

دور السياسة النقدية في الحد من الدين الخارجي في مصر  
خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٢٢)

The Role of Monetary Policy in Reducing External Debt in  
Egypt During the Period (1990-2022)

د/ محمد محمد إبراهيم محمد طريح

دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد

كلية الدراسات الآسيوية العليا - جامعة الزقازيق

المستخلص:

هدف البحث إلي بيان العلاقة بين أدوات السياسة النقدية والدين الخارجي في مصر، واعتمد البحث علي المنهج الاستقرائي والمنهج القياسي، حيث يُعتمد علي المنهج الاستقرائي لبناء الإطار النظري للدراسة، واستخدمت الدراسة نموذج قياسياً لتحديد العلاقة بين أدوات السياسة النقدية حجم الدين الخارجي، وتم الإعتماد علي النموذج التالي لتقدير العلاقة بين متغيرات البحث، وتبين صحة الفرض البحثي، بأن هناك علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين أدوات السياسة النقدية والدين الخارجي في مصر، حيث جاءت معاملات الانحدار ( $a_2, a_3, a_4, a_5$ ) سالبة لتعبر عن وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع (الدين الخارجي)، وهو ما يتفق مع افتراضات النظرية الاقتصادية، حيث زيادة سعر الفائدة علي الودائع ( $X_2$ ) إلي زيادة المدخرات وهي مصادر محلية لتمويل برامج التنمية، مما يؤدي إلي الحد من القروض الخارجية، كما تؤدي زيادة الإحتياطيات النقدية ( $X_3$ ) إلي تراجع الإقتراض الخارجي، كما تؤدي زيادة المعروض النقدي ( $X_4$ ) إلي توفير سيولة مؤقتة (الأجل القصير) لتمويل برامج التنمية، مما يؤدي إلي الحد من الإقتراض الخارجي، ولكن في الأجل الطويل سيؤدي ذلك إلي إرتفاع الأسعار، مما يؤدي إلي زيادة الواردات والحد من الصادرات فزيادة العجز في الموازنة العامة فزيادة الإقتراض مرة أخرى، كما سيؤدي ارتفاع سعر الصرف ( $X_5$ ) إلي انخفاض الدين الخارجي في الأجل الطويل،

لأن الارتفاع في سعر الصرف سيؤدي إلى زيادة عبء الدين الخارجي على الاقتصاد المصري مقوماً بالعملة المحلية، فالموازنة العامة ستكون مسئولة عن تدبير موارد مالية بالجنيه أكبر لتحويلها لسداد نفس أقساط الدين وفوائده، مما يعني زيادة الضغوط التمويلية على الموازنة العامة، مما يدفع بالحكومة إلى تقليل اعتمادها على التمويل بالدين الخارجي بقدر الإمكان لتقليل هذه الضغوط التمويلية، وهكذا تستمر العلاقة التبادلية للوصول إلى وضع توازني بين المتغيرين، وعليه أوصي البحث بضرورة وضع سقف لنسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي، وفقاً لتوصيات لجنة الحوار الوطني، تقليل المحتوي الاستيرادي في إنتاج السلع باستخدام الموارد المحلية قدر الإمكان.

**الكلمات المفتاحية:** السياسة النقدية، سعر الفائدة، سعر الصرف، المعروض النقدي، الدين الخارجي.

#### **Abstract:**

The research aimed to show the relationship between monetary policy tools and external debt in Egypt. The research relied on the inductive and standard approaches, as the inductive approach is used to build the theoretical framework of the study. The study used a standard model to determine the relationship between monetary policy tools and the size of external debt. The following model was used to estimate the relationship between the research variables. The validity of the research hypothesis was shown, that there is a statistically significant relationship between monetary policy tools and external debt in Egypt, as the regression coefficients ( $a_4$ ,  $a_5$ ,  $a_2$ ,  $a_3$ ) were negative to express the existence of an inverse relationship between the independent variables and the dependent variable (external debt), which is

consistent with the assumptions of economic theory, as increasing the interest rate on deposits (X2) leads to an increase in savings, which are local sources of financing development programs, which leads to reducing external loans. Increasing cash reserves (X3) leads to a decline in external borrowing. Increasing the money supply (X4) also provides temporary liquidity (short term) to finance development programs, which leads to reducing external borrowing, but in the long term. In the long run, this will lead to higher prices, which will lead to increased imports and reduced exports, which will increase the deficit in the general budget, which will increase borrowing again. The increase in the exchange rate (X5) will also lead to a decrease in the external debt in the long run, because the increase in the exchange rate will lead to an increase in the burden of external debt on the Egyptian economy, denominated in local currency. The general budget will be responsible for arranging financial resources in pounds to transfer them to pay the same debt installments and interest, which means increasing the financing pressures on the general budget, which will prompt the government to reduce its reliance on financing with external debt as much as possible to reduce these financing pressures. Thus, the reciprocal relationship continues to reach a balanced position between the two variables. Accordingly, the research recommends the necessity of setting a ceiling for the ratio of external debt to GDP, according to the recommendations of the National

Dialogue Committee, reducing the import content in the production of goods using local resources as much as possible.

**Keywords:** Monetary policy, interest rate, exchange rate, money supply, external debt.

## ١- مقدمة:

كان للتطورات التي شهدتها العالم في النصف الأخير من القرن الماضي، وبخاصة تلك التي تتعلق بالآزمات الاقتصادية والمالية العالمية، والتي كان لها أثر كبير في تزايد حجم المديونية الخارجية وخدمة الدين العام والعجز في الموازنة واختلال ميزان المدفوعات لمختلف الدول التي كان لها الدور الكبير في تحول دور السياسة النقدية، وتغير مفهومها، وطريقة عملها، وذلك ابتداءً من ظهور الفكر الكينزي الذي دعا إلى ضرورة تدخل الدولة باستخدام السياسات الاقتصادية الكلية؛ من أجل معالجة الركود الاقتصادي، وتحقيق الاستقرار، والنمو؛ كل ذلك استوجب القيام بالعديد من التغيرات في السياسة النقدية والمالية؛ مما أدى لتطور أساليب، وأدوات، وأهداف كل منهما؛ مما كان له دور كبير في تغيير نظرة الدول إلى السياسة النقدية والمالية.

وبالرغم أن السياسة النقدية تعد من السياسات الرئيسية في تحقيق النمو والاستقرار، ولكنها تختلف من حيث التطبيق من دولة إلى أخرى وذلك بحسب متغيرات كل دولة؛ إذ أن نظرة الدول النامية للسياسة النقدية تختلف عن نظرة الدول المتقدمة من حيث الأهداف، فالدول المتقدمة ترى أن هدف السياسة النقدية الأساسي هو تحقيق الاستقرار النقدي وتخفيض معدلات التضخم، أما الدول النامية فتري أن هدف السياسة النقدية أبعد من ذلك؛ إذ تهدف من خلالها إلى تحقيق النمو الاقتصادي، والاستقرار النقدي، وتخفيض مستويات البطالة، واستقرار أسواق صرف العملات، علاوة على ذلك، فإن السياسة المالية تحتل مكانة هامة بين السياسات الأخرى؛ لأنها تستطيع أن تقوم بالدور الأعظم في تحقيق الأهداف المتعددة التي ينشدها الاقتصاد الوطني، وذلك بفضل أدواتها المتعددة التي تعد من أهم أدوات الإدارة الاقتصادية في تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على المشاكل التي تعوق الاستقرار الاقتصادي.

وتمثل الديون الخارجية بشتى أنواعها العامة والخاصة ظاهرة عامة مترامنة للتبادل التجاري الدولي منذ القدم، وتحتاج الدول النامية للاستثمارات المحلية لتمويل خطط التنمية فيها إلي رؤوس الأموال، فإذا ما عجز الادخار المحلي عن القيام بوظائفه كأكبر مصدر للتمويل، فإن الدول النامية عادة ما تلجأ للاستدانة من الخارج علي أن يتم دفع الدين في المستقبل في شكل أقساط مع فوائد متفق عليها بين الجهات المعنية، ومع الارتفاع الملحوظ في نسبة المديونية والتي نجم عنها زيادة في أعباء وتكاليف الدين الخارجي، الأمر الذي يؤدي إلي إستنزاف الحصيلة من الاحتياطي النقدي الأجنبي للدول المدينة، ليسبب عجزاً مستمراً في موازين مدفوعاتها، بحيث أن النمو الذي حدث في حجم المديونية الخارجية كان مواكباً تماماً للعجز الحاصل في هيكل ميزان المدفوعات وتدهور شروط التجارة الخارجية وارتفاع نسبة التضخم في الدول المدينة، والخضوع إلي المزيد من الضغوط الأجنبية مع اشتراط الدول الدائنة اتجاه الأموال المقترضة لتمويل الاستهلاك والاستثمارات غير المنتجة.

## ٢- مشكلة البحث:

تعاني مصر من الدول النامية دائماً من مشكلة الديون الخارجية علي مدى تاريخها الحديث، فقد شهد الاقتصاد المصري منذ بداية التسعينات تحولات وتغيرات جهرية في البيئة الاقتصادية، وذلك من خلال إتباع سياسات الإصلاح المالي والنقدي وفقاً لبرنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تم الإتفاق عليه مع صندوق النقد الدولي، والذي تضمن مجموعة من السياسات والإجراءات الاقتصادية التي طبقت بهدف الوصول إلي استعادة التوازن الاقتصادي، حيث كان الاقتصاد المصري يعاني من إختلالات هيكلية متمثلة في عدة أمور، أهمها العجز المتزايد في الموازنة العامة للدولة، واستمرار هذا العجز وتزايدته هو أحد الأسباب الرئيسية لتزايد الدين العام، لذا أصبحت سياسة الدين الخارجي تحظى باهتمام كبير بجانب أدوات السياسة الاقتصادية الأخرى للتأثير علي المتغيرات الكلية في الاقتصاد القومي.

وشهدت الديون الخارجية المصرية تزايداً واضحاً خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٢٢) فقد إرتفعت من ٣٣ مليار دولار عام ١٩٩٠ إلي نحو ١٦٣.١ مليار دولار

عام ٢٠٢٢، وهذه الديون المتراكمة لها انعكاسات سلبية علي الوضع الاقتصادي في مصر ولم تترجم إلي نمو اقتصادي هادف، وعلي ضوء التغيرات الأخيرة التي شهدتها الاقتصاد المصري في ملف الدين الخارجي، تصبح محاولة تقدير الأثر الكمي للدين الخارجي علي بعض المتغيرات الاقتصادية وتحديد أهم العوامل الذي تؤثر فيه أمراً ضرورياً، للتعرف علي مدى قدرة مصر علي الوفاء بالتزاماتها.

وهنا يطرح البعض ما الدور الذي يمكن أن تقوم به أدوات السياسة النقدية لتقليل الإقتراض الخارجي، وذلك للحد من الآثار السلبية لها علي المتغيرات الاقتصادية الكلية.

ومن ثم يمكن صياغة المشكلة في السؤال التالي:

**هل هناك علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين أدوات السياسة النقدية والدين الخارجي في مصر؟.**

### ٣-أهمية البحث:

تمثل السياسة النقدية أحد أهم عناصر منظومة السياسات الاقتصادية التي يمكن استخدامها لتحقيق الأهداف الاقتصادية للمجتمع، وتستهدف السياسة النقدية بالدرجة الأولى التأثير علي العرض النقدي وأسعار الفائدة والتي تؤثر بدورها علي مستوى الأداء الاقتصادي بشكل عام.

ومن هنا أخذ مجال السياسة النقدية إهتمام واسع من قبل المفكرين الاقتصاديين، فتعددت وجهات النظر، اتفقت واختلفت، والسبب ربما راجع إلي اختلاف المعتقدات الفكرية الاقتصادية لكل مفكر، أو راجع إلي اختلاف البيئة السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية وحتى الجغرافية.

وكان للتطورات التي شهدتها العالم في النصف الأخير من القرن الماضي، وبخاصة تلك التي تتعلق بالأزمات الاقتصادية والمالية العالمية، والتي كان لها أثر كبير في تزايد حجم المديونية الخارجية وخدمة الدين العام والعجز في الموازنة وإختلال ميزان المدفوعات لمختلف الدول التي كان لها الدور الكبير في تحول دور السياسة النقدية، وتغير مفهومها، وطريقة عملها، وذلك ابتداءً من ظهور الفكر

الكينزي الذي دعا إلى ضرورة تدخل الدولة باستخدام السياسات الاقتصادية الكلية؛ من أجل معالجة الركود الاقتصادي، وكل ذلك استوجب القيام بالعديد من التغيرات في السياسة النقدية والمالية؛ مما أدى لتطور أساليب، وأدوات، وأهداف كل من السياسة المالية والنقدية.

ورغم أن السياسة النقدية تعد من السياسات الرئيسية في تحقيق النمو والاستقرار، إلا أنها تختلف من حيث التطبيق من دولة إلى أخرى وذلك بحسب متغيرات كل دولة؛ إذ أن نظرة الدول النامية للسياسة النقدية تختلف عن نظرة الدول المتقدمة من حيث الأهداف، فالدول المتقدمة ترى أن هدف السياسة النقدية الأساسي هو تحقيق الاستقرار النقدي وتخفيض معدلات التضخم، أما الدول النامية فتري أن هدف السياسة النقدية أبعد من ذلك؛ إذ تهدف من خلالها إلى تحقيق النمو الاقتصادي، والاستقرار النقدي، وتخفيض مستويات البطالة، واستقرار أسواق صرف العملات، وعليه تبقي السياسة النقدية ذات أهمية بين السياسات الاقتصادية؛ لأنها تستطيع أن تقوم بدور كبير في تحقيق الأهداف المتعددة التي ينشدها الاقتصاد، وذلك بفضل أدواتها المتعددة التي تعد من أهم أدوات الإدارة الاقتصادية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار الاقتصادي.

كما استمد البحث أهميته من الارتفاع المستمر للدين الخارجي لمصر، ولآثار السلبية لذلك، فقد بلغت نسبته ٢٢٧% إلى إجمالي الصادرات، فقد ارتفع الدين الخارجي من ٣٣ مليار دولار عام ١٩٩٠ إلى نحو ١٦٣.١ مليار دولار عام ٢٠٢٢.

#### ٤- فروض البحث:

تسعي الدراسة إلى اختبار صحة الفرض التالي:

هناك علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين أدوات السياسة النقدية والدين الخارجي في مصر؟.

#### ٥- هدف البحث:

هدف البحث بصفة أساسية إلى بيان العلاقة بين أدوات السياسة النقدية والدين الخارجي في مصر، وبيان دراسة وتحليل ملف الدين الخارجي المصري من جوانبه

المختلفة للوصول للصورة واضحة لمدي قدرة مصر علي الوفاء بالتزاماتها، وسوف يتم ذلك من خلال، الآتي:

أ- دراسة تحليلية تطور الدين الخارجي المصري خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٢٢).

ب- تحليل أهم مؤشرات الدين الخارجي خلال تلك الفترة.

ج- تقدير أهم العوامل التي تؤثر في الدين الخارجي.

د- دراسة مدي فاعلية أدوات السياسة النقدية بالاقتصاد المصري.

#### ٧- الدراسات السابقة والفجوة البحثية:

تم تناول الدراسات السابقة، من خلال محورين، الأول يتعلق بدراسات عن الدين الخارجي، والثاني يتعلق بدراسات عن السياسة النقدية، كالآتي:

#### المحور الأول: دراسات تتعلق بالدين الخارجي:

الدراسة الأولى: (محمد: ٢٠٢٤):

#### "قياس العلاقة التبادلية بين الدين لخارجي وسعر الصرف":

هدف البحث إلي قياس العلاقة التبادلية بين أسعار الصرف وحجم الدين الخارجي خلال الفترة (١٩٩١-٢٠٢٢)، وباستخدام أسلوب المربعات الصغرى الثلاثة مراحل (3SLS) لتقدير النموذج الآن، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة تبادلية عكسية بين سعر الصرف ومستوي الدين الخارجي، فزيادة الدين الخارجي بنسبة ١% من الناتج سيؤدي لزيادة سعر الصرف الرسمي بمقدار ١.٣٢ جنيه لكل دولار في المتوسط، وفي المقابل، يؤدي ارتفاع سعر الصرف بجنيه واحد إلى انخفاض الدين الخارجي بنسبة ٠.٨% من إجمالي الناتج المحلي في المتوسط بالأجل الطويل، أي أن زيادة الدين الخارجي ستؤدي إلي زيادة تكلفة خدمة الدين من أقساط وفوائد سنوية، مما يزيد من الضغوط على عرض العملة الأجنبية المتوفرة بمصر، ويؤدي إلي زيادة العجز بين عرض العملة الأجنبية والطلب عليها ما يدفع لارتفاع سعر الصرف وانخفاض قيمة الجنيه لتقليل حجم الطلب على العملة الأجنبية، وسيؤدي هذا الارتفاع في سعر الصرف بدوره إلي زيادة عبء الدين الخارجي على الاقتصادي المصري مقوماً بالعملة المحلية، لأن الموازنة العامة ستكون مسئولة عن تدبير موارد

مالية بالجنه أكبر لتحويلها لسداد نفس أقساط الدين وفوائده، مما يعني زيادة الضغوط التمويلية على الموازنة العامة، مما يدفع بالحكومة إلى تقليل اعتمادها على التمويل بالدين الخارجي بقدر الإمكان لتقليل هذه الضغوط التمويلية، وهكذا تستمر العلاقة التبادلية للوصول إلى وضع توازني بين المتغيرين.

وعليه أوصي البحث بضرورة الحد من القروض الخارجية، واستخدامها في المشروعات الإنتاجية، حتي تسهم في سداد أقساطها وفوائدها، والحد من أعبائها، وبعدم اللجوء إلى القروض الخارجية مرتفعة الفائدة، والعمل علي استقرار سعر الصرف للحفاظ علي القدرة التنافسية للصادرات المصرية.

#### الدراسة الثانية: (محمد: ٢٠٢١):

##### "أثر الدين الخارجي على النمو الاقتصادي في مصر ١٩٩٤-٢٠١٨":

سعت الدراسة إلي قياس أثر الدين الخارجي على النمو الاقتصادي في مصر، وأشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية معنوية سالبة بين كل من نسبة الدين الخارجي إلى الناتج القومي والنمو الاقتصادي وذلك في الأجلين القصير والطويل، وذلك بسبب وجود فرضيات تراكم الدين وأثر المزاحمة للدين الخارجي، والتي تقضي بأن ارتفاع رصيد الدين زاحم الاستثمار الخاص، وبالتالي أثر بالسلب علي النمو الاقتصادي، كما تعكس الإشارة السالبة أيضاً عدم توجيه الدين الخارجي إلى استثمارات تدر عائد يغطي عبء الدين.

#### الدراسة الثالثة: (منال: ٢٠٢٠):

##### "أثر الدين الخارجي علي النمو الاقتصادي في مصر دراسة قياسية":

هدفت الدراسة إلى تناول أثر الدين الخارجي على النمو الاقتصادي في مصر، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي لارتفاع حجم الدين الخارجي على الناتج المحلي وعلي الصادرات والاحتياطي النقدي ومستوى الأسعار، ومعظم القروض الخارجية ضارة بالاقتصاد، لأنها قصيرة ومتوسطة الأجل ومرتفعة التكلفة.

#### الدراسة الرابعة: (مازن: ٢٠١٦):

"قياس أثر التمويل الخارجي على النمو الاقتصادي في الأردن دراسة قياسية تحليلية":

سعت الدراسة إلى التعرف على أثر التمويل الخارجي ممثلاً في القروض والاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في الأردن، وتوصلت الدراسة إلى أن القروض الأجنبية والاستثمار الأجنبي المباشر لم يؤثرًا على النمو الاقتصادي، وذلك بسبب استخدام هذه القروض في مشاريع غير إنتاجية، وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بالموارد المتاحة، وضرورة تحفيز الإدخار للأفراد والمؤسسات.

#### الدراسة الخامسة: (Hadbek.Mrad: 2014):

##### "Debt and Economic Growth":

هدفت الدراسة توضيح تأثير الديون علي النمو الاقتصادي في تسع عشرة دولة منها مصر علي مدى ٢١ عاماً ابتداء من عام ١٩٩٠، وتوصلت الدراسة إلي إن الدين الخارجي يؤثر سلباً علي النمو الاقتصادي من خلال تأثيره السلبي علي الاستثمار.

#### الدراسة السادسة: (Musedu Sichula:2012):

##### "Debt overhang and Economci Growth in HEPC Countries"

سعت هذه الدراسة إلي توضيح العلاقة بين تراكم الديون وعلاقتها بالنمو الاقتصادي في الدول المثقلة بالديون، وتوصلت إلي إن هناك علاقة إيجابية بين الديون الخارجية والنواتج المحلي الإجمالي.

#### الدراسة السابعة: (شاهين، ٢٠١٢):

##### "أثر الديون الخارجية علي النمو الاقتصادي :

هدفت إلي التعرف علي ماهية القروض الخارجية وخصائصها وأنواعها والأسباب المؤدي لها وكذلك معرفة الآثار الناجمة عن الدين الخارجي، وخلصت الدراسة إلي أن السبب الرئيسي لزيادة الدين الخارجي يرجع أساساً إلي العجز الداخلي للاقتصاد .

## الدراسة الثامنة: (Alma Incia and.2011):

### "The Dynamic implications of Debt Relief for low income countries":

هدفت هذه الدراسة إلى مناقشة الآثار المترتبة على تخفيف عبء الديون في الدول الأقل دخلاً، وذلك من خلال استعراض عدة بنود للوصول إلى نتائج، وقدم نموذجاً اقتصادياً لفحص آثار الديون واستعرض نتائج المحاكاة وفقاً لعناصر النموذج الاقتصادي، وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة الدين المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي تكون منخفضة إذا كانت هناك سياسة لتخفيف الدين وهو ما ترتب عليه انخفاض نسبة الاستثمار إلى الدخل المتاح.

### المحور الثاني: دراسات تتعلق بالسياسة النقدية:

#### الدراسة الأولى: (مني: ٢٠١٩):

#### "أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في ماليزيا":

سعت الدراسة إلى بيان أثر تغير سعر الفائدة على النمو الاقتصادي في ماليزيا، وتتمثل فروض الدراسة في محاولة اختبار صحة الفرضية الآتية: توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين أهم أدوات السياسة النقدية (سعر الفائدة) وبين معدل النمو الاقتصادي في ماليزيا؟، وتتمثل أهمية الدراسة من المساهمات العلمية التي تقدمها لأنها تتناول واحدة من فروع السياسات الاقتصادية الهامة والتي لها تأثير كبير على النشاط الاقتصادي بشكل عام، خاصة بعد الهزات العنيفة التي ضربت أركان النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي لا يزال يتشبث بهذه الأداة ويعتبرها أحد أهم الركائز التي يقوم عليها، واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي فيما يتعلق بتحليل ودراسة البيانات المتعلقة بموضوع الدراسة خاصة فيما يتعلق بالتطورات الحاصلة في العلاقات السياسية والاقتصادية أو دراسة البيانات الاقتصادية، وتبين من التحليل القياسي صحة فرضية الدراسة، وأوصت الدراسة بضرورة العمل على استقرار السياسة النقدية، وأدواتها لما لها من آثار مباشرة على الاقتصاد الماليزي، وخاصة على المدخرات والاستثمار، لأنها عنصر من عناصر التكاليف، وضرورة

الإصلاح الضريبي وتطوير أسواق المال، والاتجاه نحو اقتصاديات السوق، وتشجيع القطاع الخاص، واستقرار سعر الصرف للعملة.

#### الدراسة الثانية: (Kamaan. 2014) :

هدفت الدراسة إلى معرفة تأثير السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في كينيا، وتتبع أهمية الدراسة من أنها توضح كيف أن للتغيرات في السياسة النقدية أثر على إجراءات السياسات الاقتصادية مثل الإنتاج والتضخم، واتبعت الدراسة المنهج الكمي لدراسة تأثير السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في كينيا، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن السياسة النقدية للدولة يجب أن تكون فعالة، وتوصلت إلى أن النمو الاقتصادي لا يستجيب لصدمة السياسة النقدية في كينيا، وهناك عوامل أخرى تؤثر على النمو الاقتصادي.

#### الدراسة الثالثة: (وليد: ٢٠١٤):

" التحليل الكمي لأثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي دراسة تطبيقية على الاقتصاد الجزائري "

تناولت هذه الدراسة أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي وهي دراسة تطبيقية علي دولة الجزائر باستخدام المنهج الكمي باستخدام الأساليب القياسية الحديثة والسلاسل الزمنية، وتوصلت الدراسة إلى أنه من خلال استخدام اختبار التكامل المشترك، توجد علاقة توازنه طويلة الأجل بين مؤشرات السياسة النقدية والناتج المحلي الإجمالي، وأن هناك علاقة سببية بين M1 و M2 والناتج المحلي الإجمالي.

#### الدراسة الرابعة: (راتول وكروش: ٢٠١٤):

"تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق المربع السحري لكالدور في الجزائر خلال (٢٠٠٠-٢٠١٠)" :

كما تناولت تقييم أثر السياسة النقدية في تحقيق المربع السحري لكالدور في الجزائر، ومن خلال استخدام المنهج الكمي توصلت هذه الدراسة أن السياسة النقدية في الجزائر خلال (٢٠٠٠ - ٢٠١٠) لم تفلح في تحقيق مثالية متغيرات الاقتصاد الكلي باستثناء المحافظة على استقرار مستوى الأسعار في حدود دنيا.

#### الدراسة الخامسة: (الهلي نور الدين: ٢٠١٣):

" العلاقة بين التغيرات في أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة في البورصة: كانت مشكلة هذه الدراسة " إلى أي مدى تؤثر تغيرات أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة في البورصة، حيث هدفت إلى توضيح الآثار الناجمة عن تغير أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة الإقتصادية، وتحديد العلاقة بين أسعار الفائدة وتكلفة رأس المال، وقد استخدمنا الطالب المنهج الوصفي في الجانب النظري، والمنهج التجريبي في الجانب التطبيقي، والذي تم في سوق باريس المالي خلال (٢٠٠٧-٢٠١٢) على عينة موزعة على مجموعة من القطاعات هي الصحة، الخدمات العمومية، السلع، الصناعة، التكنولوجيا.

وخلصت الدراسة إلى أن أسعار الفائدة تؤثر إيجابيا وسلبيا على أسعار الأسهم وذلك حسب القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، كما تبين وجود علاقة معنوية بين تغير أسعار الفائدة وقيمة المؤسسة.

#### الدراسة السادسة: (Tejvanpettinger، 2013):

##### " Effect of Lower Interest rates:"

تناولت الدراسة تحليل الانخفاض في أسعار الفائدة والاقتراض والذي يؤدي انخفاض أسعار الفائدة الي زياده الاقتراض لأنه سوف يكون أرخص ويشجع والاستثمار وبالتالي الطلب الكلي.

#### الدراسة السابعة: (Emam.2012) :

تناولت هذه الدراسة تطور الأوضاع الاقتصادية في مصر بعد ثورة ٢٥ يناير والتحديات التي واجهت واضعو السياسة النقدية خلال هذه الفترة، على الرغم من وجود مشاكل اقتصادية قبل الثورة إلا أنه كان يوجد معدلات نمو اقتصادي سريعة تخفف من حدة هذه المشاكل وأصبح مطلوب وجود برنامج إصلاح شامل لتصحيح الاختلالات الهيكلية بعد الثورة بدلاً من الحلول قصيرة الأجل.

### الدراسة الثامنة: (محمد: ٢٠١٢):

"أثر تغيرات سعر الفائدة على فاعلية سوق الأوراق المالية مع إشارة خاصة لماليزيا":

وهدف هذه الدراسة إلى بحث العلاقة بين سعر الفائدة وسوق الأوراق المالية في الاقتصاد الماليزي، وذلك من خلال السعي نحو التعرف على طبيعة وواقع سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الماليزي، ومحاولة دراسة أثر تغيرات سعر الفائدة على الودائع كأحد متغيرات السياسة النقدية غير المباشرة (كمتغير مستقل) على متغيرات سوق الأوراق المالية الماليزي (كمتغيرات تابعة). وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي سلبي لتغيرات سعر الفائدة على مؤشرات سوق الإصدار ومؤشرات سوق التداول ورأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول السنوي ومعدل دوران الأسهم والمؤشر العام لسوق المال.

### الدراسة التاسعة: (Rania Abdelmoniem Mohamed Rageh، 2010):

**Interest rate rule for the conduct of monetary policy : Analysis for Egypt"**

كان الهدف الأساسي من هذه الدراسة هو اكتشاف صلاحيه استخدام معامل تايلور باعتبارها قاعدة مهمة لتطبيق السياسة النقدية في ماليزيا وهذه الدراسة تعمل من خلال محورين رئيسيين، هما التحليل النقدي والتحليل النظري لاستخدام سعر الفائدة لتطبيق السياسه النقدية.

### تعقيب علي الدراسات السابقة والفجوة البحثية:

أ- أوجه التشابه مع الدراسات السابقة: تناولت عدد من الدراسات السابقة أثر السياسة النقدية علي بعض المتغيرات الاقتصادية، ومنها النمو الاقتصادي والتضخم، وتشبه الدراسة الحالية في تناول السياسة النقدية.

ب- أوجه الاختلاف (الفجوة البحثية): لم تتناول أي من الدراسات السابقة دور السياسة النقدية في الحد من الدين الخارجي، وهذا ما تم تناوله في هذا البحث.

## ٨- منهجية البحث:

اعتمد البحث علي المنهج الاستقرائي والمنهج القياسي، حيث يُعتمد علي المنهج الاستقرائي لبناء الإطار النظري للدراسة، واستخدمت الدراسة نموذج قياسياً لتحديد العلاقة بين أدوات السياسة النقدية حجم الدين الخارجي، وتم الإعتماد علي النموذج التالي لتقدير العلاقة بين متغيرات البحث:

$$Y = a_0 + a_1X_1 + \dots + a_5X_5$$

$X_1$ : سعر الفائدة علي القروض.

$X_2$ : سعر الفائدة علي الودائع.

$X_3$ : الإحتياطي النقدي.

$X_4$ : المعروض النقدي.

$X_5$ : سعر الصرف.

٩- خطة البحث: تم تناول هذا البحث، من خلال المحاور التالية:

**المحور الأول:** الإطار النظري للسياسة النقدية والديون الخارجية.

**المحور الثاني:** تحليل تطور أدوات السياسة النقدية والديون الخارجية في مصر.

**المحور الثالث:** قياس أثر السياسة النقدية علي الدين الخارجي في مصر.

### المحور الأول

#### الإطار النظري للسياسة النقدية والديون الخارجية

إحدى مكونات السياسة الاقتصادية للدولة هي السياسة النقدية والتي تشتمل علي جميع القرارات والإجراءات النقدية – بصرف النظر إذا كانت ذات أهداف نقدية أم لا- لإدارة التوسع والانكماش في حجم النقود والتحكم في عرض النقود للتأثير علي المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الادخار والاستهلاك والعمالة.... إلخ، وتهدف السياسة النقدية للتأثير علي النشاط الاقتصادي والمحافظة علي استقراره والحد من مشكلة التقلبات الاقتصادية التي تصاحب التضخم، والركود، لتحقيق أهداف معينة، وتوجد سياسة نقدية انكماشية حينما تسعى إلى تخفيض التضخم من خلال زيادة أسعار الفائدة وخفض عرض النقود، والعكس.

وعليه سيتم تناول هذا المحور، من خلال النقاط التالية:

**أولاً: الإطار النظري للسياسة النقدية:**

**١- مفهوم وأهداف السياسة النقدية:**

**١-١- مفهوم السياسة النقدية:**

السياسة النقدية " هي عملية استخدام مجموعة من الأدوات والسياسات الهادفة إلى التأثير على المعروض النقدي بشكل خاص، والأداء الاقتصادي بشكل عام، وتمثل أيضاً الإجراءات المعتمدة من الحكومة، أو السلطة النقدية لإدارة عرض النقود وسعر الفائدة".

**١-٢- أهداف السياسة النقدية**

تتمثل أهم هذه الأهداف في النقاط الآتية:

**أ- الحفاظ على المستوى العام للأسعار:** حيث تعد التغيرات الكبيرة في الأسعار من العوامل التي تؤثر سلباً في الأداء الاقتصادي، ويمكن من خلال إتباع سياسة نقدية سليمة المساهمة في تحقيق الاستقرار في مستويات الأسعار بصفة عامة، ويترتب على ذلك تحقيق استقرار سعر الصرف الأجنبي لعملة الدولة.

استقرار سوق الصرف الأجنبي: تعمل السياسة النقدية علي زيادة معدل نمو التوظيف والتشغيل، وذلك من خلال تبني السياسات والإجراءات النقدية التي تساهم في تحفيز الإنتاج والاستثمار، وتلعب السياسة النقدية دور هام في توجيه الائتمان المصرفي وحشد المدخرات.

**ب- دعم استقرار سوق المال وجذب الاستثمارات:** لقد أثبتت الأزمات المالية التي مرت بها دول العالم حجم الآثار السلبية الناتجة عنها؛ والتي تؤدي غالباً إلى إعاقة الأسواق المالية عن القيام بوظيفتها الأساسية وهي تحويل الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين؛ وبالتالي ضعف فرص الاستثمار؛ لذلك أصبح مهم جداً للبنك المركزي الحفاظ على استقرار أسواق المال.

## ٢- السياسة النقدية في الفكر الاقتصادي:

### ٢-١- السياسة النقدية في النظرية الكلاسيكية:

أعطى الكلاسيك أهمية كبيرة للسياسة النقدية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي خاصة في مواجهة التضخم؛ حيث يري الكلاسيك أن التغير في المعروض النقدي هو المحدد الأساسي للتغير في الإنفاق الكلي؛ مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة وإعادة توزيع الأرصدة النقدية. افترض الكلاسيك زيادة نمو كمية النقود بصورة مستمرة حتى الوصول إلى المعدل المستهدف، وأشار الكلاسيك إلى عدم أهمية السياسات الاقتصادية الأخرى وخاصة السياسة المالية التي لا ينتج عنها سوى إعادة توزيع الموارد بين القطاعات المختلفة، بحيث لا تؤثر على الدخل إلا من خلال ما تحدد من تأثير على الكمية النقدية.

### ٢-٢- السياسة النقدية في النظرية الكينزية:

أضعف الكينزيون من دور وأهمية السياسة النقدية في تحريك النشاط الاقتصادي في الدول النامية، ورأوا أن تأثيرها يقتصر على الإنفاق الكلي من خلال التأثير الضعيف لأسعار الفائدة؛ حيث ينتج غالباً عن ضعف نطاق الأسواق المالية في هذه الدول وعدم تنوع الاصول المالية كالأسهم والسندات وأذون الخزانة. واستطاع كينز أن يدخل فكرة جديدة تقول: "إن النقود كما تطلب من أجل المبادلات والاحتياط فإنها قد تطلب لذاتها وسمى هذا النوع من الطلب على النقود (دافع المضاربة) أو (تفضيل السيولة)، وبناء على ذلك قال أن المستوى العام للأسعار (التضخم) يرتبط بعامل العرض الكلي والطلب الكلي، وقال أن التشغيل الجزئي هو الحالة الطبيعية للاقتصاد، وأن كمية النقود لا تعتبر هي المحدد الأساسي للطلب، بل يتحدد الطلب بمستوى الدخل الذي يحدد قدرة الأفراد على الإنفاق.

### ثانياً: الإطار النظري للديون الخارجية:

١- مفهوم القروض الخارجية: هي أموال تقتترضها دولة ما، وتزيد مدتها عن سنة، ويتم دفعها بالعملات الأجنبية أو بتصدير سلع وخدمات إليها، ويكون الدفع إما عن

طريق الحكومة أو أحد هيئاتها الرسمية أو عن طريق الهيئات العامة الرسمية الضامنة.

## ٢- أقسام القروض الخارجية:

تقسم القروض الخارجية من حيث فترة السداد وطبيعة إستخدامها، وشروطها، ومصادرها، كالآتي:

أ- حسب مدة السداد: تُقسم إلي ثلاثة أنواع، هي: قروض طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل.

ب- حسب طبيعة الإستخدام: تنقسم إلي ثلاثة أنواع، هي اقتصادية واستهلاكية وعسكرية.

ج- حسب المصدر: تنقسم إلي نوعين، وهما: قروض رسمية وقروض خاصة.

د- حسب شروط تقديمها: تُقسم إلي: قروض ميسرة: هي قروض تتميز بطول فترة الاستحقاق ووجود فترة سماح وإنخفاض معدل الفائدة عليها، وقروض صعبة، هي قروض تتميز بارتفاع معدل الفائدة عليها، وانخفاض فترة الاستحقاق وفترة السماح، حيث أنها تقرض بشروط تجارية.

## ٣- الآثار السلبية للقروض الخارجية:

تتفاوت الآثار السلبية للديون الخارجية من دولة إلى أخرى بسبب الإختلاف بين الدول من حيث حجم الديون نفسها، ودرجة تنوعها وشروطها، وتتمثل أهم الآثار، في الآتي:

### ٣-١- الأثر السلبي على النمو الاقتصادي :

عند إرتفاع حجم الديون فإن المستثمرين يقللون توقعاتهم في العوائد وذلك بسبب توقع زيادة الضرائب من أجل دفع الديون، وهذا سيثبط المستثمرين المحليين والأجانب من ثم يثبط تراكم رأس المال، كما أن المستثمرين في الدول ذات المديونية العالية يتراجعون عن قراراتهم الاستثمارية بسبب عدم التأكد من أي جزء من الديون سيتم دفعه بموارد الدولة، فإذا كان جزء كبير من إيرادات الصادرات سيستخدم لخدمة الدين الخارجي فسيبقى جزء قليل متاح للاستثمار والنمو الاقتصادي.

وتؤثر الديون المرتفعة بالسلب على النمو الاقتصادي عن طريق تقليل إنتاجية عناصر الإنتاج، إذا توقعت الحكومة أن العوائد المستقبلية من زيادة الإنتاج ستذهب للدائن الأجنبي، ومن ثم فإن السياسات الضعيفة المتخذة ستؤثر على الاستثمار والإنتاجية، كما سيؤدي عدم الاستقرار وعدم التأكد المستقبلي بسبب زيادة الديون إلى خفض المستوى الفني أو الاستخدام غير الأمثل للموارد.

كما تؤثر الديون بطريقة غير مباشرة على النمو الاقتصادي بالتأثير السلبي لخدمات الديون على الإنفاق العام والتي تشمل الخدمات الاجتماعية والصحية والتعليمية، مما يؤثر سلباً على رأس المال البشري.

### ٣-٢- الأثر السلبي على الصادرات:

يأتي الأثر السلبي للدين الخارجي على الصادرات فيما يتعلق بخدمة الدين والتي تعتبر في الحقيقة اقتطاع من حصيلة وأصل القرض ليرتد ويدفع ثانية للدائنين، فمع ارتفاع هذا العبء يزداد الضغط على فائض ميزان المدفوعات، وارتفاع نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي، ومن ثم ستدفع ارتفاع نسبة خدمة الدين القطاعات الاقتصادية الداخلية لتحويل الأموال إلى الخارج بدلاً من ادخارها بسبب التخوف المستقبلي من خدمه هذا الدين، وبالتالي حرمان هذه القطاعات من جزء من الاستثمار والذي كان سيوجه إليها.

### ٣-٣- الأثر السلبي على المدخرات المحلية:

يرجع أثر الدين الخارجي على المدخرات المحلية إلى اعتبار أن الأعباء الناجمة من خدمة الدين المتمثلة في مدفوعات الدين تستقطع جزءاً من الدخل في صورة تسربات لا يستفيد منها هذا الدخل القومي، بل تعتبر جزءاً من استهلاك الدخل وبالتالي يضغط هذا العبء المدخرات الإجمالية ويحرم أهم عنصر من عناصر الاقتصاد ألا وهو الاستثمار من الاستفادة منه، ومن الضروري الربط بين مسألة الادخار والحصول على الأموال لاستثمارها (الاقتراض) من جهة وسعر الفائدة على تلك الأموال من جهة أخرى، فالحصول على القرض الخارجي المصحوب بأسعار فائدة عالية سيضعف من الكفاية الحدية لرأس المال، والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض

الطلب علي رأس المال وهذا يتعارض مع مقتضيات التنمية المدخرات المحلية، بمعنى أن الادخار سيتأثر باتجاه إيجابي تارة في حالة ارتفاع أسعار الفائدة لكنه في نفس الوقت سيرفع من قدرة الدولة علي الوفاء بالالتزامات المستحقة عليها للخارج وسيؤثر سلباً علي الاقتصاد المحلي، لكن درجة التأثير تعتمد بالدرجة الأولى علي أيهما يتغير أكثر الكفاية الحدية أم سعر الفائدة وحينها يتم قياس إثرة علي الاقتصاد.

### ٣-٤- الأثر علي التضخم:

تؤكد العديد من الدراسات علي وجود علاقة وثيقة بين المديونية الخارجية والارتفاع الكبير في الأسعار بالدول المدينة، بالتالي إن تزايد المديونية الخارجية لهذه الدول يمكن أن يفسر جزئياً الارتفاع الكبير في المستوى العام للأسعار على اعتبار أن هناك عوامل موضوعية أخرى مثل الاختلال الهيكلي والسياسات النقدية والمالية التوسعية. التي تعتبر من العوامل المفسرة لظاهرة التضخم، والعلاقة بين الديون الخارجية والتضخم، وتتمثل فيما يلي:

✓ ترتفع الأسعار عند البدء في عملية سداد خدمات الدين الخارجي، وخاصة إذا كانت المشروعات التي تم تمويلها عن طريق القروض الأجنبية لا تعمل بطاقتها القصوى وهو شائع في الدول النامية.

✓ معظم القروض مشروطة بعملية توريد سلع نصف مصنعة أو سلع رأسمالية من البلد المقرض، فإن مختلف الدراسات والتقارير تؤكد أن أسعار هذه المنتجات في بعض الأحيان زادت بأكثر من ١٠٠%. على اعتبار أن المورد يجد نفسه في حالة احتكار مما يؤدي إلي انخفاض القوة الشرائية للقرض.

✓ سيؤدي ضعف القدرة الاستيرادية للدولة بسبب ارتفاع خدمة الديون الخارجية إلي ارتفاع أسعار السلع الضرورية وصيانة وتجديد وسائل الإنتاج، حيث يؤدي إلي خفض عرض السلع ومن ثم ارتفاع الأسعار.

وعلي ما سبق، فمع زيادة أعباء الدين الخارجي. فإن ذلك سيؤدي إلي صعوبات في تمويل الواردات الضرورية الاستهلاكية والوسيلة والاستثمارية. بالإضافة إلي صعوبات الحصول على قروض جديدة بسبب اهتزاز الثقة في القدرة

علي الدفع، وبتدهور مستوى الإستهلاك الجاري و بنقص عرض السلع ترتفع الأسعار وتتعطل الطاقات الإنتاجية وتزايد معدلات البطالة مع تراجع معدلات النمو الاقتصادي وتدهور وضع الحساب الجاري لميزان المدفوعات وتدني سعر الصرف للعملة الوطنية، وهكذا يسهم تدني المتغيرات الاقتصادية إلي تعرض النظام الإجتماعي لإضطرابات وضغوط داخلية خطيرة.

#### ٤- أسباب إرتفاع حجم الديون الخارجية في الدول النامية:

توجد أسباب داخلية وأخرى خارجية لزيادة حجم الدون الخارجية في الدول النامية، وهي كالآتي:

##### ٤-١- الأسباب الداخلية:

هي تشكل مسؤولية الدول المدينة في تفاقم أزمة المديونية فيها، وأهمها:  
أ- قصور السياسات السليمة لعملية التنمية: توضح تجارب التنمية للدول النامية فشلها، لأن هذه الدول اتبعت عامة منهجاً خاصاً في التصنيع من غير مراعاة الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية فيها.

ب- ضالة حجم المدخرات المحلية : إن الخطأ الفادح الذي وقعت فيه الدول النامية هو استعانتها بالقروض الخارجية من التمويل برامج تنميتها، فكانت تنتظر إلي الاقتراض خارجي كبديل للدخار المحلي مما أدى لتقاعسها عن تعبئة مواردها المحلية.

ج- سوء إدارة الدين العام: إن أزمة المديونية تفاقم بسبب سوء الإدارة لهذه الديون والاستخدام غير الرشيد للأموال التي تتلقاها الدول النامية، وعدم وجود جهاز منظم يتولى الإشراف على عمليات الاقتراض والرقابة عليها، فإذا ما قمنا بمقارنة بين توظيف الأموال الأجنبية في الدول الرأسمالية وبين توظيفها في الدول النامية يلاحظ أن الأولى ركزت على استيراد المواد الخام الأولية ذات الأسعار المنخفضة وقامت بتصدير السلع ذات الأسعار المرتفعة، لتنتقل في مرحلة لاحقة إلي تصدير رأس المال الأجنبي إلي الدول النامية، فقد أدركت أن الدول النامية تعتبر أرضية خصبة لاستثماراتها، أما الدول النامية فقد ركزت على استيراد السلع الاستهلاكية والرأسمالية ذات الأسعار المرتفعة ووصدرت مواردها الطبيعية بأسعار منخفضة.

د- **عدم فعالية السياسة الضريبية:** عندما لا تستطيع الدولة زيادة الضرائب أو فرض ضرائب جديدة لتمويل النفقات العامة وذلك أما لأنها قد وصلت إلى حدها الأقصى بحيث لا يصح للدولة بعده أن تلجأ إلى مزيد من الضرائب وإلا أدى إلى تدهور النشاط الاقتصادي ومستوى المعيشة أو لأنها قد يترتب عن زيادتها ردود فعل سياسية أو اقتصادية خطيرة .

ه- **العجز المتزايد في ميزان المدفوعات :** الدول النامية تدور في حلقة دائرية مفرغة، فأزمة النمو فيها تنتج حالة من الركود مصحوبة بموجة تضخمية حادة، ينعكس التضخم بدوره في تردي شروط التبادل التجاري مع الخارج وهذا يزيد عجز ميزان المدفوعات ويدفع إلى مزيد من الاستدانة.

و- **هروب الأموال إلى الخارج:** انتشرت ظاهرة هروب الأموال الوطنية إلى الخارج في معظم الدول النامية بسبب الفساد الإداري وعدم الاستقرار السياسي واستغلال النفوذ، في الوقت الذي كانت فيه سياسة الإقراض على قدم وساق لسد الفجوة التمويلية للمشروعات التنموية، وقد نجم عن هذا الفساد نهب جانب كبير من القروض الخارجية وتهريبها إلى الخارج لحساب أصحاب النفوذ والسلطة، مما أدى لتراكم الديون.

ز- **التضخم المحلي وتدهور أسعار الصرف :** يصاحب الديون الخارجية موجات تضخمية حادة، مما يؤثر سلباً على ميزان المدفوعات، ويضعف القدرة التنافسية لصادرات الدولة في السوق الدولي من ناحية. ويضغط على سعر الصرف العملة المحلية وتندهور قيمتها أمام العملات الأجنبية.

ح- **زيادة الإنفاق العسكري:** تسابقت الدول النامية بعد استقلالها على التسلح، وأدى الإفراط في سباق التسلح إلى لجوء الدول النامية إلى الاقتراض، ولا يدر هذا الإنفاق فوائض مالية تُستخدم في سداد الدين.

#### ٤-٢- الأسباب الخارجية:

تمثل مسؤولية الدائنين في تفاقم أزمة المديونية في الدول النامية، وهي:

أ- **تدهور شروط التبادل التجاري الدولي:** إن التدهور في شروط التبادل التجاري الدولي بين السلع التي تصدرها دول العالم المدينه والمنتجات الصناعية وغير

الصناعية التي تستورد من الدول المتقدمة، يعتبر أحد العوامل الأساسية التي أسهمت بشكل واضح في تأزم قضية المديونية الخارجية للدول النامية، حيث يتمثل هذا التدهور في نسبة صادرات الدول النامية إلى أسعار السلع التي تستوردها من الدول المتقدمة، ويؤدي بشكل مباشر إلى زيادة العجز في ميزان مدفوعات الدول المدينة، ومن ثم يزيد الميل للاستدانة. من ناحية أخرى ويؤدي أيضا إلى إضعاف قدرة هذه الدول عن الوفاء بأعباء ديونها الخارجية).

**ب- الركود التضخمي السائد في معظم الدول الرأسمالية:** نظرا لاندماج معظم الدول النامية في النظام الاقتصادي العالمي وتبعيتها له تجارياً وغذائياً ونقدياً وتكنولوجيا فضلاً عن التبعية العسكرية والسياسة، فإن ما يحدث في هذا النظام من تقلبات وأزمات يؤثر تلقائياً في الأوضاع الاقتصادية لهذه الدول، ومنذ بداية الثمانينات أفرزت السياسات الانكماشية التي طبقتها معظم الدول الرأسمالية الصناعية حالة من الركود الاقتصادي مصحوبة بالتضخم (الركود التضخمي) والذي أثر كثيراً في الأوضاع المالية وانخفاض حجم العملات الأجنبية فيها، وفي الوقت الذي تزايدت فيه مدفوعات خدمة الدين.

**ج- ارتفاع أسعار الفائدة:** كان للارتفاع الشديد الذي طرأ على أسعار الفائدة في أسواق المال الدولية دوراً حاسماً في إستفحال أزمة المديونية، إذ تجاوزت الفوائد المدفوعة في العديد من البلدان قيمة التمويل وأصبح بند خدمة الدين يمثل نصيباً هاماً من صافي الديون ويستحوذ على مبالغ كبيرة من النقد الأجنبي.

## ٥- الدين الخارجي في النظرية الاقتصادية:

**أ- نظرية الفجوة المزدوجة:** فالتنمية هي وظيفة للاستثمار، وأن الاستثمار هو نتاج للمدخرات، التي لا تكون غالباً كافية لتمويل التنمية، وعليه تتبنى الحكومة استراتيجيات للحصول على التمويل الذي يمكن استثماره من الخارج، كما يجب زيادة الموارد المحلية من الخارج، عن طريق زيادة الصادرات.

وينتهي تحليل نظرية الفجوة المزدوجة إلى أنه إذا كان المدخر المحلي المتاح أقل من المستوى المطلوب لتحقيق معدل النمو المستهدف، فهناك فجوة بين

الاستثمارات والمدخرات، وبالتالي يتم الاقتراض، وبالمثل إذا كان الحد الأقصى لمتطلبات الاستيراد اللازمة للتنمية أكبر من الحد الأقصى الممكن للتصدير، فهناك فجوة في بين الصادرات والواردات.

**ب- نظرية الإفراط في الدين:** إذا تجاوز مستوى الدين قدرة الدولة على السداد مستقبلاً، فمن المتوقع أن تفوق خدمة الدين المتنامية مستوى إنتاج الدولة، ولذلك ولذا ترفض الدولة بعض تأثيرات هذا النوع من القروض، مما يقلل من قدرة الاقتصاد ويزيد من الاعتماد على القروض الخارجية.

### المحور الثاني

#### تحليل تطور أدوات السياسة النقدية والديون الخارجية في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٢٢)

مر الاقتصاد المصري بتقلبات اقتصادية كبيرة قبل الإصلاح الاقتصادي وبعد الإصلاح من بداية تسعينيات القرن الماضي وحتى، وتغيرت علي غرها المتغيرات الاقتصادية الكلية، ومنها الديون الخارجية، مما استلزم تغيير في السياسات النقدية والمالية والمتبعة، وهذا ما سيتم تناوله في النقاط التالية:

**أولاً: تحليل تطور هيكل السياسة النقدية في مصر:**

#### ١- ملامح السياسة النقدية في فترة ما قبل الإصلاح الاقتصادي (١٩٨٠-١٩٩٠):

قامت مصر منذ عقد الثمانينات من القرن العشرين في تنفيذ برنامج شامل للإصلاح الاقتصادي، وإحداث تغيير جذري في أسلوب إدارة الاقتصاد المصري، والتي ارتكزت بصفة أساسية علي تبني أسلوب التوجيه والتخطيط المركزي، وعدم الاعتماد على قوتي السوق ومؤشراته وملكية الدولة للغالبية العظمى من وسائل وأدوات الإنتاج لمختلف الأنشطة، وتعد الأسباب الأساسية لتنفيذ هذا البرنامج هي حالة عدم استقرار في الوضع الاقتصادي والاختلال في التوازن الداخلي والخارجي التي عانى منها الاقتصاد المصري في النصف الثاني من الثمانينات، حيث بلغت نسبة عجز الموازنة العامة للدولة في المتوسط نحو ١٥% من الناتج المحلي الاجمالي، وزادت معدل التضخم عن ٢٠%، وصاحب ذلك توسع نقدي كبير، فقد ارتفعت

السيولة المحلية بما يقرب من ١٨%، فضلاً عن تزايد المديونية التي تخطت نسبة الـ ١٠٠% من إجمالي الناتج المحلي وبلغ خدمة أعباؤه نحو ٤٧% من إيرادات الميزان التجاري.

## ٢- تطور السياسة النقدية في مصر خلال فترة الإصلاح الاقتصادي (١٩٩١-١٩٩٦):

مع بداية عام ١٩٩١ وقّعت مصر إتفاق مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي؛ لتخفيف حدة الاختلالات الهيكلية التي كان يعاني منها الاقتصاد المصري، وعرفت تلك الإتفاقيات ببرنامج الإصلاح والتكيف الهيكلي، ففي السنة المالية ١٩٩٠-١٩٩١ كان الاقتصاد المصري علي وشك الانهيار؛ بسبب حرب الخليج، حيث بلغ عجز الموازنة نحو ٢٠% من الناتج المحلي الإجمالي، وبلغت نسبة التضخم ما يقارب ٢٤%، ووصل إجمالي الديون الخارجية إلى ١٥١% من الناتج المحلي، ومثلت خدمتها ما يناهز ٤٥% من قيمة الصادرات، وأصبح الاحتياطي يغطي قيمة الواردات لمدة ثلاثة أسابيع، واتضح أن الاقتصاد المصري يفنقر إلى الفعالية وتطغى عليه تشوهات الأسعار المختلفة وضعف هيكل الموازنات وقدرة محدودة للصادرات غير النفطية.

وفي ضوء الإصلاحات الهيكلية كان من الضروري في المراحل الأولى للإصلاح الاقتصادي، وكان من المستحيل أن تعتمد السياسة النقدية على استخدام الأدوات المباشرة في تحقيق أهدافها؛ ولذلك اعتمد برنامج الإصلاح النقدي على استخدام الأدوات الغير مباشرة في الإصلاح النقدي. قد استقر الأمر على استخدام أذون الخزانة العامة كأداة لتنظيم السياسة النقدية وتفعيل دورها، وكان لأول مرة يتم إدخال أذون الخزانة في تفعيل دور السياسة النقدية، واستخدمت مصر في سوق إصدار هذه الأذون آليات السوق معتمدة على أسلوب المناقصات القائم على أساس قيام المصدر بتحديد قيمة الطرح مع قيام الراغبين في التنافس بتحديد الحصة التي يريدون الاكتتاب فيها، وسعر الفائدة الذي يرغبون في التنافس عليها، وفيما يلي سيتم تناول تطور بعض أدوات السياسة النقدية خلال فترة الإصلاح الاقتصادي:

أ- **نسبة الاحتياطي:** تم خفض نسبة الاحتياطي اعتباراً من ديسمبر ١٩٩٠ لتصبح ١٥% من إجمالي الودائع بالجنيه المصري، وكان تعديل حساب النسبة ليعتمد على المتوسط اليومي لأرصدة البنوك خلال أيام العمل الفعلية كل أسبوع.

ب- **سعر الخصم:** تم ربط سعر الخصم الذي يحدده البنك المركزي المصري باتجاهات أسعار الفائدة على أذون الخزانة العامة لمدة ٩١ يوماً. وتم ممارسة هذه السياسة بنجاح خلال السنوات الأولى لتطبيق برنامج الإصلاح، ولُوْحِظَ اعتباراً من عام ١٩٩٥ بدء فض الارتباط بين هذين المتغيرين؛ حيث انخفضت أسعار الفائدة على أذون الخزانة بينما حدث جمود في سعر الخصم.

ج- **الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص:** خلال هذه الفترة تم إزالة السقوف عن حجم الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص وكان ذلك في أكتوبر ١٩٩٢. فنجد أن هذه النسبة ارتفعت من معدل سنوي يمثل ٢٨% من الناتج الإجمالي خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٩٠ إلى نحو ٤٢% من الناتج الإجمالي خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٠٢، وعكس ذلك ارتفاع مساهمة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي؛ حيث تم السماح للأجانب بالتملك في أغلبية البنوك الخاصة.

د- **سوق الصرف الأجنبي:** كان من الضروري خلال هذه الفترة معالجة التشوهات في سوق الصرف الأجنبي من خلال توحيد الأسواق، والسماح للمؤسسات المالية غير المصرفية بالتواجد في السوق ونتيجة لهذه الرغبة بدءاً من نوفمبر ١٩٩١ تم توحيد أسواق الصرف المتعددة في سوق واحد، وتم السماح بإنشاء شركات للصرافة للتعامل في شراء وبيع العملات الأجنبية مع وحدات الجهاز المصرفي؛ ونتيجة لذلك زادت نسبة المشاركة والمنافسة في سوق الصرف الأجنبي.

وعليه فإن السياسة النقدية التي تم اتباعها خلال هذه الفترة كانت تجربة ناجحة، فكانت السياسة النقدية ذات هدف واضح وساعدتها الظروف الملائمة في بداية التسعينات، حينما تم خفض الدين الخارجي لمصر؛ بسبب موقفها في حرب الخليج، وكان هناك التزام من جانب جميع الجهات بتطبيق هذه السياسة، ولكن تأثرت مصر بالعديد من الأحداث في نهاية فترة التسعينات وكانت أبرز هذه الأحداث، الأزمة

المالية التي تعرضت لها بعض دول جنوب شرق آسيا في منتصف ١٩٩٧؛ حيث أدت تلك الأزمة إلى زيادة التدفقات النقدية بالعملات الأجنبية إلى خارج مصر، ففي العامين الماليين ١٩٩٧/١٩٩٨ و ١٩٩٨/١٩٩٩ بلغ إجمالي التدفق الخارج لاستثمارات الحافظة نحو ٤٢٢ مليون دولار، وأيضاً تعرضت مصر لحادث إرهابي أثر على الاقتصاد في نهاية ١٩٩٧ هو الأمر الذي ترتب عليه تدهور كبير في الدخل السياحي، فبعد أن سجل ميزان المدفوعات المصري في عام ١٩٩٧/ ١٩٩٦ نحو ٣.٦ بليون دولار من دخل السياحة والسفر، انخفضت الموارد في العام التالي إلى ٢.٩ بليون دولار كنتيجة مباشرة لحادث الأقصر.

### ٣- فترة الركود والأزمات الاقتصادية (٢٠٠٣-١٩٩٨):

إن أهداف السياسة النقدية خلال الفترة (١٩٩٧/١٩٩٨-٢٠٠٣/٢٠٠٤) كانت تتمحور حول العمل على تحقيق الاستقرار النقدي، والحفاظ على مستوى ملائم لسعر صرف الجنيه المصري، واستقرار المستوى العام للأسعار، ولكن يلاحظ أن السلطات النقدية لم تستطع تحقيق كل النتائج المرجوة من هذه الأهداف، فالحكومة لم تستطع الحفاظ على مستوى ملائم لسعر الصرف وانتشرت المضاربات على الدولار مما اضطر الحكومة للتدخل بوضع سعر مركزي ثم إلغائه بعد ذلك وتعويم الجنيه؛ مما أدى إلى انخفاض قيمة الجنيه بنحو ٨٦% عام ٢٠٠٤ وذلك مقارنة بما كان عليه عام ١٩٩٧، إلي جانب تدخل الحكومة لإتخاذ بعض القرارات التي قننت استخدام النقد الأجنبي، ومع ذلك حدثت زيادات متوالية في المستوى العام للأسعار وتضاعف معدل التضخم ليصل إلى ١١.١% في نهاية يونيه ٢٠٠٤ رغم انخفاض معدلات التوسع النقدي، وبالتالي لم يتحقق استقرار الأسعار ١٩٩٧، كما أن ما تحقق من إنجازات خلال هذه السنوات لا يمكن إرجاعه بصفة أساسية إلى نجاح السياسة النقدية.

حدث تطور في المعروض النقدي فتضاعفت خلال هذه الفترة لتصل إلى نحو ٧٧.٦ مليار جنيه وبما يمثل ١٧.٩% من إجمالي السيولة في ٢٠٠٤ مقابل نحو ٣٩.١ مليار جنيه وبما يمثل ٢٠.٢% من إجمالي السيولة في ١٩٩٧ محققة متوسط معدل نمو سنوي بلغ ١٠.٣% خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠٠٤). كان هناك نمو مستمر

في الائتمان المحلي فزاد بمتوسط معدل نمو قدره نحو ١٢.٦% خلال ١٩٩٧ و٢٠٠٤ حيث وصل إلى ٤٢٢ مليار جنيه عام ٢٠٠٤ مقابل ١٨٣.٥ مليار جنيه عام ١٩٩٧.

**٤- فترة الإصلاحات الاقتصادية الحديثة (٢٠٠٤-٢٠١٠):**

بحلول عام ٢٠٠٤ حدث تغير في السياسة النقدية في مصر بشكل ملحوظ من خلال إعادة تشكيل الإستراتيجية الخاصة بالهدف النهائي والتشغيلي له، وترتكز الأهداف النهائية للسياسة النقدية خلال هذه الفترة على تحقيق الحفاظ على المستوى العام للأسعار باعتباره الهدف الرئيسي للسياسة النقدية، وترتكز الأهداف الوسيطة في التطورات في عرض النقود والائتمان من خلال مراقبة السيولة المحلية؛ حيث أنها المفتاح الأساسي لفعالية السياسة النقدية، في هذه الفترة حدث استجابة من مؤشر التضخم للصدمات الدولية حيث وصل مؤشر التضخم إلى ما يقرب من ٢٠% في عام ٢٠٠٨ عاكساً ارتفاع الأسعار الدولية وانخفاض قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار.

وعلى الرغم من أن البنك المركزي إتبع سياسة توسعية لمواجهة الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨، ولكن الطلب على الائتمان لم يكن مرناً اتجاه تخفيض سعر الفائدة، وكان يوجد انخفاض مستمر في نسبة القروض للودائع، حيث كانت تبلغ هذه النسبة لما يقرب من ٧٠% في عام ٢٠٠٤ ووصلت إلى ما يقرب من ٤٠% في عام ٢٠١٠؛ حيث عكس هذا الانخفاض وجود انخفاض في نسبة الاستثمارات في مصر مما كان يشكل ذلك تحدي للسياسة النقدية، بدايةً من عام ٢٠٠٦ استخدم البنك المركزي أداة تسمى ملاحظات البنك المركزي تستخدم؛ لامتصاص السيولة الفائضة من البنوك، خلال هذه الفترة كان إطلاق سوق بين البنوك بالعملة الأجنبية كان له تأثير واضح على الجنيه المصري، وترك سعر الصرف تحدده قوى السوق كان له أثر إيجابي حيث حدث ارتفاع لقيمة الجنيه إلى ٥.٢٥ بين عامي ٢٠٠٤ و٢٠٠٥، وعلاوة على ذلك إختفاء السوق السوداء، واتجاهات إيجابية على ميزان المدفوعات، وارتفاع الاحتياطي النقدي إلى ٢٠ مليار في ٢٠٠٥، وتحسن الثقة في الحكومة تجاه سياسة الإصلاح.

## ٥- تطور السياسة النقدية في مصر (بعد ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ حتى-٢٠٢٢):

نجح البنك المركزي المصري في عام ٢٠١٠ في السيطرة على مشكلة سعر الصرف، والقضاء على السوق السوداء، والسيطرة على معدلات التضخم من الانفلات عن طريق إطلاق مؤشر جديد للتضخم الأساسي يشق من الرقم العام للتضخم؛ يستبعد السلع والخدمات المحدد أسعارها إدارياً والسلع الأكثر تقلباً، مع بداية عام ٢٠١١ و ثورة ٢٥ يناير كان لذلك تداعيات سلبية على الاقتصاد المصري حدث انخفاض كبير في الاحتياطي من النقد الأجنبي، حيث فقدت مصر ٢١ مليار دولار منذ يناير ٢٠١١ حتى ديسمبر ٢٠١٢، وكانت مشكلة تراجع المخزون من الاحتياطي النقدي الأجنبي من أهم التحديات التي تواجه البنك المركزي لتداعياتها الكثيرة على الاقتصاد؛ انعكس ذلك على انخفاض قيمة الجنيه أمام الدولار لزيادة الطلب على الدولار وانخفاض مصادره في مصر خاصة لتأثر قطاع السياحة بالثورة؛ مما أدى ذلك لاتخاذ البنك قرارات سريعة كانت أهمها قيام البنك بطرح الدولار في السوق، وأيضاً قام البنك المركزي برفع معدل العائد على المدخرات بالعملة المحلية إلى ١٢.٥% لتشجيع المصريين على الادخار.

حدث ارتفاع لعجز الموازنة إلى ٩.٢% من الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠١١؛ مما أدى إلى إعادة النظر في المصروفات غير الضرورية، وإعادة النظر في الدعم الذي يذهب لغير مستحقيه، مثل دعم البنزين والكهرباء الذي يذهب لشرائح ذات دخول مرتفعة في الدولة، على الرغم من الآثار السلبية التي حدثت للاقتصاد المصري، ولكنه حدث زيادة لنسبة الائتمان المحلي الممنوح للقطاع المصرفي وصلت إلى ٢٢.٦٥% في ديسمبر ٢٠١١ مقارنة بـ ٧.٨% في ديسمبر ٢٠١٠، من أهم التحديات التي واجهت البنك المركزي خلال هذه الفترة هي كيفية توظيف السيولة المحلية. تأتى هذه المشكلة تزامناً مع انخفاض عمليات الإقراض، وفشل البنوك في استثمار هذه السيولة في مشاريع واستثمارات جديدة، ومع تولي جماعة الإخوان المسلمين للحكم فشلت حكومة دكتور محمد مرسى في مواجهة الأزمة؛ فأدى ذلك لانخفاض قيمة الجنيه المصري ١٨% أمام العملات الأجنبية، وحدث تدهور للتصنيف الائتماني لمصر، ثم جاءت بعد ذلك ثورة ٣٠ يونيو ٢٠١٣ وأوضحت المؤشرات حينها أن الاقتصاد المصري بدأ في التعافي وفقاً لوزارة التخطيط أن

الاستثمارات الكلية حققت نمو خلال ٢٠١٣-٢٠١٤ يصل إلى ١٢.٩% مقابل ٣.٧% ٢٠١١-٢٠١٢ أي تحسن مناخ الاستثمار.

٦- تطور أهم أدوات السياسة النقدية في مصر:  
يبين ذلك الجدول التالي:

جدول (١): تطور أهم أدوات السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٢٢)

| سنة     | عرض النقود<br>مليار دولار | سعر الفائدة<br>على القروض<br>% | سعر الفائدة<br>على الودائع<br>% | سعر<br>الصرف | الإحتياطي النقدي<br>مليار دولار | الاستثمار الأجنبي<br>المباشر<br>مليار دولار | الاستثمار المحلي<br>مليار دولار | الإختار المحلي<br>مليار دولار |
|---------|---------------------------|--------------------------------|---------------------------------|--------------|---------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|
| ١٩٩٠    | ٣٧.٠                      | ١٩.٠                           | ١٢.٠                            | ١.٦          | ٣.٦                             | -٠.٧                                        | ١١.٧                            | ٧.٢                           |
| ١٩٩١    | ٣٢.٧                      | ١٩.٨                           | ١٢.٠                            | ٣.١          | ٦.٢                             | -٠.٣                                        | ١٠.١                            | ٥.٩                           |
| ١٩٩٢    | ٣٥.٤                      | ٢٠.٣                           | ١٢.٠                            | ٣.٣          | ١١.٦                            | -٠.٥                                        | ٩.٨                             | ٧.١                           |
| ١٩٩٣    | ٤٠.٠                      | ١٨.٣                           | ١٢.٠                            | ٣.٤          | ١٣.٩                            | -٠.٥                                        | ٩.٨                             | ٧.٣                           |
| ١٩٩٤    | ٤٣.٩                      | ١٦.٥                           | ١١.٨                            | ٣.٤          | ١٤.٤                            | ١.٣                                         | ١١.٩                            | ٧.٩                           |
| ١٩٩٥    | ٤٨.٠                      | ١٦.٥                           | ١٠.٩                            | ٣.٤          | ١٧.١                            | -٠.٦                                        | ١٣.٦                            | ٩.٠                           |
| ١٩٩٦    | ٥٣.٢                      | ١٥.٦                           | ١٠.٥                            | ٣.٤          | ١٨.٣                            | -٠.٦                                        | ١٦.٢                            | ٨.٦                           |
| ١٩٩٧    | ٥٨.٩                      | ١٤.٨                           | ٩.٨                             | ٣.٤          | ١٩.٤                            | -٠.٩                                        | ٢٠.٢                            | ٩.٠                           |
| ١٩٩٨    | ٦٥.٣                      | ١٣.٠                           | ٩.٤                             | ٣.٤          | ١٨.٨                            | ١.١                                         | ١٨.١                            | ١٠.٢                          |
| ١٩٩٩    | ٦٩.٠                      | ١٣.٠                           | ٩.٢                             | ٣.٤          | ١٥.٢                            | ١.١                                         | ١٨.٩                            | ١٢.١                          |
| ٢٠٠٠    | ٧٦.٦                      | ١٣.٢                           | ٩.٥                             | ٣.٥          | ١٣.٨                            | ١.٢                                         | ١٨.٩                            | ١٢.٩                          |
| ٢٠٠١    | ٧٩.٧                      | ١٣.٣                           | ٩.٥                             | ٤.٠          | ١٣.٦                            | -٠.٥                                        | ١٧.١                            | ١٣.٠                          |
| ٢٠٠٢    | ٧٤.٧                      | ١٣.٨                           | ٩.٣                             | ٤.٥          | ١٤.١                            | -٠.٦                                        | ١٥.٢                            | ١١.٦                          |
| ٢٠٠٣    | ٧٧.٦                      | ١٣.٥                           | ٨.٢                             | ٥.٩          | ١٤.٦                            | -٠.٢                                        | ١٣.١                            | ١١.٥                          |
| ٢٠٠٤    | ٧٦.٢                      | ١٣.٤                           | ٧.٧                             | ٦.٢          | ١٥.٣                            | ١.٣                                         | ١٢.٩                            | ١٢.٣                          |
| ٢٠٠٥    | ٨٧.٠                      | ١٣.١                           | ٧.٢                             | ٥.٨          | ٢١.٩                            | ٥.٤                                         | ١٦.١                            | ١٤.١                          |
| ٢٠٠٦    | ١٠٤.٦                     | ١٢.٦                           | ٦.٠                             | ٥.٧          | ٢٦.٠                            | ١٠.٠                                        | ٢٠.١                            | ١٨.٤                          |
| ٢٠٠٧    | ١٢٥.٥                     | ١٢.٥                           | ٦.١                             | ٥.٦          | ٣٢.٢                            | ١١.٦                                        | ٢٧.٢                            | ٢١.٢                          |
| ٢٠٠٨    | ١٤٣.٩                     | ١٢.٣                           | ٦.٦                             | ٥.٤          | ٣٤.٣                            | ٩.٥                                         | ٣٦.٣                            | ٢٧.٣                          |
| ٢٠٠٩    | ١٥٧.٢                     | ١٢.٠                           | ٦.٥                             | ٥.٥          | ٣٤.٩                            | ٦.٧                                         | ٣٥.٨                            | ٢٣.٧                          |
| ٢٠١٠    | ١٧٦.٨                     | ١١.٠                           | ٦.٢                             | ٥.٦          | ٣٧.٠                            | ٦.٤                                         | ٤٢.١                            | ٣١.٢                          |
| ٢٠١١    | ١٧٨.٩                     | ١١.٠                           | ٦.٧                             | ٥.٩          | ١٨.٦                            | -٠.٥                                        | ٣٩.٤                            | ٣٠.٦                          |
| ٢٠١٢    | ١٩٤.٦                     | ١٢.٠                           | ٧.٦                             | ٦.١          | ١٥.٧                            | ٢.٨                                         | ٤١.٠                            | ٢٢.٦                          |
| ٢٠١٣    | ٢١٥.٢                     | ١٢.٣                           | ٧.٧                             | ٦.٩          | ١٦.٥                            | ٤.٢                                         | ٣٧.٥                            | ٢٢.٧                          |
| ٢٠١٤    | ٢٣٠.٦                     | ١١.٧                           | ٦.٩                             | ٧.١          | ١٤.٩                            | ٤.٦                                         | ٣٨.٠                            | ١٥.٩                          |
| ٢٠١٥    | ٢٥٦.٩                     | ١١.٦                           | ٦.٩                             | ٧.٧          | ١٥.٩                            | ٦.٩                                         | ٤٥.٠                            | ١٩.١                          |
| ٢٠١٦    | ٢١٦.٦                     | ١٣.٦                           | ٧.٩                             | ١٠.٠         | ٢٣.٦                            | ٨.١                                         | ٤٨.١                            | ١٨.٢                          |
| ٢٠١٧    | ٢١٧.٦                     | ١٨.٢                           | ١٢.١                            | ١٧.٨         | ٣٦.٤                            | ٧.٤                                         | ٣٦.٦                            | ١٠.٨                          |
| ٢٠١٨    | ٢٠٤.٢                     | ١٨.٣                           | ١٢.٣                            | ١٧.٨         | ٤١.٨                            | ٨.١                                         | ٤٣.٣                            | ٢٣.٠                          |
| ٢٠١٩    | ٢٣٤.١                     | ١٦.١                           | ١١.٠                            | ١٦.٨         | ٤٤.٦                            | ٩.٠                                         | ٥٧.٩                            | ٣٨.٩                          |
| ٢٠٢٠    | ٣٠٦.٩                     | ١١.٤                           | ٧.٨                             | ١٥.٨         | ٣٩.٠                            | ٥.٩                                         | ٥٤.٣                            | ٣٣.٨                          |
| ٢٠٢١    | ٣٧١.١                     | ٩.٤                            | ٧.٤                             | ١٥.٦         | ٣٩.٨                            | ٥.١                                         | ٥٦.٢                            | ٢٧.٣                          |
| ٢٠٢٢    | ٤٥٠.٠                     | ١٠.٦                           | ٨.٤                             | ١٩.٢         | ٣٢.١                            | ١١.٤                                        | ٧٢.٥                            | ٤٨.٧                          |
| متوسط   | ١٤٧.٠                     | ١٤.٠                           | ٨.٩                             | ٧.٢          | ٢٢.٣                            | ٤.١                                         | ٢٩.٢                            | ١٨.٠                          |
| حد ادنى | ٣٢.٧                      | ٩.٤                            | ٦.٠                             | ١.٦          | ٣.٦                             | -٠.٥                                        | ٩.٨                             | ٥.٩                           |
| حد اقصى | ٤٥٠.٠                     | ٢٠.٣                           | ١٢.٣                            | ١٩.٢         | ٤٤.٦                            | ١١.٦                                        | ٧٢.٥                            | ٤٨.٧                          |

المصدر: احصاءات البنك الدولي، سنوات مختلفة.

ويتضح من تحليل بيانات الجدول السابق، ما يلي:

أ- **المعرض النقدي:** يرتفع المعرض النقدي باستمرار من سنة لأخرى، فارتفع من ٣٧ مليار دولار عام ١٩٩٠ إلى ٤٥٠ مليار دولار عام ٢٠٢٢.

ب- **سعر الفائدة علي القروض:** بلغ متوسطه ١٤٪، وبلغ حده الأدنى ٩.٤٪ عام ٢٠٢١، وحده الأقصى ٢٠.٣٪ عام ١٩٩٢، وتراجع من ١٩٪ عام ١٩٩٠ إلى ١٠.٦٪ عام ٢٠٢٢ لتشجيع الاستثمار.

ج- **سعر الفائدة علي الودائع:** بلغ متوسطه ٨.٩٪، وبلغ حده الأدنى ٦٪ عام ٢٠٠٦، وحده الأقصى ١٢.٣٪ عام ٢٠١٨، وتراجع من ١٢٪ عام ١٩٩٠ إلى ٨.٤٪ عام ٢٠٢٢ لتشجيع الإنفاق، وزيادة الطلب الكلي والخروج من حالة الركود الاقتصادي.

د- **الإحتياطي النقدي:** بلغ متوسطه ٢٢.٣ مليار دولار، وبلغ حده الأدنى ٣.٦ مليار دولار عام ١٩٩٠، وبلغ حده الأقصى ٤٤.٦ مليار دولار عام ٢٠١٩، كما تأثر الإحتياطي النقدي بالأحداث الاقتصادية والسياسية العالمية والمحلية، فتراجع من ٣٧ مليار دولار عام ٢٠١٠ إلى ١٨.٦ مليار دولار عام ٢٠١١ بسبب أحداث عام ٢٠١١، وتراجع من ٤٤.٦ مليار دولار عام ٢٠١٩ إلى ٣٩ مليار دولار عام ٢٠٢٠ بسبب جائحة كورونا.

هـ- **سعر الصرف:** أن سعر الصرف بلغ حده الأدنى ١.٥٥ عام ١٩٩٠، وحده الأقصى ٤٨.٥ في عام ٢٠٢٤، والتغير المفاجئ في سعر الصرف تم في نوفمبر عام ٢٠١٦.

أ- **الاستثمار الأجنبي المباشر:** بلغ متوسطه ٤.١ مليار دولار، وبلغ حده الأدنى (-) ٠.٥ مليار دولار عام ٢٠١١، وبلغ حده الأقصى ١١.٦ مليار دولار عام ٢٠٠٧، وتأثر الاستثمار الأجنبي المباشر بالأحداث الاقتصادية والسياسية العالمية والمحلية، فتراجع من ١١.٦ مليار دولار عام ٢٠٠٧ إلى ٩.٥ مليار دولار عام ٢٠٠٨ بسبب الأزمة المالية العالمية، كما تراجع من ٦.٤ مليار دولار عام ٢٠١٠ إلى (-) ٠.٥ مليار دولار عام ٢٠١١ بسبب الأحداث السياسية عام ٢٠١١، وتراجع من ٨.١ مليار دولار عام ٢٠١٦ إلى ٧.٤ مليار دولار عام ٢٠١٧ بسبب تعويم سعر الصرف

عام ٢٠١٦، وتراجع من ٩ مليار دولار عام ٢٠١٩ إلى ٥.٩ مليار دولار عام ٢٠٢٠ بسبب جائحة كورونا.

**ب- الاستثمار المحلي:** بلغ متوسطه ٢٩.٢ مليار دولار، وبلغ حده الأدنى ٩.٨ مليار دولار عام ١٩٩٢، وبلغ حده الأقصى ٧٢.٥ مليار دولار عام ٢٠٢٢، كما تأثر الاستثمار المحلي بالأحداث الاقتصادية والسياسية العالمية والمحلية، فتراجع من ٣٦.٣ مليار دولار عام ٢٠٠٨ إلى ٣٥.٨ مليار دولار عام ٢٠٠٩ بسبب الأزمة المالية العالمية، كما تراجع من ٤٢.١ مليار دولار عام ٢٠١٠ إلى ٣٩.٤ مليار دولار عام ٢٠١١ بسبب أحداث عام ٢٠١١، وتراجع من ٤٨.١ مليار دولار عام ٢٠١٦ إلى ٣٦.٦ مليار دولار عام ٢٠١٧ بسبب تعويم سعر الصرف عام ٢٠١٦، وتراجع من ٥٧.٩ مليار دولار عام ٢٠١٩ إلى ٥٤.٣ مليار دولار عام ٢٠٢٠ بسبب جائحة كورونا.

**ج- الإيداع المحلي:** بلغ متوسطه ١٨ مليار دولار، وبلغ حده الأدنى ٥.٩ مليار دولار عام ١٩٩١، وبلغ حده الأقصى ٤٨.٧ مليار دولار عام ٢٠٢٢، كما تأثر الإيداع المحلي بالأحداث الاقتصادية والسياسية العالمية والمحلية، فتراجع من ٢٧.٣ مليار دولار عام ٢٠٠٨ إلى ٢٣.٧ مليار دولار عام ٢٠٠٩ بسبب الأزمة المالية العالمية، كما تراجع من ٣١.٢ مليار دولار عام ٢٠١٠ إلى ٣٠.٦ مليار دولار عام ٢٠١١ بسبب الأحداث السياسية عام ٢٠١١، وتراجع من ١٨.٢ مليار دولار عام ٢٠١٦ إلى ١٠.٨ مليار دولار عام ٢٠١٧ بسبب تعويم سعر الصرف عام ٢٠١٦، وتراجع من ٣٨.٩ مليار دولار عام ٢٠١٩ إلى ٣٣.٨ مليار دولار عام ٢٠٢٠ بسبب جائحة كورونا.

## ثانياً: تحليل تطور الدين الخارجي المصري:

١ - تطور حجم ونسبة الدين الخارجي إلي إجمالي الناتج المحلي والدخل القومي في مصر:

يبين الجدول التالي ذلك:

جدول (٢): تطور حجم ونسب الدين الخارجي في مصر إلي إجمالي الناتج المحلي والدخل القومي وإجمالي الصادرات في مصر خلال (١٩٩٠-٢٠٢٢)

| سنة  | الدين الخارجي<br>مليار دولار | نسبة الدين الخارجي إلي<br>إجمالي الناتج المحلي % | نسبة الدين الخارجي إلي<br>إجمالي الصادرات % |
|------|------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------|
| ١٩٩٠ | ٣٣.٠                         | ٧٦.٨                                             | ٣٧٧.٢                                       |
| ١٩٩١ | ٣٢.٦                         | ٨٧.٢                                             | ٣١٧.٥                                       |
| ١٩٩٢ | ٣١.٢                         | ٧٤.٥                                             | ٢٦٢.٥                                       |
| ١٩٩٣ | ٣٠.٧                         | ٦٥.٩                                             | ٢٥٥.١                                       |
| ١٩٩٤ | ٣٢.٥                         | ٦٢.٦                                             | ٢٧٧.٤                                       |
| ١٩٩٥ | ٣٣.٥                         | ٥٥.٧                                             | ٢٤٧.٠                                       |
| ١٩٩٦ | ٣١.٥                         | ٤٦.٦                                             | ٢٢٤.٥                                       |
| ١٩٩٧ | ٣٠.٠                         | ٣٨.٢                                             | ٢٠٣.٠                                       |
| ١٩٩٨ | ٣٢.٣                         | ٣٨.١                                             | ٢٣٤.٨                                       |
| ١٩٩٩ | ٣١.١                         | ٣٤.٣                                             | ٢٢٧.٨                                       |
| ٢٠٠٠ | ٢٩.٢                         | ٢٩.٢                                             | ١٨٠.٥                                       |
| ٢٠٠١ | ٢٨.٣                         | ٢٩.٣                                             | ١٦٧.٥                                       |
| ٢٠٠٢ | ٢٩.٧                         | ٣٤.٩                                             | ١٩٠.٤                                       |
| ٢٠٠٣ | ٣٠.٥                         | ٣٨.٠                                             | ١٧٤.٣                                       |
| ٢٠٠٤ | ٣١.٤                         | ٣٩.٩                                             | ١٤١.٢                                       |
| ٢٠٠٥ | ٣٠.٦                         | ٣٤.٢                                             | ١١٢.٥                                       |
| ٢٠٠٦ | ٣١.٠                         | ٢٨.٩                                             | ٩٦.٤                                        |
| ٢٠٠٧ | ٣٤.٦                         | ٢٦.٥                                             | ٨٧.٧                                        |
| ٢٠٠٨ | ٣٣.٩                         | ٢٠.٨                                             | ٦٣.٠                                        |
| ٢٠٠٩ | ٣٥.٤                         | ١٨.٧                                             | ٧٥.٠                                        |
| ٢٠١٠ | ٣٦.٨                         | ١٦.٨                                             | ٧٨.٧                                        |
| ٢٠١١ | ٣٥.٢                         | ١٤.٩                                             | ٧٢.٥                                        |
| ٢٠١٢ | ٤٠.١                         | ١٤.٤                                             | ٨٧.٦                                        |
| ٢٠١٣ | ٤٦.٥                         | ١٦.١                                             | ٩٤.٧                                        |
| ٢٠١٤ | ٤١.٨                         | ١٣.٧                                             | ٩٦.٠                                        |
| ٢٠١٥ | ٤٩.٩                         | ١٥.٢                                             | ١١٤.٩                                       |
| ٢٠١٦ | ٦٩.٢                         | ٢٠.٨                                             | ٢٠١.٢                                       |
| ٢٠١٧ | ٨٤.٦                         | ٣٤.١                                             | ٢٢٦.٩                                       |
| ٢٠١٨ | ٩٩.٥                         | ٣٧.٩                                             | ٢١٠.٧                                       |

|           |       |      |       |
|-----------|-------|------|-------|
| ٢٠١٩      | ١١٤.٩ | ٣٦.١ | ٢١٦.٦ |
| ٢٠٢٠      | ١٣٢.٦ | ٣٤.٥ | ٢٧٧.٠ |
| ٢٠٢١      | ١٤٦.٠ | ٣٤.٤ | ٣٢٥.٥ |
| ٢٠٢٢      | ١٦٣.١ | ٣٤.٢ | ٢٢٦.٨ |
| متوسط     | ٥١.٣  | ٣٦.٥ | ١٨٦.٢ |
| أدنى قيمة | ٢٨.٣  | ١٣.٧ | ٦٣.٠  |
| أقصى قيمة | ١٦٣.١ | ٨٧.٢ | ٣٧٧.٢ |

المصدر: إحصاءات البنك الدولي، سنوات مختلفة.

يتضح من تحليل بيانات الجدول السابق، ما يلي:

مع بدء تطبيق برنامج التثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي ومشاركة مصر في نادي باريس، تراجعت ديون مصر الخارجية بنحو ٥٠% على ثلاث مراحل تتزامن مع إنتهاء حرب الخليج، مما أدى إلي تحسن نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي من ١٣١.٢% عام ١٩٨١ إلى ٧٤.٣% عام ١٩٩٢، ثم إلى ٤٦.٨% عام ١٩٩٦ وصولاً إلى ٢٨.٢% عام ١٩٩٩، ثم ارتفعت إلى ٤٢.٥% عام ٢٠٠٣ لتسجل ٣٠.٥ مليار دولار، كما بلغ الدين الخارجي ٣٠.٦ مليار دولار في عام ٢٠٠٥ ثم قفز إلى ٣٣.٩ مليار دولار في عام ٢٠٠٨، وارتفع إلي ٣٦.٨ مليار دولار في عام ٢٠١٠، ثم ارتفع إلي ٤٦.٥ مليار دولار عام ٢٠١٣، ولكن مع قيام الحكومة في عام ٢٠١٥ بعقد عدة قروض خارجية إرتفع الدين الخارجي ليصل إلى ما يقارب ٤٩.٨ مليار دولار.

ومع أحداث يناير ٢٠١١، لم تكن الديون الخارجية ببعيد عن الأحداث، فبلغت ٣٥.٢ مليار دولار، ثم تصاعدت إلي ١٦٣.٢ مليار دولار في عام ٢٠٢٢، وهذه القيمة إذا ما تم مقارنتها بإجمالي الناتج القومي، فقد بلغت ٢٢.٦% عام ١٩٧٠، ثم ارتفعت إلي ٧٨.٨% في عام ١٩٩٠، ثم تراجعت إلى ١٧.١% في عام ٢٠١٠، وإلى ٣٥.٤% عام ٢٠٢٢.

## ٢- أسباب تزايد الدين الخارجي المصري:

توجد عدد من الأسباب أدت إلي تزايد الدين الخارجي في السنوات الأخيرة، وأهمها:

- أ- طبيعة استخدام القروض الخارجية، حيث توجه نسبة من القروض إلي تمويل عجز الميزانية، واستيراد السلع الاستهلاكية، وخصوصاً المواد الغذائية، ويوجه جزء آخر إلي تمويل مشروعات لا يغطي تكاليف الاقتراض، ومن ثم أصبحت القروض عبئاً إضافياً علي الاقتصاد المصري.
- ب- تراجع التدفقات الرأسمالية نتيجة لتمويل الأنشطة الجارية بالعملة الأجنبية، عن طريق السحب من رصيد الاحتياطي لدى البنك المركزي، مما أدى لتناقص مستمر في رصيد الاحتياطي.
- ج- الارتفاع الكبير لسعر الفائدة في الأسواق المالية الدولية.

### ٣- تطور نسبة الديون قصيرة الأجل إلي إجمالي الدين الخارجي وإجمالي الصادرات في مصر:

- أشارت تقارير البنك المركزي المصري إلي أن تطور الديون قصيرة الأجل، كانت كما يلي:
- أ- نسبة الديون قصيرة الأجل إلي إجمالي الدين الخارجي: تراجع من ٢٢.٣% عام ١٩٧٠ إلى ١٨.٥% عام ٢٠٢٢، وقد كانت أعلى نسبة لها ٣٧.١% عام ١٩٧٧، وأدني قيمة لها ٥.٤% عام ٢٠٠٥.
  - ب- نسبة الديون قصيرة الأجل إلي إجمالي الصادرات: رغم تراجعها إلي إجمالي الصادرات السلع خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين وصولاً إلي ٦.٧% عام ٢٠١٠، ولكنها إرتفعت إلي ٤٢.١% عام ٢٠٢٢.

- ٤- تطور خدمة الديون الخارجية (الأقساط المسددة والفوائد المدفوعة) لمصر: أصبحت خدمة الدين الخارجي تشكل عبئاً كبيراً علي الموازنة العامة، إذ تشكل ثلثها؛ مما يعنى استمرار عجز الموازنة العامة، حيث يتبين تطور خدمة الديون الخارجية لمصر، أن خدمة الديون الخارجية في مصر إرتفعت خلال (٢٠١٧-٢٠٢٤) من ٧.٣ مليار دولار عام ٢٠١٧ إلي ٤٢.٣ مليار دولار عام ٢٠٢٤، أي بمعدل ٤٨٠% وبمتوسط سنوي ٦٨.٦%.

وهو ما يدفع الطلب عقود التأمين على أدوات الدين المصرية بعملات أجنبية للإرتفاع بشكل كبير، حيث بلغت تكلفة عقود التأمين على أدوات الدين الأجنبية باستحقاق عام إلي ١٩.٨%، وإلى ٢٠.٢% في العقود باستحقاق عامين.

### المحور الثالث

#### قياس أثر السياسة النقدية علي الدين الخارجي في مصر

يسعى البحث الى قياس أثر السياسة النقدية على الدين الخارجي في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٢٢)، وكذلك تحليل مدي إمكانية وجود علاقة طويلة الأجل بين الدين الخارجي (Y) كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة المفسرة له :

$X_1$ : سعر الفائدة علي القروض.

$X_2$ : سعر الفائدة علي الودائع.

$X_3$ : الإحتياطي النقدي.

$X_4$ : عرض النقود.

$X_4$ : سعر الصرف.

ولاختبارالعلاقة طويلة الأجل نستخدم اختبار التكامل المشترك (Co-

integration test) لـ جوهانسن "Johansen".

ويقصد بالتكامل المشترك أنه تصاحب بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في إحدهما إلى إلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتيهما ثابتة عبر الزمن، فالتكامل المشترك هو التعبير الإحصائي لعلاقة التوازن طويل الأجل بين متغيرين أو أكثر. بالرغم من احتمال حدوث انحرافات عن هذا الاتجاه في الأجل القصير، وتنعكس هذه الانحرافات في البواقي ويمكن أن تؤخذ مباشرة من تقدير المعادلة التالية:

$$Y_t = B_1 + B_2 X_t + U_t$$

وبأخذ البواقي:  $U_t = Y_t - B_1 - B_2 X_t$

فإذا كانت  $u_t \sim I(0)$ ، فإن المتغيران متكاملان تكاملاً مشتركاً، بعبارة أخرى، بالنظر في مجموعة من اثنين من المتغيرات  $X$ ,  $Y$  التي هي متكاملة من الدرجة الأولى

$[Y, X] \sim I(1)$  وإذا فُرض أن هناك متجه  $[\theta_1, \theta_2]$  والذي يعطي مزيج خطي من  $[Y, X]$  الذي هو مستقر ويرمز له بالتالي:

$$\theta_1 Y_t + \theta_2 X_t = u_t \sim I(0)$$

وغالبا ما تتضمن دراسات الاقتصاد الكلي متغيرات غير مستقرة، ولذلك يستوجب استخدام الفروق لتحويلها الى سلاسل مستقرة، لذلك أصبح التكامل المشترك مطلب أساسي لأي نموذج اقتصادي مبني على بيانات سلاسل زمنية غير مستقرة، فإذا كانت المتغيرات لا تتكامل تكامل مشترك، يكون لدينا مشكلة الانحدار الزائف.

إن تحليل التكامل المشترك، يقوم بتحديد العلاقة الحقيقية بين المتغيرات في المدى الطويل على عكس النماذج الإحصائية التقليدية، حيث أنه في المدى القصير قد تكون السلسلتين الزمنية  $X_t$  و  $Y_t$  غير مستقرتين لكنهما تتكاملان في المدى الطويل أي توجد علاقة ثابتة في المدى الطويل بينهما، وهذه العلاقة تسمى علاقة التكامل المشترك، وللتعبير عن العلاقات بين مختلف هذه المتغيرات غير المستقرة لابد أولاً من إزالة مشكلة عدم الاستقرار، وذلك بالكشف عنها من خلال اختبارات جذر الوحدة (Unit Roots test) واستعمال نماذج تصحيح الخطأ.

وجاءت خطوات تطبيق أسلوب التكامل المشترك كالتالي:

١- فحص سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، وتحديد درجة تكاملها وذلك بعدة طرق، ومن أهمها اختبار جذر الوحدة (Unit Roots test):

والذي يهدف لمعرفة مدى استقرار أو سكون السلاسل الزمنية المستعملة في البحث وتجنب النتائج المزيفة نتيجة لعدم استقرارها، وأهم وأشهر الاختبارات التي تكشف عن وجود جذور الوحدة من عدمه هو اختبار ديكي فولر-Augmented Dickey (ADF) Fuller، اختبار فيليبس-بيرون Phillips-Perron (PP)، اختبار Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin. (KPSS).

وبتطبيق اختبار جذر الوحدة Unit Root Test، ديكي فولر المعدل Augmented Dickey Fuller والذي يأخذ شكل المعادلة التالية:

$$Y_t = \beta_1 + \delta y_{t-1} + v_t \rightarrow (1)\Delta$$

وتشير ( $\Delta$ ) الي الفرق الأول للسلسلة الزمنية ( $y_t$ ) ويتمثل الفرض الخاص باختبار جذر الوحدة كالتالي:

("أي السلسلة غير ساكنة" يوجد جذر وحدة في السلسلة الزمنية)  $\partial = 0H_0$

ويمكن أن يتم هذا الاختبار في ثلاث حالات بديلة، وهي:

- أن تحتوي المعادلة على ثابت واحد فقط (Intercept).
- أن تحتوي المعادلة على حد ثابت واتجاه عام زمني (Trend & Intercept).
- ألا تحتوي المعادلة على ثابت أو اتجاه عام زمني (None).

ويتم اتخاذ القرار بشأن سكون السلسلة، عن طريق مقارنة "المحسوبة -t" بقيمة "الجدولية -t" عند مستوى المعنوية المحدد "وهو في هذه الدراسة ٠.٠٥".

فإذا كانت "المحسوبة -t" أكبر من "الجدولية -t" فيكون القرار، رفض الفرض العدمي والقائل بأن هناك جذر للوحدة في السلسلة، وهذا يعني أن السلسلة ساكنة ". ويتم قبول فرض العدم في حالة أن قيمة  $Sig_t$  أكبر من قيمة  $\alpha = 0.05$ . والعكس صحيح، أما في حالة قبول الفرض العدمي "أي أن السلسلة غير ساكنة" فيكون الحل إعادة الاختبار مرة أخرى بعد أخذ الفروق الأولى أي أن:

$$\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$$

وفي حالة إعادة الاختبار بعد الفرق الأول للسلسلة، وتم رفض فرض العدم ففي هذه الحالة تكون السلسلة ساكنة ومتكاملة من الدرجة الأولى، أما في حالة قبول فرض العدم مرة أخرى فيكون الحل هو إعادة الاختبار مرة ثالثة ولكن بعد اخذ الفرق الثاني للسلسلة، وإذا تم رفض فرض العدم تكون السلسلة في هذه الحالة ساكنة ومتكاملة من الدرجة الثانية.

## ٢- اختبارات التكامل المشترك " tesT Cointegration "

وبعد إثبات أن السلاسل مستقرة ومن نفس الرتبة، نتحول إلى اختبارات التكامل المتزامن أو المشترك بهدف التعرف على ما إذا كان هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة، أي أنها متكاملة تكامل مشترك أم لا.

ويأتي فرض العدم، كالتالي:

لا يوجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة:  $H_0$

وفي حالة ما إذا كانت (t) المحسوبة أكبر من الجدولية فهذا يعني قبول الفرض البديل، والذي يعني وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج.

فإذا كانت  $Z_t$  ترمز لعدد  $n \times 1$  متجه للسلاسل،  $Z_{1t}, Z_{2t}, Z_{3t}, \dots, Z_{nt}$  و (أ) كل  $Z_{it}$  متكاملة من الدرجة (d) ويوجد عدد  $n \times 1$  متجه  $\beta$  بحيث  $Z_t \beta \sim I(d-b)$  إذا تكون  $Z_t CI(d, b)$  للتحليل القياسي، عندما تتحول السلسلة تتحول مع استخدام متجه التكامل المشترك لتصبح مستقرة، ذلك عندما  $d \equiv b$ ، ومعاملات التكامل يمكن أن تعرف كمعالم العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات. وعندما تكون هناك متغيرات غير مستقرة في نموذج الانحدار قد نحصل على نتائج زائفة، لذلك إذا كانت  $X$  و  $Y$  كلاهما متكاملتان من الدرجة واحد  $I(1)$  إذا قدرنا أن الانحدار هو:

$$Y_t = B_1 + B_2 X_t + u_t$$

ولن نتحصل على نتائج مرضية لـ  $\beta_1, \beta_2$  طريقة واحدة لحل هذه باستخدام الفروقات لضمان الاستقرار للمتغيرات، بعد عمل هذا  $\Delta Y_t \sim I(0)$  و  $\Delta X_t \sim I(0)$  ونموذج الانحدار سيكون:

$$\Delta Y_t = a_1 + a_2 \Delta X_t + \Delta u_t$$

في هذه الحالة نموذج الانحدار سيعطينا مقدرات صحيحة لكل من المعاملات  $a_1, a_2$  ومشكلة الانحدار الزائف تكون حلت.

$$Y_t^* = \beta_1 + \beta_2 X_t$$

العلاقة طويلة الأجل هي:

ان  $\Delta Y_t$  غير ملزمة بأن تعطينا معلومات عن سلوك النموذج في الأجل الطويل، فإذا كان كل من  $X$  و  $Y$  كلاهما متكاملان من الدرجة واحد  $I(1)$ ، ففي هذه الحالة، يكون هناك مجموع خطي لكل من  $X$  و  $Y$  هو  $I(0)$  وتكون  $X$  و  $Y$  متكاملتان تكامل مشترك، إذا في هذه الحالة يكون الانحدار غير زائف ويعطينا مجموع خطي هو:

$$\hat{u}_t = Y_t - \hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2 X_t$$

والتي تربط  $X$  و  $Y$  في الاجل الطويل.

## ١. نموذج تصحيح الخطأ "Error Correction Model":

تجدر هنا الإشارة إلى أنه في حالة ما إذا كانت المتغيرات التي تتكون منها ظاهرة ما تتصف بخاصية التكامل المشترك، وأوضحت النتائج أن هناك تكاملاً مشتركاً للمتغيرات محل الدراسة، يكون نموذج تصحيح الخطأ هو الأكثر ملائمة لتقدير العلاقة بينهما، أما إذا كانت المتغيرات غير متكاملة مع بعضها في الأجل الطويل، فإن النموذج لا يصبح صالحاً لتفسير سلوك هذه الظاهرة.

ويستخدم نموذج تصحيح الخطأ عادة للتوفيق بين السلوك قصير الأجل والسلوك طويل الأجل للعلاقات الاقتصادية، بمعنى أن "ECM" يوضح الانحرافات التي تحدث في الأجل القصير للعلاقة طويلة الأجل والتي أوضحها اختبار التكامل المشترك، كما يمكن أيضاً من معرفة اتجاه العلاقة ونسبة التصحيح السنوية أو الربع سنوية وفقاً لنوع البيانات المستخدمة في التقدير من خلال قيمة معامل التصحيح للمتغير  $(Y_t)$  وهي المعلمة  $(\theta)$ ، ويشير معامل التصحيح إلى مقدار التغير في المتغير التابع نتيجة لانحراف قيمة المتغير المستقل في الأجل القصير عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة، ويتوقع أن يكون هذا المعامل سالباً لأنه يشير إلى المعدل الذي تتجه به العلاقة قصيرة الأجل نحو العلاقة طويلة الأجل.

فالمتغيرات الاقتصادية يفترض أنها تتجه نحو الاستقرار في الأجل الطويل "وضع التوازن"، وهي في طريقها لوضع التوازن هذا قد تنحرف عن المسار المتجه إليه لأسباب مؤقتة، هذا الانحراف يمكن التعرف عليه من خلال صياغة نموذج تصحيح الخطأ للظاهرة محل الدراسة، يُصاغ نموذج تصحيح الخطأ كالتالي:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{j=1}^K \beta_j \Delta X_{t-j} + \theta e_{t-1} + \varepsilon_t$$

فإذا كانت  $Y_t, X_t$  متكاملة تكامل مشترك، من حيث التعريف  $u_t \sim I(0)$  إذا يمكن التعبير عن العلاقة بين  $Y_t, X_t$  بنموذج تصحيح الخطأ كما هو موضح:

$$\Delta Y_t = a_0 + b_1 \Delta X_t - \pi \hat{u}_{t-1} + e_t$$

مما سيكون له الآن ميزة انه يتضمن كل من معلومات العلاقة طويلة الاجل وقصيرة الاجل، في هذا النموذج  $b_1$  تأثير مضاعف (تأثير قصير الأجل) التي تقيس التأثير الفوري للتغير في  $X_t$  سوف يكون على التغير في  $Y_t$ ، من ناحية أخرى  $\pi$  هي اثر ردود الفعل، أو تأثير التكيف.

ويوضح اختلال التوازن يجرى تصحيحه- هذا هو المدى الذي يؤثر على أي اختلال في التوازن من الفترة السابقة :

$$\dot{u}_{t-1} = Y_{t-1} - \hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2 X_{t-1}$$

وبناء على ذلك فإن  $\hat{\beta}_2$  تمثل استجابة المدى الطويل .

**اختبارات التكامل المشترك:**

**التكامل المشترك لمعادلة واحدة:** طريقة انجل وجرانجر (1981) *Granger* قدما ربط بين السلسلة غير المستقرة ومفهوم العلاقة طويلة الاجل: هذا الربط هو مفهوم التكامل المشترك (1987) *Engle and Granger* اضاف مزيداً الى مفهوم التكامل بادخال اختبار وجود علاقة التكامل المشترك ( العلاقة طويلة الأجل، علاقة التوازن). ولفهم هذه الطريقة والتي تسمى (طريقة انجل وجرانجر ذات المرحلتين) *EG*

**يراعي التالي:**

- إذا كانت  $Y_t \sim I(0)$  و  $X \sim I(1)$  إذا يوجد مزيج خطي لتلك السلسلتين:

$$0_1 Y_t + 0_2 X_t$$

ستنتج سلسلة زمنية دائماً  $I(1)$  أو غير مستقرة، هذا يحدث لأن سلوك السلسلة

غير المستقرة  $I(1)$  سيهيمن على سلوك السلسلة المستقرة  $I(0)$

- إذا كان هناك سلسلتان  $Y_t \sim I(1)$  و  $X_t \sim I(1)$  بشكل عام سيكون هناك مزيج

$$\theta_1 Y_t + \theta_2 X_t$$

خطي للسلسلتين الزمنيةتين:  $X_t$  و  $Y_t$  متكاملتان تكاملاً مشتركاً من الدرجة (1,1).

### تقدير النموذج القياسي

بعد إلقاء النظر على عدد من الدراسات السابقة المرتبطة بالبحث، فتم وضع نموذج قياسي يهدف الى قياس أثر السياسة النقدية على الدين الخارجي في مصر خلال (١٩٩٠-٢٠٢٢).

#### ١ - تحديد نموذج الدراسة :

يمكن صياغة النموذج، كما يلي:

$$Y = a_0 + a_1X_1 + \dots + a_5X_5$$

$X_1$ : سعر الفائدة علي القروض.

$X_2$ : سعر الفائدة علي الودائع.

$X_3$ : الإحتياطي النقدي.

$X_4$ : المعروض النقدي.

$X_5$ : سعر الصرف.

#### ٢ - خطوات تقدير النموذج:

- إجراء اختبار السكون أو الاستقرار لمتغيرات الدراسة "جذر الوحدة (Unit

Roots test):"

في هذا الجزء سيتم اختبار استقرار المتغيرات بالاعتماد على اختبارات جذر الوحدة، وذلك لمعرفة درجة تكامل المتغيرات وجاء فرض العدم كالتالي :

$H_0$ : X has a unit root

("أي السلسلة غير ساكنة" يوجد جذر وحدة في السلسلة الزمنية)

وبالتالي تم إجراء اختبار التكامل المشترك باستخدام النموذج التالي:

$$Y = f(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5)$$

ووفقا للجدول (٣) كانت النتيجة هي قبول فرض العدم: والقائل بوجود جذور

الوحدة في السلسلة الزمنية لجميع المتغيرات محل الدراسة عند المستوى  $I(0)$

والمستوى  $I(1)$  حيث أن قيمة (t الجدولية) أكبر من قيم (t المحسوبة)، وكذلك كانت

قيم P-value أكبر من قيمة  $\alpha=0.05$ .

ولذلك تم إعادة الاختبار بعد أخذ الفرق الثاني، حيث تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل أي أن المتغيرات مستقرة عند الفرق الثاني  $I(2)$ ، وفي هذه الحالة تكون المتغيرات متكاملة من الدرجة الثانية.

### جدول (٣): اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة

#### Unit Root Test (Augmented Dickey-Fuller Test)

| درجة التكامل | الفرق الثاني $I(2)$ |                    |                    | الفرق الأول $I(1)$  |                     |                      | عند المستوى الصفري $I(0)$ |                     |                     | المتغيرات        |
|--------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------------|---------------------|---------------------|------------------|
|              | بدون                | بقاطع واتجاه       | بقاطع              | بدون                | بقاطع واتجاه        | بقاطع                | بدون                      | بقاطع واتجاه        | بقاطع               |                  |
| $I(2)$       | 4.243257<br>0.0000  | 4.62514<br>0.0001  | 4.39528<br>0.0000  | 0.85421<br>0.15248  | 2.258647<br>0.24587 | 1.564217<br>0.589647 | 4.569821<br>1.0000        | 1.524817<br>0.9998  | 25248213<br>1.0000  | Y<br>P-value     |
| $I(2)$       | 4.3254<br>0.0000    | 4.56821<br>0.0001  | 4.56284<br>0.0000  | 0.405356<br>0.5248  | 1.54821<br>0.6611   | 0.8695472<br>0.8003  | 2.380164<br>0.9944        | 0.481066<br>0.9987  | 1.745821<br>0.9996  | $X_1$<br>P-value |
| $I(2)$       | 1.584726<br>0.0000  | 4.526481<br>0.0000 | 5.562849<br>0.0000 | 3.84752<br>0.58472  | 0.024158<br>0.52987 | 2.52487<br>0.856427  | 9.456218<br>1.0000        | 4.85421<br>1.0000   | 8.541284<br>1.0000  | $X_2$<br>P-value |
| $I(2)$       | 4.254871<br>0.0000  | 4.524816<br>0.0001 | 4.528472<br>0.0000 | 0.48211<br>0.6524   | 0.745821<br>0.45685 | 0.512478<br>0.56214  | 2.752147<br>0.45217       | 0.56847<br>0.85427  | 1.745128<br>0.54124 | $X_3$<br>P-value |
| $I(2)$       | 3.625147<br>0.0000  | 3.251478<br>0.0001 | 3.525478<br>0.0000 | 0.652148<br>0.53515 | 0.754712<br>0.58585 | 0.851427<br>0.556325 | ٢.٥٢١٤٧٨<br>0.85142       | 0.547812<br>0.85427 | 1.832541<br>0.84153 | $X_4$<br>P-value |
| $I(2)$       | 2.421758<br>0.0000  | 2.325486<br>0.0000 | 2.452172<br>0.0000 | 0.621547<br>0.62154 | 0.541278<br>0.52148 | 0.652148<br>0.54216  | ٢.٤٦٥٢١٣<br>0.75148       | 0.425816<br>0.65214 | 1.541284<br>0.75214 | $X_5$<br>P-value |

### اختبار التكامل المشترك (Cointegration Test (Johansen test)

الخطوة الثانية بعد التأكد من أن السلاسل الزمنية للمتغيرات أنها غير ساكنة عند المستوى  $I(0)$  و  $I(1)$ ، وساكنة عند المستوى  $I(2)$ . وفي محاولة للإجابة على التساؤل:

"هل هناك علاقة طويلة الأجل بين الدين الخارجي، و  $X_1$  سعر الفائدة علي القروض، و  $X_2$  سعر الفائدة علي الودائع، و  $X_3$  الإحتياطي النقدي، و  $X_4$  المعروض النقدي، و  $X_5$  سعر الصرف.

تم استخدام اختبار التكامل المشترك **Co-integration Test Johansen** للتأكد من مدى وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة والتي ثبت تكاملها من نفس الدرجة وفق اختبار جذر الوحدة ويوضح الجدول التالي نتائج اختبار التكامل المتناظر:

جدول (٤): التكامل المشترك

| Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)                          |            |           |                |         |
|-----------------------------------------------------------------------|------------|-----------|----------------|---------|
| Hypothesized                                                          |            | Trace     | 0.05           |         |
| No. of CE(s)                                                          | Eigenvalue | Statistic | Critical Value | Prob.** |
| None                                                                  | 0.3524165  | 35.251466 | 33.251458      | 0.0000  |
| At most 1                                                             | 0.2415842  | 16.254182 | 27.325486      | 0.0021  |
| At most 2                                                             | 0.1652418  | 8.5623142 | 12.5214587     | 0.0073  |
| At most 3                                                             | 0.1214587  | 2.5214214 | 2.35214572     | 0.0014  |
| Trace test indicates 2 cointegratingeqn(s) at the 0.05 level          |            |           |                |         |
| * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level               |            |           |                |         |
| **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values                             |            |           |                |         |
| Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)             |            |           |                |         |
| Hypothesized                                                          |            | Max-Eigen | 0.05           |         |
| No. of CE(s)                                                          | Eigenvalue | Statistic | Critical Value | Prob.** |
| None                                                                  | 0.3524165  | 14.251478 | 21.2352541     | 0.0001  |
| At most 1                                                             | 0.2415842  | 9.2514852 | 19.235486      | 0.0031  |
| At most 2                                                             | 0.1652418  | 4.2356411 | 13.251487      | 0.0024  |
| At most 3                                                             | 0.1214587  | 3.5215486 | 3.2587411      | 0.0015  |
| Max-eigenvalue test indicates 2 cointegratingeqn(s) at the 0.05 level |            |           |                |         |
| * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level               |            |           |                |         |
| **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values                             |            |           |                |         |

جاءت نتائج التكامل المشترك مؤكدة لوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين (الدين الخارجي)، و  $X_1$  سعر الفائدة علي القروض، و  $X_2$  سعر الفائدة علي الودائع، و  $X_3$  الإحتياطي النقدي، و  $X_4$  والمعروض النقدي، و  $X_5$  سعر الصرف، في الأجل الطويل وذلك عند مستوى ثقة ٩٥% ( $\alpha = 0.05$ ).

### نتائج تقدير النموذج:

قد تم تلخيص نتائج تقدير النموذج في الجدول التالي:

جدول (٥): نتائج تقدير العلاقة الخطية بين  $(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5)$  و  $(Y)$

| شكل العلاقة                                            | ثوابت المعادلة ومعنوياتها |                  | معنوية العلاقة |                  | adj            | R <sup>2</sup> | DW    |
|--------------------------------------------------------|---------------------------|------------------|----------------|------------------|----------------|----------------|-------|
|                                                        | A                         | Sig <sub>t</sub> | F              | Sig <sub>f</sub> | R <sup>2</sup> | %              |       |
| الخطية                                                 | a <sub>0</sub>            | -1.09            | .178           |                  |                |                |       |
| $Y = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + a_4X_4 + a_5X_5$ | a <sub>1</sub>            | 18.76            | .041           |                  |                |                |       |
|                                                        | a <sub>2</sub>            | -15.43           | .037           | 16.473           | .000           | 79.5           | 84.6  |
|                                                        | a <sub>3</sub>            | -53.82           | .001           |                  |                |                | 1.892 |
|                                                        | a <sub>4</sub>            | -17.14           | .023           |                  |                |                |       |
|                                                        | a <sub>5</sub>            | -1.06            | .018           |                  |                |                |       |

ويلاحظ من خلال الجدول السابق، ما يلي:

أ- جاء الشكل الخطي للعلاقة بين  $(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5)$ ، كمتغيرات مستقلة وبين Y كمتغير تابع، معبراً عن وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المستقلة  $(X_2, X_3, X_4, X_5)$  والمتغير التابع (Y)، وكذلك وجود علاقة طردية بين  $(X_1)$  كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع (Y)، وأخذت العلاقة الصورة:

$$Y = -1.09 + 18.76X_1 - 15.43X_2 - 53.82X_3 - 17.14X_4 - 1.06X_5$$

ب- جاء معامل الانحدار (a<sub>1</sub>) ليعبر عن وجود علاقة طردية بين سعر الفائدة علي القروض (X<sub>1</sub>) وبين المتغير التابع (الدين الخارجي) وهو ما يتفق مع افتراضات النظرية الاقتصادية، حيث تؤدي زيادة سعر الفائدة علي القروض (X<sub>1</sub>) إلي تراجع الاستثمار، فيتم تعويض نقص الاستثمار عن طريق القروض الخارجية.

ج- جاءت معاملات الانحدار (a<sub>2</sub>, a<sub>3</sub>, a<sub>4</sub>, a<sub>5</sub>) سالبة لتعبر عن وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع (الدين الخارجي)، وهو ما يتفق مع افتراضات النظرية الاقتصادية، حيث زيادة سعر الفائدة علي الودائع (X<sub>2</sub>) إلي زيادة المدخرات وهي مصادر محلية لتمويل برامج التنمية، مما يؤدي إلي الحد من القروض الخارجية، كما تؤدي زيادة الإحتياطات النقدية (X<sub>3</sub>) إلي تراجع الإقتراض الخارجي، كما تؤدي زيادة المعروض النقدي (X<sub>4</sub>) إلي توفير سيولة مؤقتة (الأجل

القصير) لتمويل برامج التنمية، مما يؤدي إلى الحد من الإقتراض الخارجي، ولكن في الأجل الطويل سيؤدي ذلك إلى ارتفاع الأسعار، مما يؤدي إلى زيادة الواردات والحد من الصادرات فزيادة العجز في الموازنة العامة فزيادة الإقتراض مرة أخرى، كما سيؤدي ارتفاع سعر الصرف (X5) إلى انخفاض الدين الخارجي في الأجل الطويل، لأن الارتفاع في سعر الصرف سيؤدي إلى زيادة عبء الدين الخارجي على الاقتصادي المصري مقوماً بالعملة المحلية، فالموازنة العامة ستكون مسؤولة عن تدبير موارد مالية بالجنه أكبر لتحويلها لسداد نفس أقساط الدين وفوائده، مما يعني زيادة الضغوط التمويلية على الموازنة العامة، مما يدفع بالحكومة إلى تقليل اعتمادها على التمويل بالدين الخارجي بقدر الإمكان لتقليل هذه الضغوط التمويلية، وهكذا تستمر العلاقة التبادلية للوصول إلى وضع توازني بين المتغيرين

د - جاء معامل التحديد  $R^2 = 84.6\%$ ، ومعنى ذلك أن تلك المتغيرات المستقلة الخمسة محل الدراسة تفسر نحو 84.6% من التغيرات في المتغير التابع (Y) والباقي 15.4% يرجع لمتغيرات أخرى.

هـ - جاءت العلاقة الخطية معنوية، حيث بلغت نسبة أقل من 5%.

ز- جاءت قيمة "دربين واتسون" المحسوبة لتشير إلى عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، حيث بلغت قيمة  $D.W = 1.892$  وهي أكبر من الحد الأعلى ( $d_u$ )، وأكبر من الحد الأدنى ( $d_L$ ) عند مستوى معنوية 5% وعدد المشاهدات ( $n=35$ )، وعدد خمسة متغيرات مستقلة ( $k=5$ )، كالآتي:

قيم دربن - واتسون عند مستوى معنوية 5%

| n  | K=5               |                   |
|----|-------------------|-------------------|
|    | الحد الأدنى $d_L$ | الحد الأعلى $d_u$ |
| 35 | 0.979             | 1.873             |

وإذا تم حساب مرونة (Y) بالنسبة إلى ( $X_1, X_2, X_3, X_4, X_5$ )، كالآتي:

$$\frac{\partial \log Y}{\partial \log X} = \text{المرونة}$$

بمعنى أن مرونة المتغير التابع (Y) بالنسبة لأي من  $(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5)$  المتغيرات المستقلة، ما هو إلا معامل انحدار هذا المتغير المستقل، ويُعبّر عنها بأنها عبارة عن التفاضل الجزئي بالنسبة لهذا المتغير المستقل.  
ومن ثم فإن:

أ- مرونة معدل النمو الاقتصادي (Y) بالنسبة إلى  $(X_1)$ : سعر الفائدة على القروض:

$$\partial \log Y / \partial \log X_1 = 0.108$$

ب- مرونة معدل النمو الاقتصادي (Y) بالنسبة إلى  $(X_2)$ : سعر الفائدة على الودائع:

$$\partial \log Y / \partial \log X_2 = -1.738$$

ج- مرونة معدل النمو الاقتصادي (Y) بالنسبة إلى  $(X_3)$ : الإحتياطي النقدي:

$$\partial \log Y / \partial \log X_3 = -1.655$$

د- مرونة معدل النمو الاقتصادي (Y) بالنسبة إلى  $(X_4)$ : المعروض النقدي:

$$\partial \log Y / \partial \log X_4 = -0.039$$

هـ- مرونة معدل النمو الاقتصادي (Y) بالنسبة إلى  $(X_5)$ : سعر الصرف:

$$\partial \log Y / \partial \log X_5 = -4.78$$

ويمكن تحديد الأهمية النسبية لكل متغير من هذه المتغيرات المستقلة، بخارج قسمة مرونة المتغير التابع بالنسبة لكل متغير مستقل على مجموع المرونات (٨.٣٢).  
وبالتالي تكون الأهمية النسبية لكل متغير من هذه المتغيرات المستقلة كالتالي:

| المتغير         | $X_5$ | $X_4$ | $X_3$ | $X_2$ | $X_1$ | الإجمالي |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| الأهمية النسبية | ٥٧.٥  | %٠.٠٤ | ١٩.٩  | ٢٠.٩  | %١.٣  | ١٠٠      |

ومن خلال الجدول السابق يتضح أن المتغير الأكثر أهمية في تحديد النموذج المقدر السابق هو المتغير  $X_5$  (سعر الصرف)، يليه في الأهمية المتغير  $X_2$  (سعر الفائدة على الودائع)، يليه في الأهمية المتغير  $X_3$  (الاحتياطي النقدي)، ثم المتغير  $X_1$  (سعر الفائدة على القروض)، ثم يأتي المتغير  $X_4$  (المعروض النقدي) في مؤخرة المتغيرات من حيث أهميته النسبية.

## النتائج والتوصيات

### أولاً: النتائج:

سعي البحث إلى اختبار صحة الفرض القائل  
هناك علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين أدوات السياسة النقدية والدين الخارجي  
في مصر.

وتبين صحة هذا الفرض، كما يلي:

أ- جاء الشكل الخطي للعلاقة بين ( $X_1, X_2, X_3, X_4, X_5$ )، كمتغيرات مستقلة  
وبين  $Y$  كمتغير تابع، معبراً عن وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المستقلة ( $X_2, X_3, X_4, X_5$ ) والمتغير التابع ( $Y$ )، وكذلك وجود علاقة طردية بين ( $X_1$ ) كمتغيرات  
مستقلة والمتغير التابع ( $Y$ )، وأخذت العلاقة الصورة التالية:

$$Y = -1.09 + 18.76X_1 - 15.43X_2 - 53.82X_3 - 17.14X_4 - 1.06X_5$$

ب- جاء معامل الانحدار ( $a_1$ ) ليعبر عن وجود علاقة طردية بين سعر الفائدة علي  
القروض ( $X_1$ ) وبين المتغير التابع (الدين الخارجي) وهو ما يتفق مع افتراضات  
النظرية الاقتصادية، حيث تؤدي زيادة سعر الفائدة علي القروض ( $X_1$ ) إلى تراجع  
الاستثمار، فيتم تعويض نقص الاستثمار عن طريق القروض الخارجية.

ج- جاءت معاملات الانحدار ( $a_2, a_3, a_4, a_5$ ) سالبة لتعبر عن وجود علاقة عكسية بين  
المتغيرات المستقلة والمتغير التابع (الدين الخارجي)، وهو ما يتفق مع افتراضات  
النظرية الاقتصادية، حيث زيادة سعر الفائدة علي الودائع ( $X_2$ ) إلى زيادة المدخرات  
وهي مصادر محلية لتمويل برامج التنمية، مما يؤدي إلى الحد من القروض  
الخارجية، كما تؤدي زيادة الإحتياطيات النقدية ( $X_3$ ) إلى تراجع الإقتراض الخارجي،  
كما تؤدي زيادة المعروض النقدي ( $X_4$ ) إلى توفير سيولة مؤقتة (الأجل القصير)  
لتمويل برامج التنمية، مما يؤدي إلى الحد من الإقتراض الخارجي، ولكن في الأجل  
الطويل سيؤدي ذلك إلى ارتفاع الأسعار، مما يؤدي إلى زيادة الواردات والحد من  
الصادرات فزيادة العجز في الموازنة العامة فزيادة الإقتراض مرة أخرى، كما  
سيؤدي ارتفاع سعر الصرف ( $X_5$ ) إلى انخفاض الدين الخارجي في الأجل الطويل،

لأن الارتفاع في سعر الصرف سيؤدي إلى زيادة عبء الدين الخارجي على الاقتصادي المصري مقوماً بالعملة المحلية، فالموازنة العامة ستكون مسئولة عن تدبير موارد مالية بالجنيه أكبر لتحويلها لسداد نفس أقساط الدين وفوائده، مما يعني زيادة الضغوط التمويلية على الموازنة العامة، مما يدفع بالحكومة إلى تقليل اعتمادها على التمويل بالدين الخارجي بقدر الإمكان لتقليل هذه الضغوط التمويلية، وهكذا تستمر العلاقة التبادلية للوصول إلى وضع توازني بين المتغيرين

د- جاء معامل التحديد  $R^2 = 84.6\%$ ، ومعنى ذلك أن تلك المتغيرات المستقلة الخمسة محل الدراسة تفسر نحو 84.6% من التغيرات في المتغير التابع (Y) والباقي 15.4% يرجع لمتغيرات أخرى.

هـ- جاءت العلاقة الخطية معنوية، حيث بلغت نسبة أقل من 5%.

و- اتضح أن المتغير الأكثر أهمية في تحديد النموذج المقدر السابق هو المتغير  $X_5$  (سعر الصرف)، يليه المتغير  $X_2$  (سعر الفائدة على الودائع)، يليه المتغير  $X_3$  (الاحتياطي النقدي)، ثم المتغير  $X_1$  (سعر الفائدة على القروض)، ثم يأتي المتغير  $X_4$  (المعروض النقدي) في مؤخرة المتغيرات من حيث أهميته النسبية.

### ثانياً: التوصيات:

في ضوء ما تم من نتائج يمكن تقسيم التوصيات إلى توصيات قصيرة وتوصيات متوسطة وطويلة الأجل:

- وضع سقف لنسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي، وفقاً لتوصيات لجنة الحوار الوطني.

- جدولة الديون الخارجية عن طريق نادي باريس ونادي لندن، سواء من جهات (رسمية أو خاصة) دولية.

- تقليل المحتوى الاستيرادي في إنتاج السلع باستخدام الموارد المحلية قدر الإمكان.

- عدم الاعتماد على الأموال الساخنة في الحصول على التمويل لارتفاع فوائدها.

- الإمتناع عن استخدام القروض الخارجية في مشروعات البنية التحتية لفترة محددة، تحددتها لجنة الخطة والموازنة بمجلس النواب

- توجيه القروض الخارجية إلى القطاعات ذات القيمة المضافة المرتفعة.
- الاستفادة من تجارب بعض الدول المشابهة لظروف مصر كالهند في تمويل برامج التنمية.
- العمل على استقرار سعر الصرف للحفاظ على القدرة التنافسية للاقتصاد، خاصة للصادرات.
- التركيز على مصادر التمويل المحلي (الإدخار والاستثمار)، باستخدام أدوات السياسة النقدية والمالية.
- استخدام النقد الأجنبي المتوفر من تحويلات العاملين بالخارج في مشروعات إنتاجية وليس في تمويل عمليات الاستيراد فقط، لأن تلك المشروعات هي التي تقوم ببناء اقتصاد الدولة.
- وضع وتطوير تشريعات تدعم ترويج فرص استثمارية للمغتربين في وطنهم.
- تنشيط التواصل مع العاملين بالخارج وتحفيزهم بإعطائهم مزايا كأسعار فائدة مميزة على ودائعهم بالعملة الأجنبية، وإشراكهم في المشروعات القومية، وتوفير الاستقرار السياسي والتشريعي.
- استخدام القروض الخارجية في المشروعات الإنتاجية، حتي يمكن سداد أقساطها وفوائدها.
- إدخال تحويلات العاملين بالخارج في المنظومة البنكية الرسمية لتعزيز الشمول المالي، خاصة للفئات الفقيرة والمناطق الريفية، وخفض تكلفة تحويلها لتعزيز استخدام قنوات التحويل الرسمية.
- معرفة استحقاقات القروض الخارجية مستقبلاً، للحفاظ على حقوق الأجيال القادمة.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية:

١. إحصاءات البنك الدولي، سنوات مختلفة.
٢. أحمد محمد، السياسة النقدية بين النظرية والتطبيقات الحديثة، رسالة دكتوراه، (جامعة القاهرة: كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، ٢٠١٥).
٣. بشيشي وليد، "التحليل الكمي لأثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي دراسة تطبيقية على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٢"، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد ٣٣، ٢٠١٤.
٤. بشيشي وليد، "التحليل الكمي لأثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي دراسة تطبيقية على الاقتصاد الجزائري خلال (١٩٩٠-٢٠١٢)، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد ٣٣، ٢٠١٤.
٥. تغريد حسونة، "دور واليات السياسة النقدية في ظل نظم سعر الصرف المعموم مع التطبيق على الحالة المصرية" رسالة دكتوراه، (جامعة القاهرة: كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، ٢٠٠٨).
٦. تقرير البنك المركزي المصري، سنوات مختلفة.
٧. تقرير صندوق النقد الدولي، ١٩٩٧.
٨. حسين الأسرج، "تحليل أداء السياسة النقدية في مصر خلال (١٩٩٧-٢٠٠٤)"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد ٥، ٢٠١٣.
٩. روابح عبد الباقي، " المديونية الخارجية وإصلاحات الاقتصاد في الجزائر: دراسة تحليلية مقارنة"، رسالة دكتوراه، الجزائر، جامعة العقيد الحاج لخضر، باثنة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ٢٠٠٦.
١٠. سامر علي عبد الهادي، " الآثار الاقتصادية للمديونية الخارجية"، المؤتمر العلمي الدولي التاسع، "الوضع الاقتصادي العربي وقيادات المستقبل، فلسطين، ٢٠١١.
١١. طالب عوض ومالك ياسين، "أثر التطور النقدي والمالي في الأردن" مجلة دراسات العلوم الادارية، المجلد ٣٨، العدد ٢، ٢٠١١.
١٢. العباس بالقاسم، " إدارة الديون الخارجية"، سلسلة تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد الثلاثون، المعهد العربي للتخطيط الاقتصادي، السنة التاسعة، الكويت، ٢٠٠٤.
١٣. عبيدات ياسين، تقييم دور مجموعة البنك الدولي في التنمية المستدامة في البلدان المنخفضة الدخل، "رسالة دكتوراه، (الأردن: جامعة آل البيت، كلية الإدارة والاقتصاد، ٢٠١٩).
١٤. علي عباس، إدارة الأعمال الدولية للدخل العام"، (عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع، ٢٠١٣).

١٥. كمال أمين الوصّال ومحمود يونس، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، (الاسكندرية: الدار الجامعية، ٢٠١٤).
١٦. مازن حسن الباشا، "أثر التمويل الخارجي على النمو الاقتصادي في الأردن دراسة قياسية تحليلية للفترة (١٩٩١-٢٠١٥)"، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية - المجلد السادس عشر - العدد الثاني، ٢٠١٦، (جامعة الزرقاء: كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، الأردن، ٢٠١٦).
١٧. محمد راتول، وصلاح الدين كروش، "تقييم فعالية السياسة النقدية في تحقيق المربع السحري لكالدور في الجزائر خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٠)"، مجلة بحوث اقتصادية وإدارية، العدد ٦٦، ٢٠١٤.
١٨. محمد شاهين، "أثر الديون الخارجية علي النمو الاقتصادي"، (غزة، جامعة الأزهر، ٢٠١٢).
١٩. محمد عباس محمد، "أثر الدين الخارجي على النمو الاقتصادي في مصر ١٩٩٤-٢٠١٨"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، ١٢(٢)، ٢٠٢١.
٢٠. محمد عبد العزيز، "الدور التمويلي لصندوق النقد والبنك الدوليين"، (القاهرة: دار الفكر الجامعي، ٢٠١٦).
٢١. محمد عبد الله عبيد، "أثر الدين العام علي الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية علي الدين العام للسلطة الفلسطينية للفترة (١٩٩٧-٢٠١٣)" رسالة ماجستير، فلسطين، الجامعة الإسلامية غزة ، كلية التجارة، ٢٠١٥).
٢٢. محمد محمود عطوة يوسف، أثر تغيرات سعر الفائدة على فاعلية سوق الأوراق المالية مع إشارة خاصة لماليزيا، المجله الماليزيايه للدراسات التجارية، جامعه المنصوره، ٢٠١٢.
٢٣. مصطفى بنتور، "حدود الدين العام القابل للاستمرار النمو الاقتصادي بين النظرية والواقع : اسقاطات علي حالة الدول العربية"، صندوق النقد العربي، ٢٠١٨.
٢٤. منال جابر مرسي محمد، أثر الدين الخارجي علي النمو الاقتصادي في مصر دراسة قياسية، مجلة السياسة والاقتصاد، المجلد ٨، العدد ٩ اكتوبر ٢٠٢٠، doi: 10.21608/jocu.2020.45838.1065
٢٥. مني محمد عبد القادر، أثر السياسة النقدية علي النمو الاقتصادي في ماليزيا، رسالة دكتوراه، (جامعة الزقازيق: كلية الدراسات الآسيوية العليا، ٢٠١٩).
٢٦. محمد حسين حفني، قياس العلاقة التبادلية بين الدين لخارجي وسعر الصرف، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، المجلد ٤٧، العدد الأول، ٢٠٢٤.
٢٧. نداء الصوص، وآخرون، "العجز المالي وأثره علي الاقتصاد الأردني" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة البلقاء، الأردن، عدد ٢٩، ٢٠١٢.

٢٨. نيفين ابراهيم، "أثر عجز الموازنة العامة في مصر في الدين الخارجي باستخدام التكامل المشترك والسببية"، *مجلة بحوث اقتصادية عربية*، العدد ٧١، ٢٠١٥.
٢٩. الهلي نور الدين، *العلاقة بين تغيرات في أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة في البورصة، رسالة ماجستير*، (الجزائر: جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ٢٠١٣).
٣٠. وزارة المالية، الحساب الختامي، ٢٠١٦.

### ثانياً: المراجع الأجنبية:

1. Alma, Incia and Others (2011), "The Dynamic implications of Debt Relief for low income countries ", IMF, Working paper WP/11/157, Washington. IMF, July.
2. Amer, Ziad. (2011). "Monetary Policy in Egypt: Recent Challenges and Future Priorities" ECES Working Paper Series No.28. Available at: [http://www.eces.org.eg/MediaFiles/Uploaded\\_Files/%7B7B241CAA-3E74-4E1D-99B8-81E2BEA42D77%7D\\_PVP28-Eng-6pages.pdf](http://www.eces.org.eg/MediaFiles/Uploaded_Files/%7B7B241CAA-3E74-4E1D-99B8-81E2BEA42D77%7D_PVP28-Eng-6pages.pdf)
3. Egert, B., (2015), " The 90% Public debt threshold; The rise and fall a stylized Fact", **Applied Economics**, Vol 47(34-35).
4. Emam, Heba Talla. (2012). "Monetary and Fiscal policies post 25 January revolution". London school of Economics London. Available at: <http://www.lse.ac.uk/middleEastCentre/research/Collaboration-Projects/collaboration-2011-2012/LSE-Collaboration-with-FEPS/Heba-Atef.pdf>.
5. Ghanem, Amina, and Lotfy, Abed Elmonem, and Hmdy, Doaa. (2010). "Overview of the Egyptian Economy and Business Environment". Available at: <http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/English/OverviewoftheEgyptianEconomyandBusinessEnvironment.pdf>
6. Hadbek Zouhaier, Mrad Fatma (2014), " Debt and Economic Growth" **International Journal of Economics and Financial**, No 4(2).
7. Kamaan, Corazon. (2014) "The Effect of Monetary Policy on Economic Growth in Kenya" School of Human Resource Development, Jomo

Kenyatta University of Agriculture and Technology. Available at: <http://www.ijbcnet.com/3-8/IJBC-14-3802.pdf>.

8. Lawal Isola Adedoyin et al, (2016), "External Debt and Economic Growth: Evidence from Nigeria", Acta Universitatis Danubius, **Œconomica**, Vol 12, No 6. <http://journals.univ-danubius.ro/index.php/oeconomica/article/view/3655/3744>.

9. Musebu Sichula (2012), "Debt overhang and Economic Growth in HEPC Countries", International **Journal of Economic of Finance**, VOL, 4 No 10, 2012, Shanghai University of Finance and Economics, China.

10. Rania Abdel moniem Mohamed Rageh , "**Interest Rate Rule For The Conduct Of Monetary Policy : Analysis for Egypt 1997 : 2007**", Cairo, 2010.

11. Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2019), "Growth in a Time of Debt", **American Economic Review**, 100 (2).

12. Tejvan Pettinger, "Effect of Lower Interest Rates, **International journal of quality**, 2013.