتصاد المصري.

١-٣-٢-٢ الوصول الى نسبة الإدخار المحلي منسوباً الى الناتج المحلي .

١-٣-٢-٣ الوصول الى نسبة الإستثمار المحلي منسوباً الى الناتج المحلي.

١-٣-٢-٤ محاولة الوصول الى نسبة الارتباط بين الادخار المحلي والاستثمار المحلي .

١-٣-٢-٥ التعرف على مدى تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر بعلاقة الارتباط بين الإدخار والإستثمار المحليين ، من خلال بحث أثر سعر الصرف و أسعار الفائدة على الإقراض في الإقتصاد المصري .

١-٤ أهداف الدراسة:

١-٤-١ - قياس نسبة إجمالي الإدخار المحلي الى الناتج المحلي الإجمالي .

١-٤-٢ - قياس مؤشر الإستثمار المحلي عبر إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت .

١-٤-٣ قياس علاقة الارتباط بين الإستثمار المحلي والإدخار المحلي ، مع تحليل أثر التغيير في أسعار الفائدة على الإقراض على هذه العلاقة .

١-٤-٤ قياس نسبة صافي تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر / الناتج المحلي الاجمالي ، مع تحليل أثر تعويم سعر الصرف في ٢٠١٦ على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر .

١-٥ فروض الدراسة:

١-٥-١ إنخفاض معدل تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر الى مصر.

١-٥-٢ وجود علاقة ارتباط بين الإستثمار المحلي والإدخار المحلي .

- ٣-٥-١ أن سعر الفائدة على الإقتراض غير مؤثر في إعتدال الإستثمار المحلي على الإدخار المحلي.
- ٤-٥-١ أن تعويم سعر الصرف في ٢٠١٦ غير مؤثر على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر.
- ٥-٥-١ إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا على الإقتصاد المصري .

٦-١ منهجية الدراسة :

سيتم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي ، من حيث الاعتماد على توصيف الظاهرة كما وكيفا ثم تحليلها مما يفضي الى الوصول الى نتائج تفتح الطريق نحو الإلمام بكافة جوانب الظاهرة من حيث إيجابياتها ومثالبها ، مع استخدام نموذج الإندثار الخطى فى قياس علاقة الإرتباط بين الإدخار المحلي والإستثمار المحلي (علاقة سببية مباشرة) ، وبالتالي الوقوف على مدى إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا على الإقتصاد المصري ، حيث سناخذ نسبة الإدخار المحلي / الناتج المحلي الاجمالي (كمتغير مستقل) ، ونأخذ نسبة الإستثمار المحلي (إجمالي تكوين رأس المال الثابت) / الناتج المحلي الاجمالي (كمتغير تابع) ، ثم بعد ذلك ، سوف نأخذ نسبة صافى تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر الوافدة / الناتج المحلي الاجمالي (كمتغير مستقل) ، ونأخذ نسبة الاستثمار المحلي المباشر / صافى تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة كنسبة مئوية تكاملية (من منظور الإزاحة) ، وسيتم حساب أثر التغيرات فى أسعار الفائدة على الإقتراض على الإستثمار المحلي ، وكذلك حساب أثر التغيرات فى أسعار الصرف - بعد التعويم - على الإستثمار الأجنبي المباشر ، وذلك للتعرف على مدى تأثيرهما على الإستثمار المحلي وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للإستثمار المباشر فى مصر ، والوقوف بالتالى على تأثيرهما فى علاقة الإرتباط (السببية المباشرة) بين الإدخار المحلي والإستثمار المحلي ، وسوف يقوم الباحث بتحليل جميع السنوات خلال فترة الدراسة من حيث التحليل الوصفي ، مع الإقتصار فى التحليل القياسى على عدة سنوات مختارة بحسب قوة التأثير من قبل بعض المتغيرات الإقتصادية خلال هذه السنوات .

٧-١ حدود الدراسة :

- ١-٦-١ الحدود المكانية : سيتم دراسة حالة مصر .
- ٢-٦-١ الحدود الزمانية : ستم الدراسة على الإقتصاد المصري خلال الفترة من (١٩٨٩ - ٢٠٢٢) ، بحيث يتم دراسة جميع السنوات خلال فترة الدراسة من حيث التحليل الوصفي ، مع إقتصار التحليل القياسى على عدة سنوات مختارة بحسب قوة التأثير فى المتغيرات المطروحة .

٧-١ خطة الدراسة:

تتضمن الدراسة مقدمة موجزة عبارة عن توطئة ومشكلة الدراسة وأهميتها وأهدافها وفروضها وحدودها الزمانية والمكانية ومنهجيتها وخطتها ، ثم تتضمن بعد ذلك ثلاثة أقسام رئيسية : يتناول أولها العلاقة بين الادخار والاستثمار المحلي والأجنبي وسعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي فى الأدب الاقتصادى من حيث : العلاقة بين الادخار والاستثمار المحلي والأجنبي وسعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي فى الأدب الاقتصادى النظري ، والعلاقة بين الادخار والاستثمار المحلي والأجنبي وسعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي فى الأدب الاقتصادى التطبيقي ، ويختص ثانيها بتطور الادخار والاستثمار المحلي الأجنبي وسعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي فى مصر ، من حيث :

تطور الادخار والاستثمار في مصر ، وتطور الاستثمار الأجنبي وسعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي في مصر ، ويوضح ثالثها قياس العلاقة بين الادخار والاستثمار المحلي والأجنبي وسعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي .

٢-١- العلاقة بين الادخار والاستثمار المحلي والأجنبي وسعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي في الأدب الاقتصادي:

١-٢-١ العلاقة بين الادخار والاستثمار المحلي والأجنبي وسعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي في الأدب الاقتصادي النظري :

2-١-١-١ العلاقة بين الادخار والاستثمار وسعر الفائدة لدى الكلاسيك:

يؤسس الكلاسيك رؤيتهم للعلاقة بين الادخار والاستثمار على ما ذكره آدم سميث من أن كل ما يُدخر سنوياً لا بد وأن يُستثمر سنوياً ، وينظر الكلاسيك إلى الادخار على أنه صورة أخرى من صور الإنفاق تتمثل في الانفاق على شراء سلع الإستثمار، أي أن كل إيداع يتحول بالضرورة إلى إستثمار ، ومن ثم فقد إعتبر الكلاسيك أن الادخار له علاقة دائمة بالإستثمار، فهم يرون أن الادخار والإستثمار هما الأساس في تكوين رأس المال، وهما مصدر التقدم الاقتصادي، واعتبروا أن الكميات المدخرة لا بد وأن تتساوى مع الكميات المستثمرة، وأن التغير في سعر الفائدة هو الذي يضمن تحقيق هذه المساواة ، وعليه، فإنهم إعتبروا أن الادخار هو المصدر الوحيد للأرصدة المتاحة للإفراض.

هذا، ويعد قانون : (ساي) للأسواق هو الأساس الذي قام عليه الفكر الكلاسيكي ، والذي يتلخص في أن كل عرض يخلق طلباً مساوياً له بحيث يتحقق التساوي الدائم بين العرض الكلي والطلب الكلي عند مستوى التشغيل الكامل ، وتستند المساواة بين العرض والطلب الكليين إلى أن الدخل الذي لا ينفق على شراء أموال الاستهلاك سوف ينفق على أموال الإستثمار ، أي أن كل إيداع لا بد وأن يتحول إلى إستثمار ، وعلى ذلك سوف يظل المستوى العام للأسعار ثابتاً ، ومن ثم فإن المخاطرة لن تتأني إلا من التغير في قيمة النقود ، ومن ثم فكل إيداع سوف يتحول إلى إستثمار لأن الإنسان الذي يدخر ولا يقرض ما إدخره مقابل سعر فائدة يصبح إنساناً غير متزن ، وبناءً على تكلفة الفرصة البديلة ، فإن تحركات سعر الفائدة هي التي تحوّل كل إيداع إلى إستثمار ، فالفكر الكلاسيكي قائم على قانون ساي للأسواق والذي يفترض مرونة الأسعار ومنها سعر الفائدة ، واستنتاجهم بالتالي للتساوي الدائم بين الادخار والإستثمار عند مستوى التشغيل الكامل ، وأن مرونة سعر الفائدة كفيلة بإعادة التوازن بين الادخار والإستثمار إذا حدث إختلال بينهما ، هذا وقد افترض الكلاسيك أن الادخار دالة متزايدة لسعر الفائدة (أي يعتمد عليها) وأن تزايد الادخار يؤدي إلى خفض سعر الفائدة ، ومن ثم زيادة الإستثمار حيث سيحدث التساوي بينهما في نهاية المطاف ، حيث كل إيداع سوف يتحول بفعل مرونة سعر الفائدة إلى إستثمار ، أي أن كل الدخل سوف ينفق ، وبالتالي فكل عرض سوف يخلق الطلب المساوي له ، ومن ثم فلا مجال للاكتناز. (١٩٨٧ Galbraith) .

٢-١-٢ العلاقة بين الادخار والاستثمار وسعر الفائدة لدى الكينزيين :

يقرر الاقتصادي Keynes أن الإدخار دالة للدخل وليس لسعر الفائدة ، وأن الأشخاص الذين يقومون بالإدخار ليسوا هم نفس الأشخاص الذين يقومون بالإستثمار ، ويرى كينز أن زيادة الإدخار ليس من الحتم أن تؤدي إلى خفض سعر الفائدة ، ومن ثم زيادة الاستثمار ، لأنه يعتبر أن سعر الفائدة يتحدد بالطلب على النقود (من أجل المعاملات أو المضاربة أو كمخزن للقيمة) وبين عرض النقود ، كما أن زيادة الإستثمار تتوقف على الكفاية الحدية لرأس المال ، أي مدى تغطية العائد من الأصل الرأسمالي لقيمة هذا الأصل وإجمالي أقساط الفائدة ، خلال عمره الإفتراضى ، والدليل على ذلك هو أزمة الركود العظيم في ثلاثينات القرن الماضى ، حيث أنه بالرغم من إنخفاض سعر الفائدة خلال فترة الركود إلا أن الإدخار لم ينخفض ، كما أن الاستثمار لم يزداد ، أي أن التغير فى سعر الفائدة لم يستطع تقديم الحافز لانتشال الاقتصاد من الركود ، ومن ثم فقد انتقد كينز إفتراض الكلاسيك حتمية التساوي فيما بين الإدخار والإستثمار من خلال مرونة سعر الفائدة ، وإرتكز فى إنتقاده هذا على أساس أن المساواة الدائمة بين الإدخار والإستثمار لا تحدث بفعل مرونة سعر الفائدة ، وإنما تحدث من خلال التغير فى مستوى الدخل ، هذا وبينما إفتراض الكلاسيك مرونة الإدخار والإستثمار بالنسبة للتغير فى سعر الفائدة ، فإن كينز قد إفتراض مرونة الإستثمار بالنسبة لسعر الفائدة بمعنى أن الإستثمار دالة متناقصة لسعر الفائدة ، أما الإدخار فهو دالة متزايدة مع تزايد الدخل .

هذ، كما أن افتراض الكلاسيك ثبات منحني الإدخار وتغير منحني الإستثمار بفعل تغيرات سعر الفائدة مردود عليه من الكينزيين بأن الزيادة فى الإستثمار تؤدي الى الزيادة فى مستوى الدخل من خلال آلية المضاعف ، وهذا مما يزيد من الإدخار، ويرى كينز أن الإدخار والإستثمار يعدان بالضرورة مقدارين متساويين، ذلك لأنه بالنسبة لمجتمع معين فإن الإستثمار ليس سوى الوجه الأخر من العملة بالنسبة الى الإدخار ، حيث الدخل هو العامل الأساسي فى تحقيق المساواة بين الإدخار والإستثمار، فانخفاض الإستثمار يؤدي إلى انخفاض الدخل، وإنخفاض الدخل يؤدي إلى انخفاض الإدخار، مما يجعله يتعادل - فى نهاية المطاف - مع الإستثمار (سلامي - شيخي - ٢٠١٤) .

هذا وقد توصل Keynes بخصوص العلاقة بين الإدخار والإستثمار الى أن العامل الحاسم المحدد لمستوى الناتج والتوظيف هو الطلب الكلى الفعال أي الطلب على سلع الإستهلاك والطلب على سلع الإستثمار ، وأن الطلب الفعال لا يحدد مستوى الدخل فحسب وإنما يحدد أيضا ما يساويه من الناتج ، كما إعتبر كينز أن الإدخار والإستثمار لا يحددان سعر الفائدة ، وإنما يحددانها عوامل أخرى حيث لن يقلل المدخرون إستهلاكهم ويزيدوا من إدخارهم بمجرد إرتفاع سعر الفائدة ، ولكنهم سيزيدون استثماراتهم الجديدة ليس بسبب حدوث إنخفاض فى سعر الفائدة وإنما بسبب توقعات الربحية (الكفاءة الحدية لرأس مال) ، وبالنسبة للتساوى بين الادخار والاستثمار خلص كينز الى أن زيادة الإستثمار بفعل المضاعف تؤدي الى زيادة الدخل ، ومن ثم الى زيادة الإدخار ، حيث تتلاشى الزيادة فى الإستثمار المترتبة على الزيادة فى الدخل ، ومن ثم يكون الإدخار الكلي قد تساوى مع الإستثمار الكلي ويحدث توازن فى الدخل الكلي، وإذا وجدت فجوة بين الإدخار والإستثمار فإن الدخل سوف يتغير إرتفاعاً وإنخفاضاً حتى يصل الى المستوى التوازني لهما (Keynes - ١٩٣٦) .

٢-١-٣ العلاقة بين الادخار والاستثمار وسعر الفائدة عند فيكسل Veksel (كينزي - نمساوي)^١

يعد يوهان فيكسل Johann Veksel من الأوائل الذين عرفوا مفهوم الطلب الكلي بشقيه الاستهلاكي والاستثماري ، وذلك بمناسبة تطويره لنظرية كمية النقود ، ويعتبر من أشهر الاقتصاديين الذين قالوا بإمكانية عدم التساوي بين الادخار والاستثمار ، كما يعتبر فيكسل أول من حلل أثر الإختلال بين الإيداع و الإستثمار من خلال التساوي بينهما عند سعر الفائدة الأصلي ، ثم في حالة زيادة الاستثمار عن الإيداع (كنتيجة لإختراع فني جديد مثلاً) والذي يؤدي الى زيادة الإنتاجية الحدية لرأسمال ، وبالتالي يؤدي الى إرتفاع سعر الفائدة التوازني الى المعدل الطبيعي ، ومن ثم سوف توفر البنوك أرصدة نقدية قابلة للإقراض يطلبها المستثمرون عند سعر الفائدة الطبيعي هذا ، ومن ثم تزداد كمية السيولة نظراً لزيادة الإقتراض من البنوك ، وهذا يؤدي في نهاية المطاف الى زيادة الإستثمار ومن ثم زيادة الطلب على السلع والخدمات ، وفائض الطلب الكلي هذا سوف يؤدي الى زيادة الأرباح في حالة كون الإقتصاد يعمل عند مستوى التشغيل الكامل.

وفي رأي فيكسل أن العملية عكسية أي أن إنخفاض الطلب الإستثماري ومن ثم إنخفاض الطلب الكلي ومن ثم إنخفاض الأسعار والدخول لا يتم تصحيحه إلا من خلال سعر الفائدة ، بحيث يستمر هذا الانخفاض في الطلب الكلي الى حين حصول زيادة في الطلب الإستهلاكي نتيجة للزيادة في الدخل أو الطلب الإستثماري نتيجة للإنخفاض في سعر الفائدة (Eagly - ١٩٦٣) .

٢-١-٤ العلاقة بين الادخار والاستثمار لدى Bettelheim :

إنطلق Charles Bettelheim لتحليل الإيداع والإستثمار من خلال ما يطلق عليه : الفائض الاقتصادي ، وعبر عنه بأنه الفائض الجاري المتاح لعملية التنمية ، ومن ثم فإن مستوى الإستثمار يعتمد بالدرجة الأولى على الفائض الاقتصادي ، وبما أن الفائض الاقتصادي لا يستخدم بالكامل في العملية الإنتاجية ، فإنه بذلك يمثل جزءاً من الفائض الاقتصادي الفعلي المخصص لعملية التنمية والتطور الاقتصادي ، وهذه العملية تصبح رهينة لقرار المجتمع في المقارنة بين : زيادة الطاقة الإنتاجية من ناحية وبين الحجم الأمثل للإستهلاك الذي يختاره هذا المجتمع من ناحية أخرى ، وهذا مما سوف يفرض في نهاية المطاف الى إرتفاع مستوى الدخل القومي الحقيقي ، ويمكن توضيح العلاقة كما يلي:

زيادة الفائض الاقتصادي الفعلي المستخدم في عملية التنمية ، تؤدي الى زيادة معدلات الاستثمار والتي تؤدي بدورها الى زيادة الطاقة الإنتاجية ، والتي تؤدي بدورها الى ارتفاع مستوى الدخل الحقيقي والذي يؤدي بدوره الى زيادة الفائض الاقتصادي الفعلي ، والذي يؤدي الى زيادة الإيداع وزيادة الإستثمار مرة أخرى . (Baran - ١٩٦٢) (بتلهام - ١٩٦٦) .

٢-١-٥ العلاقة بين سعر الفائدة وسعر الصرف من خلال نظرية تكافؤ سعر الفائدة :

تقول نظرية تكافؤ سعر الفائدة بأن هناك دور كبير لأسعار الفائدة في تحديد سعر الصرف في الأجل القصير، إذ ان العلاقة بين سعر الصرف وسعر الفائدة تتحدد بشرط تكافؤ سعرى الفائدة

^١ يوهان غوستاف كنوت فيكسل: اقتصادى سويدي من مدرسة استوكهولم في الاقتصاد ، ولد في ٢٠ ديسمبر عام ١٨٥١ وتوفي في ٣ مايو عام ١٩٢٦)- أثرت إسهاماته الاقتصادية في كل من المدرسة النمساوية والنظرية الكينزية للفكر الاقتصادي.

والذي ينص على أن فرق سعري الفائدة في بلدين يساوي تقريباً التغير المتوقع في سعر صرف عملتيهما ، فعندما يكون سعر الفائدة في الخارج أعلى من سعر الفائدة المحلي، عندها من الخطأ تفضيل الإستثمار الخارجي، لأن قرار التفضيل يتخذه المستثمرون بناء على تحركات سعر الصرف في مدة الإستثمار، وذلك لأنه إذا ما قرر المستثمرون تحويل عوائدهم المستقبلية الى العملة الوطنية عليهم أن يأخذوا في الإعتبار تقلبات سعر الصرف خلال مدة الإستثمار، لذلك يقوم المستثمرون الذين يستثمرون أموالهم خارج الحدود بتوقيع عقود آجلة لبيع الصرف الأجنبي المتحقق من عائداتهم المستقبلية وذلك لحماية أنفسهم من الخسائر غير المتوقعة الناجمة عن تقلبات أسعار الصرف، ويتم لجوء المستثمرين إلى الأسواق الآجلة لأنه ليس بمقدورهم توقع وضع سعر الصرف في المستقبل، وتكمن كفاءة هذه النظرية في أن شرط تكافؤ سعر الفائدة يجمع بين أثر تدفقات رأس المال وسياسة الفائدة المحلية وتوقعات سعر الصرف، فإذا كانت أسعار الفائدة المحلية أعلى من أسعار الفائدة الأجنبية فان المستثمرين سوف يتوقعون حصول حسم في السوق الآجلة ، أي أن سعر الصرف الآجل سيكون أعلى من سعر الصرف الفوري، و إذا كان الإنخفاض المتوقع في قيمة العملة المحلية غير كاف للتعويض عن إرتفاع أسعار الفائدة محلياً، فعندها يحدث تدفق رأس المال للإستثمار في الداخل ويزداد الطلب على العملة المحلية ، الأمر الذي يدفع أسعار الفائدة المحلية نحو الإنخفاض الى أن يصبح الفرق النسبي بينها وبين أسعار الفائدة الأجنبية مساوياً تقريباً للفرق النسبي بين أسعار الصرف الفورية والآجلة (Holtmoller - ٢٠٠٣) .

٢-١-٦ العلاقة بين أسعار الصرف والفائدة والإستثمار في نموذج Mundell-Fleming:

يصور نموذج Mundell-Fleming العلاقة قصيرة المدى بين سعر الصرف الإسمي في الإقتصاد ، وبين سعر الفائدة ، و حجم الإستثمار ، حيث يقول بفرضية "الثالوث المستحيل" أو "الثالوث غير المقدس" والتي مؤداها أن الإقتصاد لا يمكنه الحفاظ في نفس الوقت على : سعر صرف ثابت ، وحركة رأس مال حرة ، وسياسة نقدية مستقلة ، حيث يمكن للإقتصاد الحفاظ على اثنين فقط من الثلاثة في ذات الوقت (Sarantis 1986) .

٢-١-٧ العلاقة بين أسعار الصرف والإستثمار الأجنبي المباشر :

تأتى العلاقة بين أسعار الصرف والإستثمار الأجنبي المباشر من ناحيتين : من خلال زيادة الإستثمار الأجنبي المباشر للصادرات ، حيث تفضل الشركات دولية النشاط الإستثمار المباشر في قطاعات الإنتاج الموجه للتصدير ، ومن ثم يؤدي هذا الى رفع معدلات تدفق العملات الأجنبية الى داخل الإقتصاد المحلي فينخفض سعر الصرف الأجنبي ، وترتفع بالتالي قيمة العملة المحلية ، كما يؤدي نقل التكنولوجيا بواسطة هذه الشركات العملاقة الى القطاع الإستثمارى فى الداخل الى زيادة الإنتاجية ومن ثم زيادة تدفق العملات الأجنبية الى داخل الإقتصاد فينخفض سعر الصرف الأجنبي (السريتى ٢٠١٥) ، هذا من ناحية ، ومن ناحية أخرى ، يؤدي إرتفاع مخاطر سعر الصرف الى إحجام الإستثمار الأجنبي المباشر عن الدخول الى البلد ، حيث يؤدي عدم إستقرار سعر الصرف أو تقييم العملة المحلية بأقل (أو أكثر) من قيمتها الحقيقية الى مخاطر عدم التأكد ، وهذا مما يؤثر على التكاليف الحقيقية للشركات الأجنبية مما يضعها فى موضع عدم القدرة على وضع دراسة جدوى حقيقية للمشروع فى البلد المعنى .

٢-١-٨ العلاقة بين سعر الفائدة وسعر الصرف والإستثمار الأجنبي:

تظهر هذه العلاقة من خلال نظرية سعر الخصم ، حيث تقول هذه النظرية : بأن إرتفاع سعر الخصم يؤدي الى إرتفاع سعر الفائدة وجذب الإستثمار الأجنبي (رؤوس الأموال الأجنبية) وهذا يؤدي الى حدوث زيادة في الطلب على العملة المحلية تقابلها زيادة في قيمتها الخارجية (إرتفاع سعر الصرف) ، وعلى العكس إذا إنخفضت أسعار الفائدة فإن هذا يعمل على تخفيض الطلب على العملة المحلية وإنخفاض قيمتها الخارجية (إنخفاض سعر الصرف) ، وتستند الكثير من الدول على هذه النظرية لعلاج الخلل في ميزان المدفوعات (عجمية - شيحة - ١٩٨٢) .

٢-١-٢ العلاقة بين الادخار والاستثمار وأسعار الفائدة والصرف الأجنبي في الأدب الاقتصادي التطبيقي:

بعد أن استعرضنا العلاقة بين الادخار والاستثمار في الأدب الاقتصادي النظري، سوف نتعرض للأدب الاقتصادي التطبيقي من خلال عرض لبعض الدراسات التطبيقية التي تناولت هذا الموضوع، ولعل من أهمها ما يلي :

٣-١ حاولت دراسة (Karadami , 2015) إثبات : أن التكامل بين الإدخار والإستثمار يرجع إلى ظاهرة (التحيز المنزلي) - أي ربط حرية حركة رأس المال بالسياسات النقدية والمالية التي تحاول تثبيت الوضع الخارجي للاقتصاد - وهذا يعني ربط التكامل بظروف الاقتصاد الكلي مثل أنظمة أسعار الصرف ، بينما الإرتباط بين الإدخار والإستثمار قد لا يعني بالضرورة إنخفاض حركة رأس المال الدولي فقد تكون المؤشرات المقدره غير واقعية بسبب التغاضي عن المتغيرات ذات الأهمية مثل نمو الناتج المحلي الإجمالي الذي يزيد من الإدخار والإستثمار ، كما أن ديناميكيات الادخار والاستثمار المحلية تختلف باختلاف البلدان ، وهذا مما يعكس الإختلاف في أحجام الدول وهياكلها ومواقفها وسياساتها ، كما أنه من المعلوم أن حركة رأس المال الدولية تكون أعلى في البلدان الصناعية منها في الإقتصادات الناشئة ، كما تتأثر بالصدمات الإنتاجية العالمية وذلك مثل مايسمى بصدمات العرض (صدمات أسعار النفط مثلا والأزمات المالية الدولية) ، ويلاحظ الباحث أن هذه الدراسة تعتمد على مقولة أساسية مفادها أن التكامل بين الإدخار والإستثمار يرجع إلى ظاهرة التحيز المنزلي أي ربط حرية حركة رأس المال الأجنبي (الإستثمار الأجنبي المباشر) بالسياسات النقدية والمالية الداخلية التي تحاول تثبيت الوضع الخارجي للاقتصاد عن طريق بعض سياسات الاقتصاد الكلي مثل سعر الصرف وسعر الفائدة ، بينما تقوم دراسة الباحث على إثبات حيادية سياسات سعر الصرف وسعر الفائدة .

٣-٢ قامت دراسة (Abdelhadi ، Bashayreh ، ٢٠١٧) على أساس أن هناك علاقة مستقرة طويلة المدى بين الادخار والاستثمار والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، وهذه الدراسة حاولت إثبات أن سبب التكامل بين الادخار المحلي والإستثمار المحلي هو إرتفاع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، وهو مما يزيد من الدخل ومن ثم الادخار ومن ثم الإستثمار نظرا لإنخفاض سعر الفائدة، لكن دراسة الباحث تحاول إثبات حيادية سعر الفائدة والصرف وهما عاملان من المفترض أنهما مؤثران عند إرتفاع الناتج المحلي ، وبالتالي تبقى فرضية فلدشتاين / هوريوكا قائمة .

٣-٣ أثبتت دراسة (ابراهيم - ٢٠٢٣) أنه حين يقوم الإحتياطي الفيدرالى الأمريكى برفع سعر الفائدة يقوم المركزى المصرى بخطوة مماثلة في إطار ربط العملة المصرية بالدولار الأمريكى ، كما أثبتت أن تراجع سعر الجنيه عموماً إنما يمثل أمراً جاذباً لتجار أسعار الفائدة من حائزي العملات الأجنبية، الذين يمكن لعملتهم المحلية بناء على السعر المنخفض للجنيه المصرى، شراء أوراق الدين المصرية بتكلفة أقل ، ولكن تثبيت سعر الجنيه بمعرفة البنك المركزى ، يعني إحتماالية الإنخفاض الشديد في سعر الجنيه مما يمثل للمستثمرين الأجانب الذين يملكون بالفعل أوراق دين حكومية مصرية إنخفاضاً لقيمة هذه الأوراق فى مقابل العملة الأجنبية ، وبالتالي ترى الدراسة أنه من الأفضل تحرير سعر الصرف للجنيه ، بشكل يسمح لهؤلاء بشراء أوراق الدين بسعر منخفض بالنسبة لعملتهم الأصلية.

وهذه الدراسة حاولت إثبات أن تأثير سعرى الفائدة والصرف على تدفقات رأس المال الأجنبي للإستثمار غير المباشر ، ولكن دراسة الباحث تتعلق بتدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر ، كما تحاول إثبات حيادية سعرى الفائدة والصرف بالنسبة لتدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر، كما أنها تتعلق بفرضية فلدشتاين / هوريوكا التى لم تتضمنها الدراسة السابقة .

٣-٤ ركزت دراسة (عبد الرحمن- مهران - البكل - ٢٠٢٠) على العلاقة المتبادلة بين الدين العام وسعرى الفائدة والصرف فى الاقتصاد المصرى ، حيث أن ارتفاع أعباء الدين العام بشقيه المحلى والأجنبي نتيجة لإرتفاع أسعار الصرف والفائدة، يدفع بزيادة تراكمية لأعباء هذا الدين ، وفيما يتصل ببرنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تبنته الحكومة المصرية عبر تعويم سعر الصرف فى نوفمبر ٢٠١٦، فقد أدى الى تضاعف الدين العام الخارجى حتى وصل إلى ما يزيد عن ١٩٣ مليار دولار بما يعادل ٣٤.٤% من الناتج المحلى الإجمالى ، والدين العام الداخلى بلغ نحو ٤٢٠٠ مليار جنيه بنهاية سبتمبر ٢٠١٩ ، ومن ثم فقد أثبتت الدراسة أن هناك علاقة تبادلية بين سعرى الفائدة والصرف وبين الدين العام ، وقد حاولت هذه الدراسة إثبات وجود علاقة تبادلية بين الدين العام الداخلى والخارجى وبين سعرى الفائدة والصرف ، بينما دراسة الباحث تتصل ببحث عدم تأثير سعرى الفائدة والصرف على علاقة الادخار المحلى بالإستثمار المحلى ، كما أن دراسة الباحث تقوم على إختبار مدى إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا على الاقتصاد المصرى .

٣-٥ أثبتت دراسة (Lenza –Giannone 2008) أن للصدمات الخارجية أثر على قرارات الادخار فى معظم البلدان ، حيث تؤدي هذه الصدمات إلى إختلال التوازن فى أسواق رأس المال العالمية مما يقلل من سعر الفائدة العالمي ، وهذا بدوره يزيد من حجم الإستثمار العالمي ويولد علاقة إيجابية بين الادخار والاستثمار فى جميع البلدان ، وتقوم هذه الدراسة على بحث أثر الصدمات الخارجية (صدمات العرض) على سعر الفائدة ومن ثم توليد علاقة إيجابية بين الادخار والاستثمار ، بينما دراسة الباحث تحاول إثبات حيادية سعرى الفائدة والصرف بالنسبة لتدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر، كما أنها تتعلق بفرضية فلدشتاين / هوريوكا التى لم تتضمنها الدراسة السابقة .

٣-٦ أثبتت دراسة (Morley-2016) أن الفرق بين الإدخار المحلى والإستثمار يعكس رصيد الحساب الجارى ، وبالتالي فقد يعكس ارتفاع درجة الاحتفاظ بالإدخار داخلياً إستهداف الحكومات لتحسين ميزان الحساب الجارى ، مع ضرورة التمييز بين البلدان المستقرة وغير المستقرة ، حيث أن الإحتفاظ بالإدخار المستقر على المدى الطويل يتأثر بالإنفاق الحكومى والصادرات ، كذلك يجب الأخذ فى الإعتبار تأثير حجم البلد على انخفاض حركة رأس المال ، هذا ، وقد ركزت الدراسة على

الطبيعة المتغيرة لحركة رأس المال الدولي وفقاً لأنظمة السياسة الاقتصادية وأنظمة سعر الصرف ، وقد قامت هذه الدراسة على أساس أن الفرق بين الإدخار المحلي والإستثمار يعكس رصيد الحساب الجاري ، وبالتالي فقد يعكس ارتفاع درجة الاحتفاظ بالإدخار داخلياً إستهداف الحكومات لتحسين ميزان الحساب الجاري ، كما ركزت على الطبيعة المتغيرة لحركة رأس المال الدولي وفقاً لأنظمة السياسة الاقتصادية وأنظمة سعر الصرف ، بينما تقوم دراسة الباحث على فرضية فلدشتاين / هوريوكا و التي تقوم على العلاقة الإيجابية بين الادخار المحلي بالإستثمار المحلي ، وعلى حيادية تأثير سعر الصرف على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر الى الاقتصاد المصري .

٣-٧ قّيمت دراسة (Camarero, Muñoz – 2021) حركة رأس المال لدول منطقة اليورو من حيث تأثير الأزمات المالية والسياسية على حركة رأس المال، مثل أزمة آلية الأسعار في البورصة ، وأن هناك عدم توازن خارجي في شروط الحساب الجاري والحساب المالي أرجعته الدراسة الى الإختلال بين الإدخار والإستثمار (لحساب الإدخار) ، في البلدان ذات الفائض الاقتصادي الكبير ، حيث يكون الإدخار أكبر من الاستثمار ، وهذا الفائض في الإدخار يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي ، مما يسمح للبلدان التي تعاني من العجز المالي بالحصول على الإئتمان ، وقد تناولت هذه الدراسة حركة رأس المال لدول منطقة اليورو ، وأن هناك عدم توازن خارجي في شروط الحساب الجاري والحساب المالي أرجعته الدراسة الى الإختلال بين الإدخار والإستثمار (لحساب الإدخار) ، في البلدان ذات الفائض الاقتصادي الكبير مما يجعل الإدخار أكبر من الاستثمار ، ومن ثم إنخفاض سعر الفائدة مما يسمح بحركة رأس المال الدولي ، بينما تناولت دراسة الباحث عدم وجود إختلال بين الإدخار والإستثمار ، وإنما وجود علاقة تكافؤ بين الإدخار والإستثمار ، كما تناولت مدى إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا ، من حيث أثر علاقة الإدخار المحلي والإستثمار على تدفق الإستثمار الأجنبي الى الاقتصاد المصري.

٣-٨ أكدت دراسة (Andrade, 2007) التي حاولت التحقق من أن التكامل الحقيقي والمالي للإقتصادات الأقل نمواً هو نتيجة لعدم توازن موازين المدفوعات ، وأن التكامل الاقتصادي بين مجموعة من البلدان (مثل التكتلات الإقتصادية) يؤدي الى نقصان حركة رأس المال الدولي ، كذلك أثبتت الدراسة أن تقلب أسعار الصرف وأسعار الفائدة يؤثر على تنقل رأس المال الدولي ، من حيث وجود مخاطر سعر الصرف وتكلفة هذه المخاطر ومن ثم توقع خسائر حقيقية في قيمة العملة ، كذلك من حيث وجود اختلافات كبيرة بين البلدان في سعر الفائدة الحقيقي ، و من ثم ، فقد أثبتت هذه الدراسة أن التكامل الاقتصادي بين مجموعة من البلدان في تكتل إقتصادي يؤدي الى إنخفاض حركة رأس المال الدولي ، وأن سعر الصرف وسعر الفائدة يؤثران على تنقل رأس المال الدولي ، وهذا صحيح ، لكن الدراسة لم تتناول فرضية فلدشتاين / هوريوكا التي تناولتها دراسة الباحث ، كما أن دراسة الباحث قامت على دراسة أثر سعريّ الصرف وسعر الفائدة في داخل مصر وليس في العلاقات بين الدول .

9-3 وفي دراسة (Thornton , Adedeji , 2007) ظهر أن حركة رأس المال في البلدان الأفريقية قد زادت في الآونة الأخيرة ، مما يعكس تنفيذ الإصلاحات الموجهة نحو إقتصاد السوق ، بما في ذلك الخصخصة وترشيد القطاع العام والتحرير الجزئي لأنظمة سعر الصرف والأنظمة المالية ، وأن عجز الحساب الجاري الذي يستجيب له صناعات القرار في القطاعين العام أو الخاص من أجل تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات : يؤدي إلى وجود ارتباط بين الإدخار والإستثمار حتى في ظل حركة رأس المال العالية ، و من ثم ، فقد تناولت هذه الدراسة - التي تمت على بعض البلدان

الأفريقية - أثر عجز الحساب الجاري على وجود إرتباط بين الإيداع والإستثمار ، وهذا الأثر لم يتناوله الباحث في هذه الدراسة ، ولكنه تناول إرتباط الإيداع والإستثمار وأثره على إعاقة تدفق رأس المال للإستثمار المباشر الى الاقتصاد المصرى وفقاً لفرضية فلدشتاين / هوريوكا .

٣-١٠ أوضحت دراسة (Chan , & Others 2018) ، والتي تمت على مجموعة الآسيان الاقتصادية (AEC) ، أثبتت أن حركة رأس المال في رابطة دول جنوب شرق آسيا خلال الفترة ١٩٨٠-٢٠١٤ تبدو مشابهة لتلك التي كانت موجودة في بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال ١٩٧٠-١٩٩٩ ، كما أثبتت أثر عدم التجانس بين الدول الأعضاء في الرابطة ، حيث ثبت أنه في البلدان الأكثر نمواً مثل سنغافورة وماليزيا وبروناي كان الإرتباط بين الإيداع والإستثمار ضعيفاً للغاية ، وهذا مما يعني أن حركة رأس مال مرتفعة ، ولكن بالنسبة للدول الأعضاء الأقل تقدماً ونمواً مثل لاوس وميانمار وكمبوديا فالعلاقة بين الإيداع والإستثمار كانت قوية للغاية ، وهذا مما يعني أن حركة رأس المال الأجنبي منخفضة للغاية ، وهذا يثبت - في رأى الباحث - أثر التقدم أو التخلف الاقتصادي على علاقة الإيداع بالإستثمار ، وقد أثبتت هذه الدراسة التي تمت على مجموعة الآسيان الاقتصادية (AEC) أن حركة رأس المال في رابطة دول جنوب شرق آسيا خلال الفترة ١٩٨٠-٢٠١٤ تبدو مشابهة لتلك التي كانت موجودة في بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال ١٩٧٠-١٩٩٩ ، والتي إتمدت عليها فرضية فلدشتاين / هوريوكا ، حيث أثبتت أن الإرتباط بين الإيداع والإستثمار في البلدان الأكثر نمواً مثل سنغافورة وماليزيا وبروناي كان ضعيفاً للغاية ، ومن ثم حرية حركة رأس المال ، بينما قامت دراسة الباحث على فرضية فلدشتاين / هوريوكا ومدى إنطباقها على الاقتصاد المصرى (وهو إقتصاد نامى) فى ظل تغيرات أسعار الصرف والفائدة .

٣-١١ دراسة (Kaya - 2010) والتي قالت بأن هناك علاقة قوية طويلة المدى - فى الاقتصاد التركى - بين إجمالي الإستثمار وإجمالي الإيداع من ناحية ، وعدم وجود علاقة طويلة المدى بين الإيداع الخاص والإستثمار الخاص من ناحية أخرى ، وأن هاتان النتيجتان المتعارضتان كانا بسبب قيود الملاءة المالية أو استهداف توازن ميزان المدفوعات ، وقد أثبتت هذه الدراسة وجود علاقة قوية طويلة المدى - فى الاقتصاد التركى - بين إجمالي الإستثمار وإجمالي الإيداع ، مع عدم وجود علاقة طويلة المدى بين الإيداع الخاص والإستثمار الخاص ، وتتفق هذه الدراسة مع دراسة الباحث من حيث وجود علاقة - طويلة المدى - بين إجمالي الإستثمار وإجمالي الإيداع ، ولكن ما تميزت به دراسة الباحث هو البحث فى مدى إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا ، ومن ثم تناولت أثر العلاقة الموجبة طويلة المدى بين الإيداع المحلى والإستثمار المحلى على تدفق الإستثمار الأجنبى .

٣-١٢ وفى دراسة للإقتصاد الأذربيجانى (Hajiyeva - 2020) إستنتجت أن أحد الأسباب الرئيسية لتزايد اهتمام المستثمرين الأجانب بالاقتصاد فى أذربيجان هو قيام هذا البلد بالإزالة الكاملة لبعض الحواجز والقيود الاقتصادية ، وعلى سبيل المثال : تم تصفية ظاهرة الأزواج الضريبي على العقود المبرمة ، والتحويل غير المرتبط بقيود إدارية لأرباح الإستثمار الأجنبى بالعملة الأجنبى الى الخارج ، كما أن مناخ الإستثمار أصبح لا يساهم في زيادة الإستثمار الأجنبى المباشر فحسب ، بل أصبح يعمل كذلك على تحفيز إعادة الإستثمار ، وقد قامت هذه الدراسة على أساس قيام أذربيجان بالإزالة الكاملة لبعض الحواجز والقيود الاقتصادية التى تعوق تدفق الإستثمار الأجنبى ، حيث تم تصفية ظاهرة الأزواج الضريبي على العقود المبرمة ، والتحويل غير المرتبط بقيود إدارية لأرباح

الإستثمار الأجنبي بالعملة الأجنبية الى الخارج ، بينما لم تتناول دراسة فرضية فلدشتاين / هوريوكا ، ولم تتناول أثر علاقة الإدخار المحلي والإستثمار المحلي على تدفق الإستثمار الأجنبي الى مصر .

٣-١٣ لاحظت دراسة (Ayad- Belmokaddem - 2020) والتي تمت على الاقتصاد الجزائري ، وجود علاقة قوية بين الإستثمار الخاص والإدخار الخاص في ظل إقتصاد مفتوح على إقتصادات العالم ، لأنه في إقتصاد مغلق ، ومع عدم وجود رؤوس أموال أجنبية ، يتم تمويل المدخرات المحلية للإستثمار المحلي مع وجود إرتباط شبه كامل ، كما أن رصيد الحساب الجاري يساوي الفجوة بين المتغيرين (الإدخار المحلي والإستثمار المحلي) ، حيث يمكن أن تكون الملاءة طويلة المدى لرصيد الحساب الجاري مانعاً لتنقل رأس المال الدولي ، وقد قامت هذه الدراسة على أساس أنه في إقتصاد مغلق ، ومع عدم وجود رؤوس أموال أجنبية ، يتم تمويل المدخرات المحلية للإستثمار المحلي مع وجود إرتباط شبه كامل ، كما أن رصيد الحساب الجاري يساوي الفجوة بين المتغيرين (الإدخار المحلي والإستثمار المحلي) ، حيث يمكن أن تكون الملاءة طويلة المدى لرصيد الحساب الجاري مانعاً لتنقل رأس المال الدولي ، بينما دراسة الباحث تقوم على فرضية فلدشتاين / هوريوكا والتي قامت في الأساس على دراسة الجزء المتقدم من العالم الرأسمالي وهي من الإقتصادات المنفتحة على العالم وليست مغلقة ، كما أن دراسة الباحث تحاول إثبات حيادية سعري الصرف والفائدة اللذان يتأثران بفجوة رصيد الحساب الجاري والملاءة طويلة المدى لهذا الرصيد .

٣-١٤ استهدفت دراسة للاقتصاد الجزائري (سلامي - شيخي - ٢٠١٤) البحث في العلاقة بين معدل الإدخار ومعدل الإستثمار في هذا الإقتصاد خلال الفترة (١٩٧٠ / 2011) ، حيث أثبتت أن العلاقة بين الإدخار والإستثمار هي علاقة مزدوجة ، فهي من ناحية علاقة تمويلية، بمعنى تمويل الإدخار للإستثمار من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية ، ومن ناحية أخرى، هي تمثل علاقة إنتاجية، فالإدخار هو مصدر تمويل الإستثمار، ومن ثم توصلت الدراسة إلى تأكيد وجود تأثير لحجم الإقتصاد ودرجة الإنفتاح الإقتصادي على العلاقة بين الإستثمار والإدخار، حيث أظهرت النتائج أن العلاقة تكون أقوى في الإقتصادات ذات الدخل المرتفع منه في الإقتصادات منخفضة الدخل، كما أثبتت أن العلاقة تكون أقوى في الإقتصادات المغلقة منها في الإقتصادات المنفتحة على العالم ، ومن ثم فإن هذه الدراسة تقوم على فرضية وجود تأثير لحجم الإقتصاد ودرجة الإنفتاح الإقتصادي على العلاقة بين الإستثمار والإدخار، حيث أظهرت النتائج أن العلاقة تكون أقوى في الإقتصادات ذات الدخل المرتفع منه في الإقتصادات منخفضة الدخل، بينما تؤكد دراسة الباحث التي تعتمد على فرضية فلدشتاين / هوريوكا والتي قامت في الأساس على دراسة الجزء المتقدم من العالم الرأسمالي من خلال دراسة العلاقة بين الإستثمار المحلي والمدخرات المحلية لإقتصادات ٢١ دولة من دول منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية OECD ، وهي من الإقتصادات ذات الدخل المرتفع والمنفتحة على العالم .

٣-٤ تطور الادخار والاستثمار المحلي والأجنبي وسعر الفائدة وسعر الصرف في مصر خلال الفترة (١٩٨٩ / ٢٠٢٢) :

٣-٤-١ تطور الادخار والاستثمار وسعر الفائدة في مصر (١٩٨٩ / ٢٠٢٢) :

جدول رقم (١)

مؤشرات : الادخار المحلي / سعر الفائدة / الإستثمار المحلي فى مصر (% من إجمالي الناتج المحلي) خلال الفترة (١٩٨٩ الى عام ٢٠٢٢) .

١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩	السنوات
١١,٥٠	١٢,٧٠	١٥,٠٠	١٥,١٠	١٥,٦٠	١٧,٠٠	١٥,٨٠	١٦,٧٠	١٧,١٠	الإدخار
١٣,٨٠	١٥,٦٠	١٦,٥٠	١٦,٥٠	١٨,٣٠	٢٠,٣٠	١٩,٨٠	١٩,٠٠	١٨,٣٠	سعر الفائدة
٢٦,٠٠	٢٤,٠٠	٢٣,٠٠	٢٣,٠٠	٢١,٠٠	٢٣,٠٠	٢٧,٠٠	٢٧,٠٠	٣١,٠٠	الإستثمار
٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	السنوات
١٧,١٠	١٥,٧٠	١٥,٦٠	١٤,٣٠	١٣,٦٠	١٣,٤٠	١٢,٩٠	١٣,٤٠	١٢,٠٠	الإدخار
١٢,٦٠	١٣,١٠	١٣,٤٠	١٣,٥٠	١٣,٨٠	١٣,٣٠	١٣,٢٠	١٣,٠٠	١٣,٠٠	سعر الفائدة
١٩,٠٠	١٨,٠٠	١٦,٠٠	١٦,٠٠	١٨,٠٠	١٨,٠٠	١٩,٠٠	٢١,٠٠	٢١,٠٠	الإستثمار
٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	السنوات
٥,٨٠	٥,٢٠	٧,٩٠	٨,١٠	١٣,٠٠	١٤,٣٠	١٢,٦٠	١٦,٨٠	١٦,٣٠	الإدخار
١١,٦٠	١١,٧٠	١٢,٣٠	١٢,٠٠	١١,٠٠	١١,٠٠	١٢,٠٠	١٢,٣٠	١٢,٥٠	سعر الفائدة
١٤,٠٠	١٢,٠٠	١٢,٠٠	١٥,٠٠	١٧,٠٠	١٩,٠٠	٢١,٠٠	٢٢,٠٠	٢١,٠٠	الإستثمار
		٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦	السنوات
		١٠,٢٠	٦,٤٠	٨,٨٠	١٢,٢٠	٨,٨٠	٤,٣٠	٥,٥٠	الإدخار
		١٠,٦٠	٩,٤٠	١١,٤٠	١٦,١٠	١٨,٣٠	١٨,٢٠	١٣,٦٠	سعر الفائدة
		١٥,٠٠	١٢,٠٠	١٤,٠٠	١٨,٠٠	١٦,٠٠	١٥,٠٠	١٤,٠٠	الإستثمار

المصدر : إعداد الباحث – باستخدام بيانات (البنك الدولي) خلال الفترة ١٩٨٩ / ٢٠٢٢ .

١-٣-٤-١ تطور الإدخار المحلي فى الاقتصاد المصرى خلال فترة الدراسة (١٩٨٩ / ٢٠٢٢) :

من خلال الجدول رقم (١) نرى أن نسبة الإدخار الى الناتج المحلي الإجمالى فى عام ١٩٨٩ كانت ١٧,١٠ % وهى نسبة مرتفعة نسبياً ، ثم إرتفعت فى عام ١٩٩٣ الى ١٥,٦٠ % ، وذلك مع بدايات فترة الإصلاح الاقتصادى التى تمت بالإتفاق مع صندوق النقد الدولى ، كما تزامنت مع

حرب الخليج الأولى والدعم المالي الخليجي للاقتصاد المصري ، ثم إنخفضت في عام ١٩٩٦ إلى ١٢,٧٠ % ، ويرجع الباحث ذلك الإنخفاض الى بدايات تنفيذ برنامج الإصلاح الهيكلي للقطاع العام (الخصخصة) وما ترتب عليه من الإستغناء عن العمالة و من ثم إنخفاض الدخل الناتج عن الأجور و من ثم إنخفاض الإيداع، ثم استمر على نفس الوتيرة من الإنخفاض في عام ٢٠٠٣ حيث كان التعويم الجزئي لسعر الصرف ، ومن ثم إنخفاض قيمة العملة المحلية وارتفاع معدل التضخم وبالتالي زيادة معدلات الإنفاق على الإستهلاك الجارى مع ثبات الدخل ، ثم ارتفع الى ١٦,٨٠ % في عام ٢٠٠٨ ، والذي كان من وجهة نظر الباحث ، ناتجاً عن زيادة مدخرات العاملين المسرّحين من القطاع العام من خلال التعويضات التي حصلوا عليها ، ثم انخفض في عام ٢٠١١ الى ١٣,٠٠ % نتيجة لتداعيات ثورة يناير ، ثم إنخفض في ٢٠١٤ ، ٢٠١٥ الى ٥,٢٠ % و ٥,٨٠ % على التوالي ، ويرجع الباحث ذلك الى أزمة منطقة اليورو واليونان حيث تأثر الاقتصاد المصري بهذه الأزمة ، خاصة وأن دول الإتحاد الأوروبي تعد من أكبر الشركاء التجاريين لمصر ، ثم استمر هذا الإنخفاض في عامي ٢٠١٦ ، ٢٠١٧ عند ٥,٥٠ % ، ٥,٣٠ % ويرجع الباحث ذلك الى تعويم سعر الصرف في ٣ نوفمبر ٢٠١٦ ، وهذا مما أدى إلى إنخفاض قيمة الجنيه المصري ومن ثم زيادة الأعباء المعيشية ، ثم عاود الإرتفاع في عامي ٢٠١٨ ، ٢٠١٩ الى ٨,٨٠ % و ١٢,٢٠ % على التوالي ، ثم إنخفض ثانية في عام ٢٠٢٠ الى ٨,٨٠ % كنتيجة لتداعيات جائحة كورونا. ثم ارتفع في عام ٢٠٢٢ الى ١٠,٢٠ % .

٤-٣-١-٢ تطور الإستثمار المحلى فى الاقتصاد المصرى خلال الفترة (١٩٨٩ / ٢٠٢٢) :

من خلال الجدول رقم (١) نرى أن نسبة الإستثمار المحلى الى الناتج المحلى الإجمالى فى عام ١٩٨٩ كانت ٣١ % ، ثم إنخفضت فى عام ١٩٩٣ الى ٢١ % ، وذلك مع بدايات فترة الإصلاح الاقتصادى من خلال الإتفاق مع صندوق النقد الدولى ، ونادى لندن وباريس ، ثم إرتفعت فى عام ١٩٩٦ الى ٢٤ % ، ويرجع الباحث ذلك الإرتفاع الى بدايات تنفيذ برنامج الإصلاح الهيكلي للقطاع العام وما ترتب عليه من خصخصة القطاع العام وبدايات قطاع الأعمال ، ثم أنخفض فى عام ٢٠٠٣ الى ١٦ % حيث كان التعويم الجزئي لسعر الصرف ، ومن ثم إنخفاض قيمة العملة المحلية وارتفاع فاتورة الواردات من مستلزمات الإنتاج وقطع الغيار ، ثم إرتفع الى ٢٢ % فى عام ٢٠٠٨ ، نتيجة للأزمة المالية العالمية و من ثم زيادة الطلب المحلى على سلع الإحلال محل الواردات ، ثم إنخفض فى عام ٢٠١١ الى ١٧ % نتيجة لتداعيات ثورة يناير وما أعقبها من ركود تضخمى ، ثم إنخفض فى ٢٠١٤ ، ٢٠١٥ الى ١٢ % و ١٤ % على التوالي ، ويرجع الباحث ذلك الى أزمة منطقة اليورو واليونان حيث تأثر الاقتصاد المصري بهذه الأزمة ، خاصة وأن دول الإتحاد الأوروبى تعد من أكبر الشركاء التجاريين لمصر ، ثم إرتفع فى أعوام ٢٠١٦ ، ٢٠١٧ ، ٢٠١٨ الى ١٥ % ، ١٦ % ، ١٨ % على التوالي ، ويرجع الباحث ذلك الى آثار تعويم سعر الصرف فى عام ٢٠١٦ ، مما أدى إلى إنخفاض قيمة الجنيه المصري ومن ثم زيادة الصادرات وإنخفاض الواردات ، ثم إنخفض فى عامي ٢٠٢٠ ، ٢٠٢١ الى ١٤ % و ١٢ % على التوالي ، ويرجع الباحث ذلك الى تداعيات جائحة كورونا ، ثم إرتفع فى عام ٢٠٢٢ الى ١٥,٠٠ % .

٤-٣-١-٣ تطور سعر الفائدة على الإقراض فى مصر خلال الفترة (١٩٨٩ / ٢٠٢٢) :

من خلال الجدول رقم (١) نرى أن معدل سعر الفائدة الإسمى كان فى عام ١٩٨٩ بنسبة ٣٠ ، ١٨ % ، ثم إرتفع فى ١٩٩٢ الى ٢٠,٣٠ % ، وتفسير الباحث لهذا الإرتفاع هو أنه نتيجة لموجة

التضخم العالمي في عام ١٩٩٢ ، وكذلك توقيع مصر للإتفاق مع صندوق النقد الدولي في مايو ١٩٩١ ، ومع البنك الدولي في نوفمبر ١٩٩١ ، ثم إنخفض في عام ١٩٩٦ الى ١٥,٦٠% ، وتفسير الباحث لذلك هو الدخول في تنفيذ المرحلة الثانية من برنامج الإصلاح الهيكلي حيث إنخفاض الطلب على الإقتراض خلال مرحلة التحول ، ثم انخفض في عام ٢٠٠٣ الى نسبة ٥٠% ، وتفسير الباحث لذلك هو دخول مصر في المرحلة الثالثة لبرنامج الخصخصة التي إمتدت من ١٩٩٦ الى ٢٠٠٣ ، ثم انخفض خلال عامي ٢٠١٠ ، ٢٠١١ الى ١١% ، ثم ارتفع في عامي ٢٠١٢ ، ٢٠١٣ الى ١٢% ، ٣٠% ، ١٢% على التوالي ، ويرجع الباحث ذلك الى تداعيات ثورة يناير ٢٠١١ ، ثم انخفض خلال عامي ٢٠١٤ ، ٢٠١٥ نتيجة لتداعيات أزمة اليورو ، ثم ارتفع في عامي ٢٠١٧ ، ٢٠١٨ الى ١٨,٢٠% ، ١٨,٣٠% ، وتفسير الباحث لذلك هو تعويم سعر الصرف وانخفاض قيمة الجنيه المصري ، ثم انخفض في أعوام ٢٠١٩ ، ٢٠٢٠ ، ٢٠٢١ الى ١٦,١٠% ، ١١,٤٠% ، ٩,٤٠% على التوالي ، ويرجع الباحث ذلك الى تداعيات أزمة جائحة كورونا وما تبعها من ركود إقتصادي ، وعموماً من الجدول السابق يلاحظ الباحث إرتفاع سعر الفائدة خاصةً منذ عام ٢٠١٧ وحتى كتابة هذا البحث ، وتفسير الباحث لذلك هو أنه نتيجة لهروب الإستثمارات الأجنبية في أوراق الدين المصري ، خصوصاً بعد قرار البنك الفيدرالي الأمريكي رفع الفائدة الأمريكية ، مما يعني جاذبية أكبر للديون الأمريكية ، وتتمثل خطورة هذا الهروب للإستثمارات الأجنبية من سوق الدين المصري في حجمها ، وهذا ما أوضحته وكالة فيتش للتصنيف الائتماني في تقريرها بأن حجم الاستثمار غير المقيم في سوق السندات المحلية في مصر بلغ قدره ٢٨.٨ مليار دولار أمريكي في نهاية عام ٢٠٢١ ، وهو يمثل حوالي ٥٦% من احتياطات النقد الأجنبي وأصول العملات الأجنبية الأخرى للبنك المركزي المصري (إبراهيم - ٢٠٢٣) .

٤-٣-٢ تطور الاستثمار الأجنبي وسعر الصرف الأجنبي في مصر خلال الفترة (١٩٨٩ / ٢٠٢٢) :

جدول رقم (٢)

تطور اسعار الصرف للدولار الأمريكي / الإستثمار الأجنبي المباشر (صافي التدفقات الوافدة \$) خلال الفترة (١٩٨٩ - ٢٠٢٢).

السنوات	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧
سعر الصرف	٠,٨٧	١,٥٥	٣,١٤	٣,٣٢	٣,٣٥	٣,٣٩	٣,٣٩	٣,٣٩	٣,٣٩
إستثمار أجنبي م	١,٢٥	٠,٧٣٤	٠,٢٥٣	٠,٤٥٩	٠,٤٩٣	١,٢٦	٠,٥٩٨	٠,٦٣٦	٠,٨٩١
السنوات	١٩٩٨	١٩٩٩	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦
سعر الصرف	٣,٣٩	٣,٤٠	٣,٤٧	٣,٩٧	٤,٥٠	٥,٨٥	٦,٢٠	٥,٧٨	٥,٧٣
إستثمار أجنبي م	١,٠٨	١,٠٧	١,٢٤	٠,٥١٠	٠,٦٤٧	٠,٢٣٧	١,٢٥	٥,٣٨	١٠,٠٤

السنوات	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥
سعر الصرف	٥,٦٤	٥,٤٣	٥,٥٤	٥,٦٢	٥,٩٣	٦,٠٦	٦,٨٧	٧,٠٨	٧,٦٩
إستثمار أجنبي م	١١,٥٨	٩,٤٩	٦,٧١	٦,٣٩	٠,٤٨٣	٢,٨٠	٤,١٩	٤,٦١	٦,٩٣
السنوات	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	٢٠٢٠	٢٠٢١	٢٠٢٢		
سعر الصرف	١٠,٠٣	١٧,٧٨	١٧,٧٧	١٦,٧٧	١٥,٧٦	١٥,٦٤	١٩,١٦		
إستثمار أجنبي م	٨,١١	٧,٤١	٨,١٤	٩,٠١	٥,٨٥	٥,١٢	-----		

المصدر : إعداد الباحث - باستخدام بيانات (صندوق النقد الدولي) خلال الفترة ١٩٨٩ / ٢٠٢٢

٤-٣-١ تطور اسعار الصرف للدولار الأمريكى :

نرى من خلال الجدول رقم (٢) أن سعر الصرف للدولار كان فى عام ١٩٨٩ يعادل ٠,٨٧ جنيهه ، وأخذ فى التزايد حتى عامى ٢٠٠٣ ، ٢٠٠٤ حيث وصل الى ٥,٨٥ جنيهه ، ٦,٢٠ جنيهه ، على التوالى ، وتفسير الباحث لذلك هو التعويم الجزئى للجنيه فى ظل حكومة الدكتور عاطف عبيد ، ثم استمر على نفس الوتيرة حتى عام ٢٠١٢ حيث ارتفع فى أعوام ٢٠١٢ ، ٢٠١٣ ، ٢٠١٤ ، ٢٠١٥ الى ٦,٠٦ ج ، ٦,٨٧ ج ، ٧,٠٨ ج ، ٧,٦٩ ج ، ١٠,٠٣ ج ، على التوالى ، وتفسير الباحث لذلك هو إستمرار ضغوط صندوق النقد الدولى من أجل رفع سعر الصرف فى مقابل قرض بمقدار ١٢ مليار \$ ، ثم ارتفع فى عام ٢٠١٧ الى ١٧,٧٨ جنيهه ، بعد قرار التعويم فى ٢٠١٦ .

٤-٣-٢ تطور الإستثمار الأجنبي المباشر فى مصر خلال الفترة (١٩٨٩ / ٢٠٢٢) :

من تحليل الجدول رقم (٢) يلاحظ الباحث أن تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر مرتبطة نسبياً بمدى تحرير سعر الصرف ، حيث بقيت تدفقات الإستثمار الأجنبي ضعيفة منذ بداية فترة الدراسة فى عام ١٩٨٩ الى عام ٢٠٠٢ ، ثم ارتفعت فيما بعد عام ٢٠٠٣ ، حيث وصلت فى أعوام ٢٠٠٥ ، ٢٠٠٦ ، ٢٠٠٧ الى ٥,٣٨ مليار \$ ، ١٠,٠٤ مليار \$ ، ١١,٥٨ مليار \$ ، على التوالى ، وذلك الارتفاع راجع - من وجهة نظر الباحث - الى التعويم الجزئى للجنيه المصرى فى عام ٢٠٠٣ وما بعده ، حيث وصل سعر الدولار فى عامى ٢٠٠٣ ، ٢٠٠٤ الى ٥,٨٥ جنيهه ، ٦,٢٠ جنيهه على التوالى ، وكذلك بدء تنفيذ عملية الإصلاح الهيكلى وبيع شركات القطاع العام ، ثم انخفضت فى عام ٢٠١١ الى ٠,٤٨٣ مليار \$ ، وتفسير الباحث لذلك هو تداعيات ثورة يناير و ماتبعها من هروب رؤوس الأموال الأجنبية من مصر ، ثم ارتفعت فى عام ٢٠١٦ الى ٨,١١ مليار \$ ، وتفسير الباحث لذلك هو تعويم سعر الصرف ، واستمر الارتفاع بعد ذلك فى عامى ٢٠١٨ ، ٢٠١٩ ، حيث بلغت التدفقات قيمة ٨,١٤ مليار \$ ، ٩,٠١ مليار \$ ، على التوالى ، وتفسير الباحث لذلك هو إستمرار أثر لتعويم سعر الصرف ، ثم انخفضت فى عام ٢٠٢٠ الى ٥,٨٥ مليار \$ ، وتفسير الباحث لذلك هو تداعيات جائحة كورونا.

٥- قياس وتحديد مدى تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر فى الاقتصاد المصرى وفقاً لفرضية فلدشتاين-هوريوكا فى ظل التغيرات فى سعرى الصرف والفائدة خلال الفترة ١٩٨٩ : ٢٠٢٢ :

1-5 قياس وتحديد العلاقة بين الادخار المحلى والاستثمار المحلى فى الإقتصاد المصرى فى ظل تغيرات أسعار الفائدة :

يعد انتقال رأس المال أمراً أساسياً للاقتصاد المفتوح بعد إزالة القيود على حركة رأس المال في العديد من البلدان خلال السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي ، حيث قام فيلدشتاين وهوريوكا فى عام ١٩٨٠ بدراسة ظاهرة تباطؤ حركة رأس المال بين اقتصادات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD ، ووجدا ارتباطاً كبيراً بين معدلات الإذخار والإستثمار المحلية ، بما يعنى أن هناك لغزاً كبيراً ، لأن ذلك يتعارض مع الوضع التقليدي لحركة رأس المال المرتفعة نسبياً بين البلدان المتقدمة (Morley - 2017) ، هذا ، ويود الباحث أن يشير الى أن مصر بدأت خلال سبعينيات القرن الماضي بالتخلى التدريجى عن النظام الإشتراكي ، وذلك بداية من إصدار الرئيس أنور السادات للقانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ والمسمى بقانون إستثمار رأس المال العربى والأجنى والمناطق الحرة (والذى أطلق عليه فى حينه : قانون الانفتاح الاقتصادى) ، وانتهاءً بقانون الإستثمار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧ ، ومن ثم سعت مصر لإجتذاب رأس المال الأجنبى من أجل الإستثمار المباشر بداخلها ، وعلى ذلك فسوف يبدأ الباحث فى دراسة الإستثمار الأجنبى المباشر فى الإقتصاد المصرى خلال الفترة (١٩٨٩ : ٢٠٢٢) ، من خلال فرضية فلدشتاين هوريوكا والتي تقترض أن وجود علاقة موجبة بين الإذخار المحلى والإستثمار المحلى هو دليل على إنعدام حرية حركة رأس المال الأجنبى فى الدخول الى الإقتصاد ، هذا ، وسوف يقوم الباحث بتحليل جميع السنوات خلال فترة الدراسة من حيث التحليل الوصفى ، مع الإقتصار فى التحليل القياسى على عدة سنوات مختارة بحسب قوة التأثير من قبل بعض المتغيرات الإقتصادية خلال هذه السنوات .

٥-١-١-١ قياس وتحديد العلاقة بين الادخار المحلى والاستثمار المحلى فى الإقتصاد المصرى

٥-١-١-١-١ تحديد وتفسير نموذج القياس :

يرى الباحث أن وجود علاقة موجبة بين الإذخار المحلى والإستثمار المحلى هو العائق الرئيس لتدفق الإستثمار الأجنبى المباشر (وفقاً لفرضية فلدشتاين / هوريوكا) ، ومن ثم فلو ثبت عدم وجود علاقة سببية مباشرة موجبة بين الإذخار المحلى والإستثمار المحلى فى مصر ، فسيتم إستبعاد إمكانية إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا على الإقتصاد المصرى ، و من ثم يرى الباحث أننا طالما بصدد قياس مدى إنطباق فرضية معينة (فلدشتاين / هوريوكا) والتي تقترض أن وجود علاقة سببية مباشرة موجبة بين الإذخار المحلى والإستثمار المحلى هى السبب فى إعاقه تدفق الإستثمار الأجنبى المباشر ، فيكفى إستخدام نموذج الإنحدار الخطى البسيط لقياس العلاقة بين الإذخار المحلى والإستثمار المحلى ، وذلك للوقوف على وجود علاقة سببية مباشرة بين كلا المتغيرين ، وهل هذه العلاقة موجبة أم سالبة ، وبالتالي الوقوف على مدى إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا على الإقتصاد المصرى ، والتي تقوم على أن السبب فى ضعف تدفق الإستثمار الأجنبى المباشر راجعة الى وجود علاقة سببية مباشرة موجبة بين الإذخار المحلى والإستثمار المحلى ،

حيث سيتم وضع نسبة الإيداع المحلي / الناتج المحلي الإجمالي (كمتغير مستقل) ، ووضع نسبة الإستثمار المحلي (إجمالي تكوين رأس المال الثابت) / الناتج المحلي الإجمالي (كمتغير تابع) ، ومن ثم سيقوم الباحث بتحليل النتائج .

٢-١-١-٥ قياس وتحديد العلاقة بين الإيداع المحلي والإستثمار المحلي :

جدول رقم (٣)

مؤشر الإيداع - إجمالي الإيداع المحلي (% من إجمالي الناتج المحلي)
خلال الفترة (١٩٨٩ الى عام ٢٠٢٢)

١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩
١١,٥٠	١٢,٧٠	١٥,٠٠	١٥,١٠	١٥,٦٠	١٧,٠٠	١٥,٨٠	١٦,٧٠	١٧,١٠
٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨
١٧,١٠	١٥,٧٠	١٥,٦٠	١٤,٣٠	١٣,٦٠	١٣,٤٠	١٢,٩٠	١٣,٤٠	١٢,٠٠
٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧
٥,٨٠	٥,٢٠	٧,٩٠	٨,١٠	١٣,٠٠	١٤,٣٠	١٢,٦٠	١٦,٨٠	١٦,٣٠
		٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦
		١٠,٢٠	٦,٤٠	٨,٨٠	١٢,٢٠	٨,٨٠	٤,٣٠	٥,٥٠

المصدر : إعداد الباحث - باستخدام بيانات (البنك الدولي) خلال الفترة ١٩٨٩ / ٢٠٢٢ .

جدول رقم (٤)

مؤشر الإستثمار المحلي، إجمالي تكوين رأس المال الثابت
(% من إجمالي الناتج المحلي) خلال الفترة (١٩٨٩ الى عام ٢٠٢٢)

١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩
٢٦,٠٠	٢٤,٠٠	٢٣,٠٠	٢٣,٠٠	٢١,٠٠	٢٣,٠٠	٢٧,٠٠	٢٧,٠٠	٣١,٠٠
٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨
١٩,٠٠	١٨,٠٠	١٦,٠٠	١٦,٠٠	١٨,٠٠	١٨,٠٠	١٩,٠٠	٢١,٠٠	٢١,٠٠
٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧
١٤,٠٠	١٢,٠٠	١٢,٠٠	١٥,٠٠	١٧,٠٠	١٩,٠٠	٢١,٠٠	٢٢,٠٠	٢١,٠٠
		٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦
		١٥,٠٠	١٢,٠٠	١٤,٠٠	١٨,٠٠	١٦,٠٠	١٥,٠٠	١٤,٠٠

المصدر : إعداد الباحث - باستخدام بيانات (البنك الدولي) خلال الفترة ١٩٨٩ / ٢٠٢٢ .

جدول رقم (٥)

التحليل القياسي للعلاقة بين معدل الإدخار المحلي و معدل الإستثمار

السنة	الإدخار المحلي س	الاستثمار المحلي ص	س٢	ص٢	س × ص
١٩٨٩	١٧,١٠	٣١,٠٠	٦٧٦	٩٦١	٨٠٦
١٩٩٦	١٢,٧٠	٢٤,٠٠	٣٦١	٥٧٦	٤٥٦
٢٠٠٣	١٤,٣٠	١٦,٠٠	٣٦١	٢٥٦	٣٠٤
٢٠١١	١٣,٠٠	١٧,٠٠	٢٨٩	٢٨٩	٢٨٩
٢٠١٧	٤,٣٠	١٥,٠٠	١٠٠	٢٢٥	١٥٠
٢٠٢٢	١٠,٢٠	١٥,٠٠	١٠٤	٢٢٥	١٥٣
مجموع	٧٢,٠٠	١١٨	١٨٩٠	٢٥٣٢	٢١٥٨

المصدر : إعداد الباحث - بإستخدام سنوات منتقاة خلال فترة الدراسة .

وبالتحليل القياسي للتغير في معدل الاستثمار المحلي نتيجة للتغير في الإدخار المحلي يكون :

Calculation of regression factor (a) :

$$a = \frac{(n \rightarrow \sum (xy) - (\sum x)(\sum y))}{n(\sum x)^2 - (\sum x)^2}$$

$$a = \frac{6 \times 2158 - 72 \times 118}{6 \times 1890 - (72)^2}$$

$$a = \frac{(6 \times 2158) - (72 \times 118)}{(6 \times 1890) - (72 \times 72)} = 1$$

Calculation of the fixed amount (b)

$$b = \frac{\sum y - a \sum x}{n}$$

$$y = \frac{118}{6} = 20$$

$$x = \frac{\sum x}{n}$$

$$x = \frac{72}{6} = 12$$

$$\therefore b = \sum y - a \sum x$$

$$\square b = 20 - 1 \times 12 = 8$$

investment = regression factor x saving rate + constant amount

$$= a \times saving + b$$

$$= 1 \times 12 + 8 = 20$$

$$\square investment = 20 \%$$

إذن : ارتفاع معدل الادخار بمقدار 12 % يؤدي الى ارتفاع معدل الاستثمار بمقدار 20% ، بمعنى أن ارتفاع معدل الادخار بنسبة 1 % يؤدي الى ارتفاع معدل الإستثمار بنسبة 1,7 % .

3-1-1-5 تحليل النتائج بالنسبة للإرتباط بين الإيداع المحلي والإستثمار المحلي:

إستخدم الباحث في تحليل علاقة الإرتباط بين الإيداع المحلي والإستثمار المحلي في الإقتصاد المصرى خلال فترة الدراسة (1989 / 2022) مؤشر الإيداع كنسبة مئوية من إجمالى الناتج المحلى (إجمالى الإيداع % من إجمالى الناتج المحلى) ، مع مؤشر الإستثمار المحلى كنسبة مئوية من إجمالى الناتج المحلى ، من خلال حساب إجمالى تكوين رأس المال الثابت (% من إجمالى الناتج المحلى) ، خلال فترة التحليل وهى فترة طويلة تمتد من 1989 الى 2022 ، حيث إستنتج الباحث من هذه النتائج أن هناك علاقة مستقرة طويلة المدى بين الإستثمار منسوباً الى الناتج المحلى الإجمالى والإيداع منسوباً إلى الناتج المحلى الإجمالى ، وهذا مما يؤكد إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا على الإقتصاد المصرى ، من حيث ضعف تدفق الإستثمار الأجنبى المباشر الى داخل البلد نظراً لوجود علاقة إرتباط طويلة المدى بين الادخار المحلى والاستثمار فى الإقتصاد المصرى .

2-1-5 قياس مدى تأثير التغيرات فى أسعار الفائدة (على الإقراض) على معدل الإستثمار المحلى :

1-2-1-5 تحديد وتفسير نموذج القياس :

يرى الباحث أن أهم العوامل المؤثرة فى وجود علاقة موجبة بين الإيداع المحلى والإستثمار المحلى هو سعر الفائدة (على الإقراض) ، ولو ثبت هذا الأثر لسعر الفائدة ، فسيتم إستبعاد إمكانية إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا على الإقتصاد المصرى ، ومن ثم سيقوم الباحث بإستخدام نموذج الإنحدار الخطى البسيط لقياس العلاقة بين معدل الإستثمار المحلى وأسعار الفائدة (على الإقراض) ، وذلك للوقوف على مدى وجود علاقة سببية مباشرة بين كلا المتغيرين ، وهل هذه العلاقة موجبة أم سالبة .

ومن ثم الوقوف على إجابة للسؤال التالى :

هل علاقة السببية المباشرة الموجبة التى أثبتناها آنفاً فى نموذج القياس السابق بين الإيداع المحلى والإستثمار المحلى كانت بسبب سعر الفائدة على الإقراض ، وفى حالة كون العلاقة سلبية بين سعر الفائدة على الإقراض والإستثمار المحلى ، فهذا يعطى مؤشراً على إنطباق فرضية

فلدشتاين / هوريوكا على الإقتصاد المصرى ، والتي تقوم على أن السبب فى ضعف تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر راجعة الى وجود علاقة سببية مباشرة موجبة بين الإدخار المحلى والإستثمار المحلى ، ومن ثم سيتم فى هذا النموذج : وضع نسبة الإدخار المحلى / الناتج المحلى الاجمالى (كمتغير مستقل) ، ووضع نسبة الإستثمار المحلى (إجمالى تكوين رأس المال الثابت) / الناتج المحلى الاجمالى (كمتغير تابع) ، ومن ثم سيقوم الباحث بتحليل النتائج .

جدول رقم (٦)

سعر الفائدة على الإقراض (%) خلال الفترة (١٩٨٩ - ٢٠٢٢)

١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩
١٣,٨٠	١٥,٦٠	١٦,٥٠	١٦,٥٠	١٨,٣٠	٢٠,٣٠	١٩,٨٠	١٩,٠٠	١٨,٣٠
٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨
١٢,٦٠	١٣,١٠	١٣,٤٠	١٣,٥٠	١٣,٨٠	١٣,٣٠	١٣,٢٠	١٣,٠٠	١٣,٠٠
٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧
١١,٦٠	١١,٧٠	١٢,٣٠	١٢,٠٠	١١,٠٠	١١,٠٠	١٢,٠٠	١٢,٣٠	١٢,٥٠
		٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦
		١٠,٦٠	٩,٤٠	١١,٤٠	١٦,١٠	١٨,٣٠	١٨,٢٠	١٣,٦٠

المصدر : إعداد الباحث - باستخدام بيانات (البنك الدولى) خلال الفترة ١٩٨٩ / ٢٠٢٢ .

جدول رقم (٧)

مؤشر الاستثمار المحلى، إجمالى تكوين رأس المال الثابت

(% من إجمالى الناتج المحلى) منذ عام ١٩٨٩ الى عام ٢٠٢٢

١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩
٢٦,٠٠	٢٤,٠٠	٢٣,٠٠	٢٣,٠٠	٢١,٠٠	٢٣,٠٠	٢٧,٠٠	٢٧,٠٠	٣١,٠٠
٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨
١٩,٠٠	١٨,٠٠	١٦,٠٠	١٦,٠٠	١٨,٠٠	١٨,٠٠	١٩,٠٠	٢١,٠٠	٢١,٠٠
٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧
١٤,٠٠	١٢,٠٠	١٢,٠٠	١٥,٠٠	١٧,٠٠	١٩,٠٠	٢١,٠٠	٢٢,٠٠	٢١,٠٠
		٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦
		١٥,٠٠	١٢,٠٠	١٤,٠٠	١٨,٠٠	١٦,٠٠	١٥,٠٠	١٤,٠٠

المصدر : إعداد الباحث - باستخدام بيانات (البنك الدولى) خلال الفترة ١٩٨٩ / ٢٠٢٢ .

جدول رقم (٨)

قياس أثر سعر الفائدة (على الإقراض) على معدل الاستثمار المحلي :

السنة	الفائدة على الإقراض س	الاستثمار المحلي ص	س٢	ص٢	س × ص
١٩٨٩	١٨,٣٠	٣١,٠٠	٣٣٥	٩٦١	٥٦٧
١٩٩٦	١٥,٦٠	٢٤,٠٠	٢٤٣	٥٧٦	٣٧٤
٢٠٠٣	١٣,٥٠	١٦,٠٠	١٨٢	٢٥٦	٢١٦
٢٠١١	١١,٠٠	١٧,٠٠	١٢١	٢٨٩	١٨٧
٢٠١٧	١٨,٢٠	١٥,٠٠	٣٣١	٢٢٥	٢٧٣
٢٠٢٢	١٠,٤٠	١٤,٠٠	١٠٨	١٩٦	١٤٦
مجموع	٨٧,٠٠	١١٧	١٣٢٠	٢٥٠٣	١٧٦٣

المصدر : إعداد الباحث – بإستخدام سنوات منتقاة خلال فترة الدراسة .

وبالتحليل القياسى للتغير فى الإستثمار المحلى نتيجة للتغير فى سعر الفائدة على الإقراض يكون:

Calculation of regression factor (a):

$$a = \frac{(n \rightarrow \sum (xy) - (\sum x)(\sum y))}{n(\sum x)^2 - (\sum x)^2}$$

$$a = \frac{6 \times 1763 - 87 \times 117}{6 \times 1320 - (87)^2}$$

$$a = \frac{(6 \times 1763) - (87 \times 117)}{(6 \times 1320) - (87 \times 87)} = 1$$

Calculation of the fixed amount (b):

$$b = \sum y - a \sum x$$

$$y = \frac{(\sum y)}{n}$$

$$y = \frac{117}{6} = 19,5$$

$$x = \frac{(\sum x)}{n}$$

$$x = \frac{87}{6} = 14,5$$

$$\therefore b = \sum y - a \sum x$$

$$\square b = 19,5 - 1 \times 14,5 = 5$$

Local investment = regression factor x interest rate + constant amount

$$= a x \text{ interest rate} + b$$

$$= 1 x 14,5 + 5 = 19,5$$

$$\square \text{Investment} = 19,5 \%$$

اذن : عندما يكون سعر الفائدة على الإقراض = ١٤,٥ % ، فإن هذا يؤدي الى معدل إستثمار محلي = ١٩,٥ % ، أى عند ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض بمقدار 1 % ، يؤدي ذلك الى ارتفاع معدل الإستثمار المحلي بمقدار ١,٣ % ، وهذا يدل على ضعف تأثير سعر الفائدة على الإستثمار المحلي ، ومن ثم يؤكد وجود ارتباط بين الإدخار المحلي والإستثمار.

٢-٢-١-٥ تحليل النتائج بالنسبة لأثر أسعار الفائدة على الإقراض على الإستثمار المحلي:

من القياس السابق من خلال الجدول رقم (٨) نرى أن ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض يؤدي الى معدل إستثمار محلي قريب منه في النسبة ، وهذا الوضع بالرغم من أنه مناقض للقوانين الإقتصادية التي تقول بالعلاقة العكسية بين سعر الفائدة والإستثمار ، إلا أنه يمثل دليلاً على مدى ارتباط الإستثمار المحلي بالإدخار المحلي ، كما يدل أيضاً على أنه لا بديل للإستثمار المحلي إلا الإقتراض من الداخل ، وهذا مما يؤثر على صعوبة تدفق رأس المال الأجنبي الى الإقتصاد المصرى ، ومن هنا فإن هذا القياس إنما يؤكد فرضية فلدشتاين / هوريكا ، والسبب فى ارتفاع سعر الفائدة هو ارتفاع معدل التضخم فى مصر ، والتضخم أضحي ظاهرة عالمية مما دفع البنوك المركزية فى جميع دول العالم – وعلى رأسها الولايات المتحدة – الى الإعتماد فى مكافحة التضخم على رفع أسعار الفائدة ، وهذا مما يؤدي الى الركود الإقتصادي ، ويرى الباحث أن التضخم فى مصر هو من قبيل تضخم جذب الطلب أكثر من كونه تضخم دفع التكلفة (أو ما يسمى بتضخم صدمات العرض) ، ومن ثم يكون رفع سعر الفائدة ذا تأثير نسبي على قطاع الإستثمار ، ومن ثم تبقى علاقة الارتباط بين الإدخار والإستثمار قائمة

٢-٥ قياس مدى تأثير التغيرات فى أسعار الصرف للدولار الأمريكى على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر بعد التعويم فى ٢٠١٦ :

١-٢-٥ تحديد وتفسير نموذج القياس :

يرى الباحث أن من أهم العوامل المؤثرة فى ضعف تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر هو سعر الصرف من حيث حجم المخاطر وظروف عدم التأكد بالنسبة للمستثمر الأجنبي ، ومن ثم فلو ثبت وجود علاقة سببية مباشرة موجبة بين تعويم سعر الصرف وتدفق الإستثمار الأجنبي المباشر ، فسيتم إستبعاد إمكانية إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريكا على الإقتصاد المصرى ، ومن ثم سيقوم الباحث بإستخدام نموذج الإنحدار الخطى البسيط لقياس العلاقة بين تغيرات أسعار الصرف للدولار الأمريكى ومعدلات تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر بعد تعويم سعر الصرف فى ٢٠١٦ ، وذلك من

أجل الوقوف على مدى وجود علاقة سببية مباشرة بين كلا المتغيرين ، وهل هذه العلاقة موجبة أم سالبة ، ومن ثم الوقوف على إجابة للسؤال التالي : هل ضعف تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر الى الإقتصاد المصرى راجع الى وجود علاقة سببية المباشرة الموجبة التى أثبتناها فى نموذج القياس السابق بين الإدخار المحلى والإستثمار المحلى ، أم هناك تأثير لتعويم سعر الصرف فى ٢٠١٦ ، وفى حالة كون العلاقة سلبية بين تعويم سعر الصرف وتدفق الإستثمار الأجنبي المباشر ، فهذا يعطى مؤشراً على إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا على الإقتصاد المصرى والتى تقوم على أن السبب فى ضعف تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر راجعة الى وجود علاقة سببية مباشرة موجبة بين الإدخار المحلى والإستثمار المحلى ، ومن ثم سيتم فى هذا النموذج : قياس مدى وجود علاقة سببية مباشرة بين التغيرات فى أسعار الصرف للدولار الأمريكى بعد ٢٠١٦ (كمتغير مستقل) ، ومعدل تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر - صافي التدفقات الوافدة - (كمتغير تابع) ، وهل هذه العلاقة موجبة أم سالبة ، ومن ثم سيقوم الباحث بتحليل النتائج .

جدول رقم (٩)

اسعار الصرف للدولار الأمريكى بالجنيه المصرى خلال الفترة (١٩٨٩ - ٢٠٢٢) .

١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩
٣,٣٩	٣,٣٩	٣,٣٩	٣,٣٩	٣,٣٥	٣,٣٢	٣,١٤	١,٥٥	٠,٨٧
٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨
٥,٧٣	٥,٧٨	٦,٢٠	٥,٨٥	٤,٥٠	٣,٩٧	٣,٤٧	٣,٤٠	٣,٣٩
٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧
٧,٦٩	٧,٠٨	٦,٨٧	٦,٠٦	٥,٩٣	٥,٦٢	٥,٥٤	٥,٤٣	٥,٦٤
		٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦
		١٩,١٦	١٥,٦٤	١٥,٧٦	١٦,٧٧	١٧,٧٧	١٧,٧٨	١٠,٠٣

المصدر : إعداد الباحث - باستخدام بيانات (صندوق النقد الدولى) خلال الفترة ١٩٨٩ / ٢٠٢٢

جدول رقم (١٠)

اجمالى الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة

(بالأسعار الجارية - مليار - دولار الأمريكى) منذ عام ١٩٨٩ الى عام ٢٠٢٢ .

١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩
٠,٨٩١	٠,٦٣٦	٠,٥٩٨	١,٢٦	٠,٤٩٣	٠,٤٥٩	٠,٢٥٣	٠,٧٣٤	١,٢٥
٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨
١٠,٠٤	٥,٣٨	١,٢٥	٠,٢٣٧	٠,٦٤٧	٠,٥١٠	١,٢٤	١,٠٧	١,٠٨

١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩
٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧
٦,٩٣	٤,٦١	٤,١٩	٢,٨٠	٠,٤٨٣	٦,٣٩	٦,٧١	٩,٤٩	١١,٥٨
		٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦
		-----	٥,١٢	٥,٨٥	٩,٠١	٨,١٤	٧,٤١	٨,١١

المصدر : إعداد الباحث – باستخدام بيانات (البنك الدولي) خلال الفترة ١٩٨٩ / ٢٠٢٢ .

جدول رقم (١١)

قياس أثر التغيرات في أسعار الصرف للدولار الأمريكي على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر ، بعد التعويم في ٢٠١٦ :

السنة	سعر صرف جنيته س	الإستثمار الأجنبي ص	س٢	ص٢	س × ص
٢٠١٦	١٠,٠٣	٨,١١	١٠٠,٦٠	٦٥,٧٧	٨١,٣٤
٢٠١٧	١٧,٦٨	٧,٤١	٣١٢,٥٨	٥٤,٩٠	١٣١,٠٠
٢٠١٨	١٧,٨٧	٨,١٤	٣١٩,٣٣	٦٦,٢٦	١٤٥,٤٦
٢٠١٩	١٦	٩,٠١	٢٥٦	٨١,١٨	١٤٤,١٦
٢٠٢٠	١٥,٦٨	٥,٨٥	٢٤٥,٨٦	٣٤,٢٢	٩١,٧٣
مج	٧٧,٢٦	٣٨,٥٢	١٢٣٤	٣٠٢,٣٣	٥٩٣,٦٩

المصدر : من عمل الباحث باستخدام بيانات الجدولين رقمي (٩) ، (١٠)

وبالتحليل القياسي للتغير في الإستثمار الأجنبي المباشر نتيجة للتغير في سعر الصرف يكون:

Calculation of regression factor (a):

$$a = \frac{(n \rightarrow \sum (xy) - (\sum x)(\sum y))}{n(\sum x)^2 - (\sum x)^2}$$

$$a = \frac{5 \times 593,69 - 77,26 \times 38\ 52}{5 \times 1234 - (77,26)^2}$$

$$a = \frac{(5 \times 593,69) - (77,26 \times 38\ 52)}{(5 \times 1234) - (77,26 \times 77,26)} = 1$$

Calculation of the fixed amount (b):

$$b = \frac{\sum y - a \sum x}{n}$$

$$y = \frac{38,52}{5} = 7,7$$

$$x = \left(\frac{\text{sum } x}{n} \right)$$

$$x = \frac{77,26}{5} = 15,45$$

$$\therefore b = \text{sum } y - a \text{ sum } x$$

$$\square b = 7,7 - 1 \times 15,45 = - 7,75$$

Foreign Investment = regression factor x exchange rate x constant amount

$$= a \times \text{exchange rate} + b$$

$$= 1 \times 15,45 + (- 7,75) = 7,7$$

$$\square \text{Foreign investment} = 7,7 \%$$

اذن : ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي بمقدار 15,45 جنيه يؤدي الى ارتفاع معدل الإستثمار الأجنبي بمقدار 7,7 % ، بمعنى أن ارتفاع سعر الصرف للدولار الأمريكي بقيمة 1 جنيه يؤدي الى ارتفاع معدل الإستثمار الأجنبي المباشر بنسبة 0,49 % .

٢-٢-٥ تحليل النتائج للجدول رقم (١١) بعد التعويم في ٢٠١٦ :

إستنتج الباحث من التحليل السابق لجدول رقم (١١) أن تأثير سعر الصرف – بعد التعويم - لا يزال يمثل تأثيراً ضعيفاً على معدل الإستثمار الأجنبي (حيث يمثل نفس النسبة تقريباً قبل التعويم) ، وهذا مما يؤكد على مدى ارتباط الإستثمار المحلي بالإدخار المحلي ، كما يؤشر على ارتفاع مخاطر سعر الصرف بالنسبة لتدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر الى مصر مما يشير الى مدى التأثير السلبي لتقويم الجنيه بأعلى من قيمته الحقيقية على معدل تدفق رأس المال للإستثمار المباشر الى الإقتصاد المصري ، وهذا الاستنتاج يتطابق مع فرضية "الثالوث المستحيل" أو "الثالوث غير المقدس" لنموذج Mundell-Fleming والتي تقول بأن الإقتصاد لا يمكنه الحفاظ في نفس الوقت على سعر صرف ثابت ، وحركة رأس مال حرة ، وسياسة نقدية مستقلة (Sarantis 1986) ، حيث سعى مصر الدائم على مدى فترة الدراسة (١٩٨٩ / ٢٠٢٢) ، الى الحفاظ على سعر صرف ثابت أو شبه ثابت بالتعويم المدار بواسطة البنك المركزي ، لم يسمح بتدفق رأس المال الأجنبي الى داخل البلد .

ويشير الباحث هنا الى عامل آخر يتداخل مع تأثير سعر الصرف على تدفق الإستثمار الأجنبي الى مصر ، وذلك من حيث ضرورة مراعاة مدى تأثير الإستثمار الأجنبي المباشر بإعتباري الدخل والتكلفة : حيث المستثمر الأجنبي الذي يكون إنتاجه موجهاً للتصدير ومعتمداً على الإنتاج بإستخدام المدخلات المحلية ، مع التركيز على أن تكون أرباحه من خلال الصادرات ، فهذا المستثمر سوف

يخضع لتأثير الدخل ، وفي مثل هذه الحالة ، فإن انخفاض قيمة العملة الأجنبية (ارتفاع قيمة العملة المحلية) في سوق الصرف الأجنبي سوف يؤثر بشكل إيجابي على الإستثمار الأجنبي المباشر ، وهذا مما يعرف بتأثير إعتبار الدخل ، أما في حالة إعتداد المستثمر الأجنبي في الإنتاج الموجه للتصدير على المدخلات المستوردة ، ففي مثل هذه الحالة فإن ارتفاع قيمة العملة الأجنبية (إنخفاض قيمة العملة المحلية) في سوق الصرف الأجنبي سوف يؤثر بشكل سلبي على الإستثمار الأجنبي المباشر ، حيث يمكن أن يؤدي الإعتداد على المدخلات المستوردة إلى خفض صادرات هذا المستثمر وأرباحه ، وهذا مما يُعرف بتأثير إعتبار التكلفة ، ومن ثم يلزم مقارنة التأثير الصافي لأسعار صرف العملات الأجنبية على الإستثمار الأجنبي المباشر (من خلال إعتباري الدخل / التكلفة) : حيث أنه إذا كان تأثير الدخل أكبر من تأثير التكلفة ، فإن الإرتفاع في سعر الصرف الأجنبي (الإنخفاض في قيمة العملة المحلية) سوف يؤثر إيجابياً على الإستثمار الأجنبي المباشر ، أما إذا كان تأثير التكلفة أكبر من تأثير الدخل ، فإن الزيادة في سعر الصرف الأجنبي (إنخفاض قيمة العملة المحلية) سوف يؤثر سلباً على الإستثمار الأجنبي المباشر (Gunes Cambazoglu - 2018) .

ومن هذا يستنتج الباحث أن إعتداد المستثمر الأجنبي في الإنتاج الموجه للتصدير في مصر يكون على المدخلات المستوردة (حيث تعتمد مصر بشكل كبير في مدخلات الإنتاج على الإستيراد) ، ومن ثم فإن ذلك سوف يؤثر بشكل سلبي على الإستثمار الأجنبي المباشر ، وذلك في ظل إرتفاع قيمة العملة الأجنبية (إنخفاض قيمة العملة المحلية) نتيجة لتعويم سعر الصرف . إنخفاض معدل تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر الى مصر.

٢ - النتائج والتوصيات :

٣-٢ النتائج :

جاءت نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها علي النحو التالي:

١-١-٦ يوجد إنخفاض في معدل تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر الى مصر.

٢-١-٦ وجود علاقة موجبة مستقرة طويلة المدى بين الإستثمار المحلي (منسوباً الى الناتج المحلي الإجمالي) والإدخار المحلي (منسوباً إلى الناتج المحلي الإجمالي) ، حيث إستخدم الباحث في تحليل هذه العلاقة مؤشر الادخار المحلي كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي مع مؤشر الإستثمار المحلي كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي (من خلال حساب تكوين رأس المال الثابت كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي) ، وهذا مما يؤشر على صعوبة تدفق رأس المال الأجنبي الى الإقتصاد المصري ، ومن ثم يؤكد إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريوكا على الإقتصاد المصري.

٣-١-٦ يؤدي إرتفاع سعر الفائدة على الإقتراض ، فإن هذا يؤدي الى إرتفاع معدل الإستثمار المحلي بنفس النسبة تقريباً ، مما يدل على ضعف تأثير سعر الفائدة على الإستثمار المحلي ، وهذا الوضع وبالرغم من أنه مناقض للقوانين الإقتصادية التي تقول بوجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والإستثمار ، إلا أنه يمثل دليلاً على مدى إرتباط الإستثمار المحلي بالإدخار المحلي بعيداً عن سعر الفائدة ، وهذا مما يؤشر على صعوبة تدفق رأس المال

الأجنبي إلى الإقتصاد المصري ، ومن ثم يؤكد إنطباق فرضية فلدشتاين / هوريكا على الإقتصاد المصري.

٤-١-٦ بالنسبة لأثر التغير في سعر الصرف على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر إلى الإقتصاد المصري: فقد إستنتج الباحث أن إرتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي (إنخفاض قيمة الجنيه المصري) بعد التعويم في ٢٠١٦ بنسبة معينة ، أدى إلى إرتفاع معدل الإستثمار الأجنبي بمقدار مقارب لنفس النسبة ، وهذا الوضع يشير إلى مدى التأثير السلبي لتقويم الجنيه المصري بأعلى من قيمته الحقيقية على معدل تدفق رأس المال الأجنبي للإستثمار المباشر في الإقتصاد المصري ، ومن ثم يتوافق إستنتاج الباحث مع فرضية " الثالث غير المقدس" في نموذج Mundell-Fleming والتي تقول بأن الإقتصاد لا يمكنه الحفاظ على سعر صرف ثابت ، وحركة رأس مال حرة ، وسياسة نقدية مستقلة في نفس الوقت (Sarantis 1986) ، حيث إستنتج الباحث أن سعي مصر الدائم على مدى فترة الدراسة (١٩٨٩ / ٢٠٢٢) ، إلى الحفاظ على سعر صرف ثابت أو شبه ثابت بالتعويم المدار بواسطة البنك المركزي ، لم يسمح بتدفق رأس المال الأجنبي إلى داخل البلد ، وتحليل الباحث لأسباب هذه النتيجة : هو عدم مراعاة إعتبارات الدخل والتكلفة في التأثير على الإستثمار الأجنبي المباشر: حيث المستثمر الأجنبي الذي يكون إنتاجه موجهاً للتصدير ومعتمداً في الإنتاج على إستخدام المدخلات المحلية ، مع التركيز على أن تكون أرباحه من خلال الصادرات ، فهذا المستثمر سوف يخضع لتأثير الدخل ، وفي مثل هذه الحالة ، فإن إنخفاض قيمة العملة الأجنبية (إرتفاع قيمة العملة المحلية) في سوق الصرف الأجنبي سوف يؤثر بشكل إيجابي على الإستثمار الأجنبي المباشر ، وهذا ما يعرف بأثر الدخل ، أما في حالة إعتداد المستثمر الأجنبي في الإنتاج الموجه للتصدير على المدخلات المستوردة (كما هو حادث في مصر) ، وفي هذه الحالة يؤدي إرتفاع قيمة العملة الأجنبية (إنخفاض قيمة العملة المحلية) في سوق الصرف الأجنبي إلى التأثير بشكل سلبي على الإستثمار الأجنبي المباشر ، حيث يؤدي الإعتداد على المدخلات المستوردة إلى خفض صادرات هذا المستثمر و من ثم إنخفاض أرباحه ، وهذا ما يُعرف بأثر التكلفة ، ومن ثم يلزم مقارنة التأثير الصافي لأسعار صرف العملات الأجنبية على الإستثمار الأجنبي المباشر (من خلال إعتبارات الدخل / التكلفة) : حيث أنه إذا كان تأثير الدخل أكبر من تأثير التكلفة ، فإن الإرتفاع في سعر الصرف الأجنبي (إنخفاض قيمة العملة المحلية) سوف يؤثر إيجاباً على الإستثمار الأجنبي المباشر ، وإذا كان تأثير التكلفة أكبر من تأثير الدخل ، فإن الزيادة في سعر الصرف الأجنبي (إنخفاض قيمة العملة المحلية) سوف يؤثر سلباً على الإستثمار الأجنبي المباشر (Gunes Cambazoglu - 2018) ، ومن هنا فقد إستنتج الباحث أن تأثير عامل التكلفة يظهر كأثر من آثار تعويم سعر الصرف في مصر ، والذي ترتب عليه إرتفاع قيمة العملة الأجنبية و إنخفاض قيمة العملة المحلية ، قد أثر بشكل سلبي على الإستثمار الأجنبي المباشر ، حيث أدى إعتداد مصر على المدخلات المستوردة في الإنتاج إلى خفض صادرات المستثمرين الأجانب و من ثم إنخفاض أرباحهم.

٥-١-٦ انطباق فرضية فلدشتاين / هوريكا على الإقتصاد المصري.

٤-٢ التوصيات :

بناء على النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يمكن توجيه عدد من التوصيات التي يتعين على متخذي القرار وصانعي السياسات المالية والنقدية أخذها في الاعتبار، ولعل من بين هذه التوصيات ما يلي:

١-٢-٦ يجب التدقيق في استخدام السياستين النقدية والمالية في حالة وجود تدفق كامل لرأس المال ، حيث في حالة التدفق الكامل لرأس المال ، وفي ظل نظام سعر الصرف الثابت ، تكون السياسة النقدية هي الأكثر فعالية في زيادة الدخل ، ولذلك ففي ظل نظام سعر الصرف العائم يجب تجنب استخدام السياسة النقدية لأنها سوف تصبح غير قادرة على التأثير على مستوى الدخل ، لأن تدفق رأس المال يؤدي إلى زيادة المعروض من النقود ، ولذلك ففي حالة التدفق الكامل لرأس المال ، وفي ظل نظام سعر الصرف العائم يجب التركيز على استخدام السياسة المالية لأنها تصبح هي الأكثر فعالية في التأثير على الدخل ، ومن ثم لا يجب استخدام السياسة النقدية في ظل سعر الصرف الثابت بهدف تحفيز الاقتصاد ، وإنما تستخدم في ظل سعر الصرف العائم ، بينما السياسة المالية لها قدرة كبيرة على التحفيز الاقتصادي في ظل سعر الصرف الثابت وتأثير محدود في ظل سعر الصرف العائم .

٢-٢-٦ يتعين تخفيض الإستثمار الأجنبي غير المباشر لصالح الإستثمار الأجنبي المباشر ، حيث يقوم الإستثمار الأجنبي غير المباشر بتمويل الإنفاق الجارى ويؤدي الى إحداث فجوات تمويلية خاصة في أوقات الأزمات ، كما أنه يؤدي الى رفع أسعار الفائدة ، حيث تزايد في مصر خلال الفترة الأخيرة حجم الإستثمار الأجنبي في السندات الحكومية ، مما فتح الباب أمام الأموال الساخنة التي دخلت الى مصر للإستثمار في الدين العام المحلي للحكومة عن طريق أذون الخزانة التي تستخدم لسد عجز الموازنة ، خاصة بعد تخفيض قيمة الجنيه بأكثر من ١٠٠٪ ، وفائدة ٢٠٪ على هذه الأذون حيث بلغت قيمة الإستثمارات الأجنبية ما يعادل ٢٣٩٧٥ مليار \$ ، خاصة مع إلزام البنك المركزي المصري البنوك المصرية برفع مستوى الاحتياطي النقدي الإجباري الى ١٤٪ بدلاً من ١٠٪ بهدف تقييد معدلات السيولة من أجل خفض معدلات التضخم ، ولكن هذا القرار حد من قدرة البنوك المصرية على الإستثمار في الدين المحلي (البنك المركزي - النشرة الاحصائية - يوليو ٢٠٢١) .

٣-٢-٦ طبقاً لفرضية ماندل / فليمنج والتي تقول بأن الاقتصاد لا يمكنه الحفاظ على سعر صرف ثابت ، وحركة رأس مال حرة ، وسياسة نقدية مستقلة في نفس الوقت (Sarantis 1986) ، يرى الباحث إمكانية التركيز على وجود سعر صرف حر ، وسياسة نقدية مستقلة ، مع ترك حركة رأس المال للسوق ، حيث المقصود بحرية رأس المال في الدول المصدرة لرأس المال وليس الدول المستوردة.

٤-٢-٦ ضرورة وجود سعر صرف حر ، وسياسة نقدية مستقلة، مع ترك حركة رأس المال للسوق.

٥-٢-٦ العمل على اكتمال سوق المال المصرى حتى يكون جاذباً للإستثمار الأجنبي المباشر .

٦-٢-٦ ضرورة تأهيل البنية التحتية الجاذبة للإستثمار والتي تساعد على التوطن الصناعى والإنتاجى.

٧-٢-٦ يجب تأهيل المناطق الحرة الجاذبة للإستثمار الأجنبي المباشر ، خاصةً المناطق الحرة الصناعية ومناطق تجهيز الصادرات.

٨-٢-٦ العمل على تدويل سعر الفائدة الى المستوى الجاذب للإستثمار الأجنبي المباشر.

٣ - المراجع :
٣-٣ المراجع العربية :

- أبادير ، عطا الله أبو سيف ، فهمي ، رشا حسن (٢٠٢٠) - تحرير سوق الصرف الأجنبي وانعكاساته على برنامج الإصلاح الاقتصادي - المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية كلية التجارة وإدارة الأعمال جامعة حلوان - المجلد الرابع والثلاثون العدد الأول ص ١٣٩ .
- إبراهيم ، أحمد عيد (٢٠٢٣) - الآثار المتوقعة لرفع سعر الفائدة وتحرير سعر الجنيه على الاقتصاد المصري في ضوء التحديات المعاصرة - المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية كلية التجارة جامعة دمياط - المجلد الرابع العدد الأول الجزء الرابع .
- السريتي السيد محمد أحمد - العلاقة بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والصادرات والنمو الاقتصادي - دراسة قياسية مقارنة عن مصر والسعودية خلال الفترة ١٩٧٠ - ٢٠١٢ - مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية جامعة الإسكندرية - العدد الأول يناير ٢٠١٥ م .
- بتلهيم ، شارل (١٩٦٦) - التخطيط والتنمية - ترجمة اسماعيل صبرى عبدالله - دار المعارف .
- دادن ، عبد الوهاب - رشيدة ، زاوية (٢٠١٦) - تخفيض قيمة العملة بين اشكالية توازن واختلال ميزان المدفوعات في المدى الطويل ، دراسة تحليلية لحالة الجزائر خلال الفترة (١٩٩٠ - ٢٠١٣) المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية - عدد ٣ ديسمبر .
- سلامي ، أحمد - شيخي ، محمد (٢٠١٤) - اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (١٩٧٠ - ٢٠١١) - مجلة الباحث - كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة قاصدي مرباح ورقلة الجزائر عدد ١٣ .
- عبد الرحمن ، فرج - مهران ، حسنى - البكل ، أحمد (٢٠٢٠) - أثر تغيرات سعرى الفائدة والصرف الأجنبي على الدين العام في مصر - مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - المقالة ٤ ، المجلد ٢١ ، العدد ٤ - الرقم المسلسل للعدد ٨٥ .
- عجمية ، محمد عبد العزيز - شيحة ، مصطفى رشدي - النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية - الدار الجامعية للطباعة والنشر - بيروت - ١٩٨٢ .
- عوض ، إيمان أحمد أحمد - مهدي حنان خضاري (٢٠٢١) - الدور التفاعلي لسعر الفائدة على العلاقة بين سعر الصرف والنمو الاقتصادي عند توسيط حجم الصادرات دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري - مجلة البحوث المالية - جامعة بورسعيد - المجلد ٢٢ - العدد الأول .
- فيلدشتاين ، مارتن - هوريوكا ، تشارلز (١٩٨٠) . "الادخار المحلي وتدفقات رأس المال الدولية". المجلة الاقتصادية. ٩٠ (٣٥٨): ٣١٤-٣٢٩.
- آراء في السياسة الاقتصادية - المركز المصري للدراسات الاقتصادية (٢٠٠٣) - فبراير العدد (١٣) .
- البنك المركزي - النشرة الاحصائية (٢٠٢١) يوليو .
- بيانات البنك الدولي (٢٠٢٢) .
- بيانات صندوق النقد الدولي (٢٠٢٢) .
- تقرير الأونكتاد (٢٠١٨) .

١-٧ المراجع الأجنبية :

- Andrade, João Sousa, (2007), European integration and external sustainability of the European Union: an application of the thesis of Feldstein and Horioka, Conference “Contemporary Challenges of Theory and Practice in Economics” held at the Faculty of Economics, University of Belgrade on 26–29 September.
- Ayad, Hicham – Belmokaddem , Mostefa , (2020) Testing the Feldstein Horioka puzzle in Algeria: Maki co-integration and hidden causality analysis , ISSN 2668-6309|Proceedings of the 14th International Conference on Applied Statistics , No 1 .
- Baran, Paul (1962) -The Political Economy of Growth. Monthly Review Press New York .
- Bashayreh , Ala , Abdelhadi, Same (٢٠١٧) , Feldstein Horioka Puzzle in Jordan: Real or Fancy , Journal of Economic & Management Perspectives; Mersin.
- But, Boris, Morley, Bruce, (2016) The Feldstein-Horioka puzzle and capital mobility: The role of the recent crisis , Economic Systems, University of Bath , vol. 41, no. 1, pp. 139-150 .
- Camarero, Mariam -Muñoz, Alejandro, Cecilio Tamarit (2021) , 50 years of capital mobility in the Eurozone: breaking the Feldstein-Horioka Puzzle , International Network for Economic Research , 4 .
- Giannone, Domenico – Lenza , Michele (2008) - The Feldstein-Horioka Fact , European Central Bank, , Working Paper Series No 873 / February .
- Feldstein ,Martin – Horioka, Charles (1980) , Domestic Saving and International Capital Flows , The Economic Journal, Vol. 90, No. 358, pp. 314-329 .
- Fitch Rating Agency - 2022 <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-revises-egypt-outlook-to-negative-affirms-at-b-08-11-2022>
- Cambazoglu , Birgul , Gunes, Sevcin , (2018) The Relationship Between Foreign Exchange Rate and Foreign Direct Investment in Turkey , Pamukkale University, Economic, Management, and Financial Market 11 (1) , ISSN,1842-3191, pp284-293.
- Eagly, Robert. V , (1963), Money, Employment and Prices: A Swedish View, 1761" The Journal of Economics Oxford University Press, Vol. 77, No. 4.

- Frankel , Jeffrey - Fajnzylber , Eduardo – Schmukler , Sergio – Servén, Luis (2000) , Verifying Exchange Rate Regimes , World Bank Documents , May 17 .
- Galbraith , John Kenneth , (1987) , A History of Economics , the past as the present , Hamesh Hamilton , Penguin Books, USA .
- Karadami , Duygu Yolcu (2015) , Feldstein-Horioka Puzzle under Common Global Shocks:,A Heterogeneous Panel Data Approach , Arařtırma Makalesi/Original Article ,
- Kaya, Huseyin, (2010) Saving Investment Association in Turkey , Topics in Middle Eastern and North African Economies journal .
- Kenneth S. - Vinh Q.T. Dang, Jennifer T. Lai , (2018) , Capital market integration in ASEAN: A non-stationary panel data analysis, The North American Journal of Economics and Finance.
- Keynes, John Maynard. (1936) The General Theory of Employment, Interest, and Money. International Relations and Security Network , Zurich .
- Hajiyeva ,Arzu , (2020) Macroeconomic Impact of FDI Inflow: The Case of Azerbaijan , RSEP International Economics, Finance & Business Conference, Anglo-American University, Prague, Czechia , 1-2 December .
- Holtemoller, Oliver ,Uncovered Interest Rate Parity and Analysis of Monetary Convergence of Potential EMU Accession Countries , Humboldt-University of Berlin ,2003.
- Morley, B (2017) ‘ The Feldstein-Horioka puzzle and capital mobility: The role of the recent crisis ‘ University of Bath .
- Sarantis, Nicholas (1986) ,The Mundell-Fleming Model with Perfect Capital Mobility and Oligopolistic, Journal of Post Keynesian Economics ,Vol. 9, No. 1, pp. 138-148 .
- Thornton, John - Adedeji , Olumuyiwa , (2007) Saving, Investment and Capital Mobility in African Countries- Journal of African Economies · January .