

تقدير مسار التوازن الاقتصادي الخارجي في مصر

سارة أبو السعود عبده
مدرس الاقتصاد
الأكاديمية الحديثة للعلوم
الكمبيوتر وتكنولوجيا الإدارة

حسام الدين محمد عبد القادر
أستاذ الاقتصاد المساعد
كلية التجارة
جامعة عين شمس

الملخص

تعتبر الاختلالات الاقتصادية الخارجية من المشاكل المزمنة التي تعاني منها العديد من الدول خاصة الدول النامية ومنها مصر. عانى الاقتصاد المصري من عجز خارجي في معظم سنوات الفترة محل الدراسة. لذا يهدف هذا البحث إلى التعرف على مراحل تطور الاختلال الاقتصادي الخارجي في مصر، وأسباب الاختلال وفقاً للتطورات والأحداث التي مر بها، وكيفية تأثير المتغيرات الاقتصادية على التوازن الاقتصادي الخارجي المتمثل في الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مع التركيز على المتغيرات الخاصة بسعر الفائدة الحقيقي، وسعر الصرف الحقيقي الفعال، والسيولة المحلية، والائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص؛ وذلك من أجل الوصول إلى الآليات والسياسات الاقتصادية المناسبة لتصحيح مساره. وقد تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية في الفترة من ١٩٧٧ إلى ٢٠١٧، في ظل المنهج الاستنباطي والأسلوب القياسي. والأسلوب القياسي المستخدم هو نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) Vector Autoregressive Model، ونموذج تصحيح الخطأ (VECM) Vector Error Correction Mechanism. وقد توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي الفعال وسعر الفائدة الحقيقي لهما أثراً إيجابياً على

تحسن وضع الحساب الجاري، أما معدل نمو السيولة المحلية والائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص فلهما أثرا سلبيا على الحساب الجاري. الكلمات المفتاحية: التوازن الاقتصادي الخارجي، الاختلال الاقتصادي الخارجي، محددات الحساب الجاري، تعديل الحساب الجاري، تحركات رؤوس أموال قصيرة الأجل، ميزان المدفوعات، نماذج السلاسل الزمنية، نموذج متجه الانحدار الذاتي، نموذج تصحيح الخطأ، مصر.

Abstract

External economic imbalances are considered as chronic problems that many countries suffered from, especially developing countries, including Egypt. The Egyptian economy has suffered from an external deficit in the most of period 1977-2017. Therefore, this research aims at identifying the stages of the evolution of external economic imbalance in Egypt and determining causes of these imbalances. The research concern economic variables which affect the external economic balance, expressed in the current account as a percentage of GDP, like real interest rate, effective real exchange rate, domestic liquidity and domestic credit provided to the private sector; in order to access appropriate mechanisms and policies to adjust its path. To achieve this goal, the research used time series data under the deductive approach and an econometric method. The Vector Autoregressive Model (VAR) and Vector Error Correction Mechanism (VECM) are used in estimating the relationships among variables. The research found that the rise in the effective real exchange rate and the real interest rate have a positive impact on the improvement of the current account position, while the growth rate of money supply and domestic credit provided to the private sector have a negative impact of current account.

Key Words: External economic balance, External economic imbalances, determinants of current account, current account adjustment, short term capital movement, balance of payment, time series models, Vector Autoregressive Model (VAR) and Vector Error Correction Mechanism (VECM), Egypt.

مقدمة

شكّل إتساع الاختلالات الاقتصادية الخارجية في العديد من دول العالم سواء النامية أو المتقدمة إتجاهاً مثيراً للقلق في العقدين السابقين وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، نظراً لما أدت إليه الاختلالات الخارجية من آثار سلبية من أهمها انخفاض الاحتياطي من النقد الأجنبي، وزيادة الدين الخارجي وأعباء خدمة الدين مما يهدد الاستقرار المالي والاقتصادي، وانخفاض القدرة على سداد الدين وتراجع الملاءة المالية.

وبالنظر إلى حالة مصر سنجد أنها عانت من عجز اقتصادي خارجي في العديد من السنوات سواء في الحساب الجاري أو في الميزان الكلي لميزان المدفوعات، مع اختلاف أسباب العجز وفقاً للمراحل التي مر بها الاقتصاد المصري ولكن ما هو مشترك طوال فترة الدراسة هو انها عانت من عجز دائم في الميزان التجاري. ولكن تقاومت حدة المشكلة مع تصاعد التحديات السياسية والاقتصادية التي تواجهها مصر منذ عام ٢٠١١م، والتي كان لها أثر كبير في تزايد حجم الاختلال الاقتصادي الخارجي.

بداية من عام ١٩٧٤م بدأت مصر مرحلة الانفتاح الاقتصادي وتحولت تدريجياً إلى اقتصاديات السوق الحر، مما ادت الي الانفتاح الاستهلاكي وارتفاع العجز في الحساب الجاري، وعدم قدره الحساب المالي على تغطية كامل العجز في أغلب الأعوام مما ادى إلى انخفاض في الاحتياطيات الدولية، ومن ثم لجأت مصر لتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي ERSAP لعلاج الاختلالات الاقتصادية الداخلية والخارجية. ولكن بالرغم من التأثير الايجابي للبرنامج على حجم الاختلال الاقتصادي الخارجي المتمثل في الحساب الجاري، الا أن هذا التأثير تلاشى في النصف الثاني من التسعينيات بسبب العديد من الاحداث الداخلية والخارجية. واستمرت اختلالات التوازن الاقتصادي الخارجي حتى عام ٢٠١٧ مع اختلاف قيمة واسباب الاختلال.

مشكلة الدراسة

تتلخص مشكلة الدراسة في تقييم مسار التوازن الاقتصادي الخارجي المصري في الفترة من ١٩٧٧ إلى ٢٠١٧، بالتركيز على الحساب الجاري وتحليل أهم محدداته والعوامل التي أدت إلى وجود خلل بصفة دائمة في مكوناته مع وجود عجز في معظم فترة الدراسة، وإلى أي مدى يوجد أفرط في هذا العجز يحتاج إلى تغيير في السياسات الاقتصادية المتبعة، ومن ثم الخروج بحزمة من السياسات التي من شأنها أن تساهم في تصحيح مساره.

وقد قام البحث بالتركيز على المتغيرات المتعلقة بالسياسات الاقتصادية والتي تؤثر وفقا للنظرية الاقتصادية على التوازن الاقتصادي الخارجي ممثلا في الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وهي سعر الصرف الحقيقي الفعال، وسعر الفائدة الحقيقي، ومعدل نمو السيولة المحلية، والائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص.

فروض البحث

يمكن تقسيم فروض الدراسة إلى ثلاث فروض اساسية كما يلي:

- الفرض الأول: إن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي الفعال يؤدي إلى تحسن وضع الحساب الجاري في مصر.
- الفرض الثاني: إن السياسة النقدية الانكماشية لها تأثير إيجابي على وضع الحساب الجاري في مصر.
- الفرض الثالث: إن ارتفاع الائتمان المحلي للقطاع الخاص يؤدي إلى تدهور الحساب الجاري في مصر.

خطة الدراسة

سوف تنقسم خطة الدراسة إلى التوازن الاقتصادي الخارجي في الفكر الاقتصادي، الدراسات السابقة، منهجية وأسلوب البحث، بيانات البحث، والنموذج المقدر للتوازن الاقتصادي الخارجي في مصر، وفي الختام النتائج والتوصيات.

التوازن الاقتصادي الخارجي في الفكر الاقتصادي

تعددت الآراء والمناهج حول كيفية تفسير وعلاج الاختلال الاقتصادي الخارجي بداية من الفكر الكلاسيكي، حيث أعتمد الكلاسيك لعلاج الخلل في التوازن الاقتصادي الخارجي على نظرية كمية النقود Quantity Theory of Money (Swndon & Vane, 2005).

قام David Hume بوضع الأسس والمبادئ الأولية لميزان المدفوعات وكانت أفكاره تدور حول إنكار مبادئ المذهب التجاري في مجال ميزان المدفوعات أو بشكل أدق الميزان التجاري. بمعنى أن عند تطبيقها في الواقع العملي نجد أن التوجه نحو الصادرات يهدف إلى الحصول على المعادن الثمينة كمصدر أساسي للثروة الاجتماعية، وفي نفس الوقت تحفيز الإنتاج بهدف الحد من التدفقات الخارجة من المعدن الثمين. فالمذهب التجاري يشجع على الحد من الاستيراد أما Hume فحاول توضيح أهمية الميزان التجاري النشط لتراكم المعادن النفيسة. وكان على اعتقاد بأن العرض النقدي والطلب النقدي يجب أن يتوازنا تلقائياً دون تدخل، فأى جهد يتم سواء عن طريق سياسات تشجيع الصادرات أو أحلال الواردات يعتبر جهد غير مجدي (Stojanov, 2006).

بعد انهيار قاعدة الذهب وإتباع نظام الصرف المرن، اتجه التحليل الاقتصادي لوضع منهج لتعديل اختلالات ميزان المدفوعات في ظل تغير النظام النقدي، حيث وضعت Joan Robinson ما يسمى بمنهج المرونة لميزان المدفوعات Elasticity

Approach (Thirlwall, 1986). وطبقا لمنهج المرونة فإن الخلل في ميزان المدفوعات يرجع إلى التفاوت بين الأسعار المحلية والعالمية، لذا أعطى منهج المرونة الأولوية إلى قضية تفاوت الأسعار من أجل تصحيح الخلل (Stojanov, 2006). يستند منهج المرونة لميزان المدفوعات على شرط مارشال-ليرنر. وينص هذا الشرط على أنه إذا كان مجموع مرونة الطلب على الصادرات والواردات يتجاوز الواحد الصحيح يكون هناك أثر إيجابي لتخفيض قيمة العملة على الميزان التجاري، فهذا المنهج يتعامل مع الميزان التجاري فقط ويتجاهل وجود تدفقات لرأس المال العالمي. إذا توافرت شروط مارشال في استقرار السوق وبالتالي اللجوء إلى تخفيض قيمة العملة لمواجهة العجز سنجد أن الوضع سيئو في الفترة الأولى بعد تخفيض قيمة العملة وسوف يتحسن بعد ذلك. سميت هذه الظاهرة *J-Curve Effect*، فتخفيض قيمة العملة يكون له أثر سلبي على العجز في البداية حيث يؤدي إلى تفاقمه ولكن مع الوقت يبدأ الوضع في التحسن، يرجع ذلك إلى انخفاض معدلات المرونة في المدى القصير ولكن على المدى الطويل سترتفع معدلات المرونة مما سيؤدي إلى تحسن الوضع في الميزان التجاري. يمكن تلخيص نقاط الضعف عند تطبيق منهج المرونة في أنه يتم على مستوى تحليل التوازن الجزئي ويتجاهل ظروف العرض والتغيرات في التكاليف نتيجة لتخفيض قيمة العملة ويميل إلى إهمال آثار الدخل والانفاق لتغيرات أسعار الصرف، ولكن إذا تم التعامل مع إجمالي مرونة الصادرات والواردات فهذا بمثابة دراسة للعلاقة بين ميزان المدفوعات وأداء الاقتصاد ككل وهذه النقطة تعتبر نقطة البداية لمنهج الاستيعاب الخاص بميزان المدفوعات (Thirlwall, 1986).

في ظل منهج الاستيعاب Absorption Approach يتحسين وضع الميزان التجاري إذا كانت الزيادة في الدخل أكبر من الزيادة في الانفاق (الامتصاص) المحلي، فوفقا لهذا المنهج سوف ينجح تخفيض قيمة العملة في علاج العجز إذا أدى إلى اتساع الفجوة بين الناتج المحلي والامتصاص المحلي. ولكن في حالة التوظيف الكامل فإن الدخل لن يزداد لذا لن يكون هناك نتيجة إلا عن طريق خفض الامتصاص المحلي

سواء أن كان ذلك تلقائياً أو عن طريق وضع سياسات مالية ونقدية انكماشية (Salvatore, 2001). وفي حالة التوظيف غير الكامل يمكن اللجوء إلى السياسات التي تستهدف رفع قيمة الدخل والتي تسمى "سياسات تحويل النفقات" Expenditure Switching Policies ويجب ألا تكون مصحوبة بزيادة متساوية في الامتصاص المحلي حتى يتثنى تحسن وضع ميزان المدفوعات. ومن أمثلة هذه السياسات تخفيض قيمة العملة والتعريفات الجمركية والحصص على الواردات والإعانات المقدمة للصادرات وتسويات الأسعار والكميات لزيادة الصادرات وخفض الواردات. ولكن كما سبق وذكرنا أنه في حالة العمالة الكاملة وعدم وجود إمكانية لزيادة الدخل، يجب اللجوء إلى خفض مقدار الامتصاص باستخدام سياسات تخفيض الانفاق، والتي يجب أن لا تكون مصحوبة بانخفاض في مقدار الدخل. حيث يجب أن تقلل سياسات خفض الإنفاق المصاحبة لسياسات تحويل النفقات في ظل العمالة الكاملة من الانفاق على السلع المتداولة، وإلا فلن تحقق الهدف المرجو تحقيقه (Thirlwall, 1986).

شهدت بداية الستينيات ارتفاع التحرير التجاري وحركات رؤوس الأموال، لذا قام كلا من Marcus Fleming و Robert Mundell بالعديد من الأبحاث من أجل دمج دور تدفقات رأس المال في النموذج الكينزي للتوازن العام. وبعد عقد من الزمان نشر Rudiger Dornbusch عام ١٩٧٦ عدة مقالات حول سياسة سعر الصرف، دونت فيها هذه المساهمات تحت عنوان Mundell–Fleming (IS–LM–BP) Model وقد أصبح أساساً للنماذج المعاصرة التي توضح كيف يمكن استخدام السياسة المالية والنقدية لتحقيق التوازن الداخلي والخارجي (Boughton, 2003).

ثم جاء المنهج النقدي لميزان المدفوعات الذي تعامل مع التوازن الاقتصادي الخارجي على أنه ظاهرة نقدية يمكن علاج أي خلل فيه من خلال المتغيرات النقدية. فوفقاً للفكر النقدي أي خلل في سوق النقد سوف يكون له أثر على اختلال الميزان التجاري مما يؤدي إلى حدوث تغييرات في أرصدة الاحتياطيات الدولية لاستعادة التوازن مره أخرى، لذا قام كلا من Robert Mundell و Harry Johnson بوضع أسس المنهج

النقدي لميزان المدفوعات Monetary Approach ويعد هذا المنهج امتداداً لأفكار مدرسة Monetarism حيث يرى أن النقود لها دور هام على المدى الطويل سواء في حدوث خلل في ميزان المدفوعات أو في تصحيح هذا الخلل (Salvatore, 2001). فهذا المنهج يفترض أن الخلل في ميزان المدفوعات ناتج عن خلل نقدي أي ناتج عن الفرق بين عرض النقود والطلب على النقود فإذا زادت الدخول وأرتفع الطلب على النقود في ظل ثبات العرض فإن الزيادة في الطلب على النقود سيتم تلبيتها من خلال تحويل الأرصدة النقدية لداخل البلاد، أما في حالة وجود فائض في عرض النقود فسيتم القضاء عليه من تدفق النقود إلى الخارج (إمام، ٢٠١٥).

قبل قام صندوق النقد الدولي في ٢٠١٣ بوضع إطار منهجية تقييم الأرصدة الخارجية (EBA) لتقييم الحسابات الجارية وأسعار الصرف وجمع منهج تقييم الأرصدة الخارجية بين التحليل التجريبي والتقييم المعياري للحساب الجاري وسعر الصرف، مع التركيز على دور السياسات والتشوهات السياسية. يضم المنهج ثلاث طرق، الأولى والثاني يضم تحليل لكلا من الحساب الجاري وسعر الصرف الحقيقي، والثالث ركز على تحليل الاستدامة. تضم المنهجية مجموعة أوسع بكثير من العوامل بما في ذلك السياسات والعوامل الدورية وظروف سوق رأس المال العالمية التي قد تؤثر على الحساب الجاري وسعر الصرف. ويتم ذلك بتحليل الانحدار وفي المرحلة الأولى: مرحلة التحليل الوصفي، ويركز على تطورات الحساب الجاري وسعر الصرف الحقيقي عبر تقديرات الانحدار. المرحلة الثانية: تتضمن التقدير المعياري للحسابات الجارية وسعر الصرف الحقيقي، ومن خلال نتائج الانحدار يتم التنبؤ بفجوة السياسات بالنسبة للحساب الجاري وسعر الصرف الحقيقي، حيث يتم تحديد مدى انحراف الحساب الجاري الفعلي عن الحساب الجاري المقدر نتيجة للتشوهات في السياسات المتبعة (Phillips *et al.*, 2013). يمكن النظر إلى القيم الباقية والمعروفة بفجوة الحساب الجاري

Current Account Gap باعتبارها مؤشر على نسبة ارصدة الحسابات الجارية التي لا يمكن تفسيرها من خلال أساسيات الاقتصاد الكلي لبلد ما، ومن ثم فهي مقياس

للاختلالات المفردة التي تعكس تشوهات اساسية أو مخاطر نظامية، تعرف بفجوة السياسات أو التشوهات السياسية (صندوق النقد الدولي، ٢٠١٥).^١

الدراسات السابقة

تعددت الدراسات المتعلقة بالاختلالات الاقتصادية الخارجية ولكننا سوف نتناول أهم هذه الدراسات متناولين الدراسات التي تحدد أهم المتغيرات المؤثرة على التوازن الاقتصادي الخارجي.

تناول كلا من (Chorng & Wong (1998) العلاقة السببية بين الحساب الجاري والحساب المالي في أربع اقتصادات ناشئة وهم الأرجنتين، المكسيك، الفلبين وتايلاند باستخدام نموذج Bivariate Vector Autoregressive واختبار السببية Granger Causality Test اعتماداً على البيانات من ١٩٧٦ إلى ١٩٩٦. وتوصلت النتائج إلى أن ارتفاع درجة الحرية في انتقال رؤوس الأموال تعتبر أكبر سبب في عدم استقرار الحساب الجاري (عجز الحساب الجاري)، ومن أجل الاحتفاظ بالتوازن الخارجي يجب اتباع حزمة سياسات تخفض عجز الحساب الجاري.

تناول المهدي (٢٠٠٠) محددات الحساب الجاري في موازين مدفوعات بعض الدول العربية. وعملت الدراسة على تحليل المحددات الاقتصادية المختلفة لرصيد الحساب الجاري في عشر دول عربية خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٩٨ بغرض التوصل إلى أكثر المتغيرات تأثيراً على رصيد الحساب الجاري في هذه الدول. وأوضحت نتائج الدراسة أن عجز الموازنة الحكومية، والتوسع النقدي، وفجوة الادخار من أكثر العوامل المؤثرة على رصيد الحساب الجاري بفرض ثبات سعر الصرف في المدى القصير؛ حيث أن ترشيد الإنفاق الحكومي، وزيادة الإيرادات لخفض عجز الموازنة بنسبة ١٪ يؤدي إلى

^١ فجوة السياسات أو التشوهات هي انحرافات اوضاع السياسات الفعلية التي تتمثل في أرصدة المالية العامة، والإنفاق على الصحة، والتدخل في سوق الصرف، الائتمان المقدم للقطاع الخاص وقيود رأس المال عن مستوياتها المرغوبة أو الملائمة.

تحسن وضع الحساب الجاري بنسبة ٠.٤٣٪. كما ان التوسع النقدي بنسبة ١٪ يؤدي إلى زيادة عجز الحساب الجاري بنسبة ٠.١٥٪ في مصر. بالإضافة إلى أن ارتفاع معدلات الإدخار بما يساوي معدل الاستثمار يؤدي إلى تحسن وضع الحساب الجاري. قام (Christiansen *et. al.* (2009) بدراسة التوازن الاقتصادي الخارجي في البلدان منخفضة الدخل من خلال تحليل محددات كلا من سعر الصرف الحقيقي والحساب الجاري وصافي الأصول الأجنبية في الدول منخفضة الدخل طبقاً لتصنيف WB بالتركيز على المؤشرات المتعلقة بجودة السياسات والمؤسسات، وإمكانية الوصول إلى التمويل الخارجي الرسمي، ودرجة الحساسية تجاه الصدمات، تعتمد الدراسة على بيانات ٥٩ دولة في الفترة من ١٩٨٠ إلى ٢٠٠٦ باستخدام نموذج OLS Panel Regressions. وقد توصلت الدراسة إلى أن تحرير حساب رأس المال يلزمه انخفاض في أرصدة الحسابات الجارية وصافي الأصول الأجنبية وارتفاع في أسعار الصرف الحقيقية، أما الصدمات الخارجية السلبية تؤدي إلى زيادة (تقليل) الحساب الجاري في البلدان ذات الحسابات الرأسمالية المغلقة (المفتوحة) وبالنسبة للمساعدات الخارجية يتم امتصاصها تدريجياً بمرور الوقت من خلال صافي الواردات، وترتبط بمعدل صرف حقيقي أقل تقديراً في المدى الطويل.

درس (Rohn (2012) مدى الإفراط في عجز الحساب الجاري لتركيا. ومن أجل الوصول إلى ذلك تم التنبؤ بقيم معيارية للحساب الجاري، بالاعتماد على المتغيرات الخاصة بي صافي الاصول الاجنبية، والعوامل الديموغرافية، والسياسة المالية، والتنمية الاقتصادية، والادخار، والتكامل التجاري، والتبادل الدولي السلعي، والتكامل المالي، والجودة المؤسسية. ولقد استخدمت الدراسة منهج الاستدامة الخارجية ومنهج التوازن الاقتصادي الكلي، وأظهرت النتائج أن معيار العجز لرصيد الحساب الجاري يقع بين ٣٪ إلى ٥.٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي، في حين أن العجز الفعلي وصل إلى ١٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي.

قام (Badinger *et. al.* (2015) بدراسة العلاقة بين التوازن المالي والتوازن الخارجي المتمثل في الحساب الجاري مع التركيز على الضوابط المالية. فالتأثير المباشر للسياسة المالية على الحساب الجاري يكون عبر الطلب الكلي (الاستيراد)، ويحتمل لهذا الاثر أن يتضاعف من خلال التأثيرات غير المباشرة لكلا من أسعار الفائدة ومعدلات الادخار. ومن ناحية أخرى إمكانية تخفيف الأثر الإيجابي من الأرصدة المالية إلى الارصدة الخارجية عن طريق موازنة التغييرات في المدخرات من خلال اعتبارات معادلة التكافؤ الريكاردى. وقد تم اختبار هذه الفرضية باستخدام بيانات ٧٣ دولة خلال الفترة ١٩٨٥-٢٠١٢. وقد توصلت الدراسة إلى صحة التأثير الإيجابي للتوازن المالي علي التوازن الخارجي، مما يدعم فرضية العجز التوأم. أما فيما يتعلق بدور القواعد المالية لا نجد أدلة قوية للتأثير المباشر على الحساب الجاري، ومع ذلك فإن التفاعل بين القواعد المالية والرصيد المالي يتبين أن له تأثيراً إحصائياً واقتصادياً كبيراً على الحساب الجاري؛ فقواعد الميزانية الصارمة تقلل من تأثير الرصيد المالي على الحساب الجاري بمقدار الثلث تقريباً في المتوسط للبلدان ذات القواعد المالية الأكثر صرامة.

تناول كلا من (Helmy & Zaki (2015) العلاقة بين الاختلالات الداخلية والخارجية في الاقتصاد المصري من خلال اختبار فرضية العجز التوأم، ولغز - Feldstein Horioka باستخدام بيانات ربع سنوية للفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠١٤، لمعرفة الديناميكيات قصيرة الاجل التي تؤثر على الاقتصاد المصري باستخدام اختبار السببية لجرانجر، ونموذج تصحيح الخطأ، من أجل الوصول إلى التعديل قصير الأجل والعلاقة طويلة الاجل بين الاختلالات الداخلية والخارجية. وتوصلت الدراسة إلى رفض فرضية العجز التوأم ووجود علاقة سببية معكوسة من الحساب الجاري إلى عجز الموازنة. من الممكن أن ذلك يرجع إلى كون عجز الموازنة يتم تمويله بالاعتماد على المصادر الداخلية أكثر من المصادر الخارجية. بالإضافة إلى رفض لغز - Feldstein Horioka جزئياً، ويرجع ذلك إلى ارتفاع درجة حرية حركة رؤوس الاموال وذلك بالرغم

من أن مؤشرات الاندماج في سوق رأس المال العالمي ضعيفة ووجود بعض القيود التي تعوق حركة رؤوس الاموال.

كما أن (Cota *et. al.* (2017) حددوا العوامل الرئيسية التي تؤثر على الاختلالات الخارجية في الدول الأوروبية المتقدمة والناشئة، مما يساعد هذا التقييم لأسباب الاختلالات الخارجية على معرفة ما يجب تغييره في الاقتصادات الأوروبية لاستعادة التوازن الخارجي. وقد قدرت الدراسة نموذج من ١١ دولة أوروبية متقدمة وصاعدة خلال الفترة من ١٩٩٩ إلى ٢٠١٤، واستخدمت الدراسة نموذج VAR. واتضح من النتائج أن سعر الصرف الحقيقي الفعال له تأثير سلبي على رصيد الحساب الجاري للدول المتقدمة والناشئة ولكن التأثير أقوى في الدول الصاعدة. أما عجز الموازنة والنمو الاقتصادي وفجوة الإنتاج تؤثر ايجابيا على رصيد الحساب الجاري في الدول المتقدمة وسلبياً في الدول الناشئة. وفي الدول الناشئة نجد أن الجزء الأكبر من التأثير يرجع إلى فجوة الإنتاج. أما في الدول المتقدمة، نجد أن سعر الصرف الحقيقي الفعال يلعب دوراً بارزاً في اختلالات الحساب الجاري.

درس (Bonga (2017) أي من السياسات الاقتصادية يمكن أن تقوم بتعديل الاختلالات الخارجية في أكبر ثلاثة اقتصادات افريقية باستخدام نموذج PVAR. وقد اظهرت النتائج فاعلية سياسات الاقتصاد الكلي (السياسة المالية والنقدية وسعر الصرف) في معالجة الاختلالات الخارجية المتمثلة في اختلالات الحساب الجاري، كما أن السياسات النقدية الانكماشية تؤدي إلى تحسن الحساب الجاري، وأن تحسن قيمة العملة يؤدي إلى تحسن وضع الحساب الجاري. وأظهرت الدراسة أيضاً أن الصدمات المالية (السياسة المالية التوسعية) تؤدي إلى تحسن وضع الحساب الجاري، وهذه النتيجة تتناقض مع الدراسات الخاصة بالدول النامية.

قام (JaeBin *et. al.* (2017) بدراسة العلاقة بين سعر الصرف الحقيقي والتوازن في الحساب الجاري في ٣٥ دولة من الدول المتقدمة والناشئة اعتماداً على بيانات من ١٩٩٥ إلى ٢٠١٤، وذلك باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ. وقد توصلت النتائج إلى وجود ارتباط سلبي قوي بين المتغيرين.

منهجية وأسلوب الدراسة

يهدف هذا البحث إلى التعرف على أهم محددات الاختلال الاقتصادي الخارجي لمصر المتمثل في الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة من ١٩٧٧ إلى ٢٠١٧، والبحث عن اليآت تصحيح هذا الاختلال. ولتحقيق هذا الهدف يتم استخدام البحث المنهج الاستنباطي والاسلوب القياسي. وفي ظل الاسلوب القياسي يتم استخدام نماذج الانحدار في ظل نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) Vector Autoregressive Model، ونموذج تصحيح الخطأ Vector Error Correction Mechanism (VECM). سوف ينقسم هذا المبحث الى ثلاث أقسام بداية من شرح منهجية النموذج المستخدم، يليها تحليل البيانات المستخدمة في النموذج ثم النموذج المقدر وتحليل نتائجه.

منهجية النموذج

اعتمد البحث على استخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي Vector Autoregressive Model (VAR)، وهو عبارة عن نموذج متعدد المتغيرات يتم من خلاله تفسير القيم الجارية لكل متغير داخلي بواسطة القيم الماضية لكل من هذا المتغير والمتغيرات الأخرى داخل النموذج. وقبل القيام بالتنبؤ بنموذج VAR يجب القيام أولاً باختبار جذر الوحدة Unit Root Test، وهو اختبار يوضح استقراره السلاسل الزمنية. والسلسلة الزمنية تكون مستقرة إذا كان المتوسط والتباين ثابتين بمرور الزمن، وقيمة بين فترتين زمنيتين تعتمد فقط على الفترة الزمنية بين هاتين الفترتين (جوجارات، ٢٠١٥). وهناك العديد من الاختبارات من أهمها اختبار ديكي - فولر الموسع. Augmented Dickey- Fuller Test (ADF) (Dickey & Fuller, 1979). وكان الهدف الأساسي للاختبار هو فحص فرضية العدم ($\phi=1$) للمعادلة التاليو في مقابل الفرض البديل ($\phi < 1$).

$$y_t = \phi y_{t-1} + u_t$$

تم توسعة نطاق الاختبار ليصبح اختبار ديكي-فولر الموسع Augmented Dickey Fuller باستخدام فترات إبطاء للمتغير التابع ليصبح النموذج كالتالي (Brooks, 2008).

$$\Delta y_t = \psi y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta y_{t-i} + u_t$$

وهناك العديد من الاختبارات الأخرى مثل اختبار فيليبس-بيرون واختبار كوتكوسكي وفيليبس وشميدت وشن (Kwiatkowski, 1992) .

يمكن صياغة نموذج متجه الإنحدار الذاتي على النحو التالي حيث Y متجه المتغيرات الداخلية، μ متجه المعلمات الثابتة، U متجه الخطأ العشوائي، P عدد المتغيرات الداخلية للنموذج، K عدد فترات الإبطاء. أما مصفوفة المعاملات β فتتمثل أبعادها في $P \times P$.

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^K \beta_i y_{t-i} + U_t$$

تنبثق أهمية اختبارات المعنوية والسببية في تحديد مدى معنوية كل متغير على حده في التأثير على المتغير التابع، ويسمى هذا الاختبار السببية لجرانجر Granger Causality Test ويستخدم هذا الاختبار F-test framework لوصف علاقة الارتباط بين القيمة الحالية لمتغير واحد والقيم السابقة لمتغيرات أخرى (Abdelkader, 2013) يعتمد الاختبار على قيمة p -value، فإذا كانت أقل من ٥٪ يتم رفض فرض العدم H_0 وقبول الفرض البديل H_1 ، وإذا كانت أكثر من ٥٪ يتم قبول فرض العدم. دالة الأثر والنتيجة Function Impulse Response، هي عبارة عن تتبع لمدى استجابة المتغير التابع داخل النموذج لصدمات المتغيرات الأخرى، فلكل متغير داخل

كل معادلة صدمة إيجابية في الخطأ العشوائي يتم تتبعها عبر الزمن حتى ينتهي لنا معرفة متى ينتهي هذا الأثر (Brooks, 2008). أما تجزئة التباين Variance Decomposition فيختبر ديناميكية عمل النموذج من خلال نسبة حركة المتغيرات التابعة نتيجة للصدمة في المتغير نفسه مقابل صدمات المتغيرات الأخرى.

m يعد اختبار جوهانسن للتكامل المشترك من الاختبارات التي تحدد عدد متجهات التكامل المشترك، ولقد اقترح جوهانسن وجوسيلس Johansen & Juselius اختبارين يمكن من خلالهما التأكد من رتبة التكامل المشترك، الأول: وهو اختبار الأثر Trace لاختبار فرضية أن هناك على الأكثر (q) من متجهات التكامل المشترك بين المتغيرات محل الدراسة. وتحسب إحصائية نسبة الإمكانية لهذا الاختبار من العلاقة التالية (Brooks, 2008):

$$\lambda_{Trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^g \ln (1 - \hat{\lambda}_i)$$

حيث r هي عدد متجهات التكامل في ظل فرض العدم، $\lambda_1, \dots, \lambda_r$ هي أصغر قيم المتجهات الذاتية، وتنص فرضية العدم على وجود عدد من متجهات التكامل المشترك يساوي على الأكثر (r)، أي أن عدد هذه المتجهات يقل عن أو يساوي (r) بعد التأكد من وجود تكامل مشترك بين السلاسل الزمنية للمتغيرات، وبعد التعرف على رتبة هذا التكامل فإنه يصبح من المناسب استخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ والذي من خلاله يمكن تقدير المرونات قصيرة وطويلة الأجل، والذي يأخذ الشكل التالي

$$\Delta Y_t = \mu + \left[\sum_{j=1}^k \gamma_j - 1 \right] Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} \left[- \sum_{j=i+1}^k \gamma_j \right] \Delta Y_{t-i} + u_t$$

حيث Y_{t-1} تشير إلى معلمة تصحيح الخطأ والتي توضح قيمتها إلى أي مدى يتم تصحيح الخطأ الخاص بالفترة الزمنية السابقة في الفترة الجارية، وبما يمكن

صانع السياسة لوضع الخطط الزمنية والسياسات اللازمة لتصحيح الأوضاع أو الانحرافات قصيرة الأجل بما يتيح الوصول إلى وضع التوازن أو المسار الصحيح في الأجل الطويل.

البيانات المستخدمة في الدراسة ومصادرها

يستخدم هذا البحث السلاسل الزمنية السنوية الخاصة بجمهورية مصر العربية لتحليل العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة، وتمتد السلاسل الزمنية من عام ١٩٧٧ إلى عام ٢٠١٧، ومصدرها البنك الدولي وقاعدة بيانات Bruegel، وتضم العينة ٤١ مشاهدة سنوية. تتمثل المتغيرات المستخدمة في سعر الصرف الحقيقي الفعال REER، معدل نمو المعروض النقدي M، سعر الفائدة الحقيقي i ، والائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي CP. أما المتغير التابع المستخدم في النموذج المقدر هو التوازن الاقتصادي الخارجي المتمثل في رصيد الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي CA.

إن الجدول رقم (١) يوضح متوسط المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة خلال اربعة عقود. يتضح أن الفترة من ١٩٧٧ إلى ١٩٨٠ شهدت عجز كبير في الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي بلغ في المتوسط حوالي ٥.٤٩٪، يرجع ذلك إلى سياسة الانفتاح الاقتصادي التي اتبعتها الدولة بداية من عام ١٩٧٤ وما ادت اليه من الانفتاح الاستهلاكي الذي بالتبعية انعكس على ارتفاع قيمة العجز في الحساب الجاري. واستمر قيمة العجز في الحساب الجاري في الزيادة في الفترة من ١٩٨١ إلى ١٩٨٥ حيث وصلت إلى ٥.٧٪ بسبب استمرار الانفتاح الاقتصادي والتجاري وارتفاع معدلات الاستيراد

جدول رقم (١): متوسط المتغيرات الاقتصادية في مصر ١٩٧٧-٢٠١٧م

Period	CA	REER	M	I	CP
1977-1980	-5.4967	144.9	35.9519	-3.53527	17.18283
1981-1985	-5.78339	173.804	24.36555	6.821704	27.8643
1986-1990	-0.96856	241.724	21.93707	-1.21561	28.51567
1991-1995	4.402306	104.83	14.62547	5.390755	25.79626
1996-2000	-1.39789	145.654	9.925848	8.028467	45.34762
2001-2005	2.428663	109.662	14.9708	7.174984	53.7385
2006-2010	-0.38627	114.092	13.29807	1.290277	41.35374
2011-2015	-2.6351	147.144	14.45485	-0.31486	27.59312
2016-2017	-4.97112	118.65	29.97982	1.522598	31.32746

الفترة من ١٩٨٦ إلى ١٩٩٠ شهدت انخفاض في عجز الحساب الجاري بشكل كبير حيث بلغ متوسط هذه الفترة ٠.٩٪. من الممكن أن يرجع ذلك إلى إصدار قانون عام ١٩٨٥ الذي تضمن إلغاء النسبة الكبرى من عمليات الاستيراد دون تحويل عملة، بهدف تنظيم التعامل بالنقد الأجنبي، وكبح جماح عمليات الاستيراد الضخمة التي أدت إلى إغراق السوق بالسلع المستوردة (٢٠٠٧، العيسوي). وقد تزامن ذلك مع انخفاض معدل نمو المعروض النقدي حيث وصل إلى ٢١.٩٪ في نهاية الثمانينات، وانخفاض سعر الفائدة الحقيقي حيث بلغ -١.٢٪ بسبب ارتفاع معدلات التضخم.

الفترة من ١٩٩١ إلى ١٩٩٥ شهدت فائض في الحساب الجاري، حيث تم تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي عام ١٩٩١، وقد بلغ متوسط فائض الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي حوالي ٤,٤٪. أما النصف الثاني من التسعينات شهد عجز نتيجة لعدد من الصدمات الداخلية والخارجية التي تعرض لها الاقتصاد المصري، والتي تمثلت في تداعيات الأزمة الآسيوية، وحادثة الاقصر الإرهابي مما كان له أثر سلبي على الدخل من قطاع السياحة. في بداية تطبيق برنامج

الإصلاح الاقتصادي كان معدل نمو المعروض النقدي منخفض وارتفعت اسعار الفائدة الحقيقية، وانخفضت نسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص، بسبب السياسات الإنكماشية التي تضمنها برامج الإصلاح الاقتصادي. أما سعر الصرف الحقيقي الفعال قد انخفض بشكل كبير ووصل إلى ١٠٤، نتيجة الإجراءات التي قامت بها الحكومي في سوق الصرف الأجنبي بهدف الوصول إلى سعر صرف يعكس القيمة الواقعية، حيث تم إلغاء أسعار الصرف المتعددة وإنشاء السوق الأولية والسوق الحرة للصرف الأجنبي، وفي نفس العام تم دمج السوقين في سوق حرة واحدة بالإضافة إلى السماح لشركات الصرافة بالعمل في سوق الصرف الأجنبي.

ومن ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٥ حقق الحساب الجاري فائض بلغ حوالي ٢.٤٪، يرجع ذلك إلى الإجراءات التي اتخذتها مصر لتحسين مناخ الاستثمار، مثل اتباع سياسة نقدية توسعية لدفع عجلة النشاط الاقتصادي، بالإضافة إلى ارتفاع الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص حيث وصل اقصاه في هذه الفترة محققا نسبة ٥٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي. وفي الفترة التي تلتها شهد الحساب الجاري عجز من تداعيات الازمة المالية العالمية وتباطؤ في الاقتصاد العالمي. وتزامن ذلك مع انخفاض معدل نمو المعروض النقدي نتيجة لاتباع سياسة نقدية إنكماشية من اجل كبح معدلات التضخم .

اما في الفترة ٢٠١١- ٢٠١٥ ارتفعت نسبة العجز في الحساب الجاري إلى ٢.٦٪ والفترة من ٢٠١٦ إلى ٢٠١٧ وارتفعت قيمة العجز إلى ٤.٥٪ يرجع ذلك إلى التطورات السياسية سواء المحلية أو الإقليمية التي أثرت على الأوضاع الاقتصادية الداخلية والخارجية، فبداية من ٢٠١١ منذ اندلاع الثورة والاضطرابات السياسية كان لها عظيم الأثر على اختلال التوازن الاقتصادي الداخلي والخارجي، فقد أثر عدم الاستقرار السياسي بشكل كبيراً على الاقتصاد المصري وأدى إلى تباطؤ شديد في معدلات النمو، وانخفاض الناتج المحلي الإجمالي إلى أقل بكثير من إمكاناته.

عام ٢٠١٦ شهد نقطة تحول حيث قررت الحكومة المصرية تطبيق برنامج إصلاح اقتصادي بمساعدة صندوق النقد الدولي، وبلغت الفجوة التمويلية للبرنامج حوالي ٣٥

مليار دولار، وما يقرب من نصف الفجوة ينتج عن الحاجة إلى سد النقص في الاحتياطيات؛ لذا لجأت مصر إلى صندوق النقد الدولي. ووافق الصندوق في نوفمبر ٢٠١٦ على مساندة مصر في تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي، مدة هذا البرنامج ثلاث سنوات بمبلغ يعادل ٨.٥٩٧ مليار وحدة حقوق سحب خاصة (حوالي ١٢ مليار دولار أمريكي أو ما يوازي ٤٢٢٪ من حصة مصر في الصندوق). تم دفع ٩٧٠ مليار وحدة حقوق سحب خاصة (أي ما يعادل ٢.٧٥ مليار دولار) بعد موافقة الصندوق مباشرة، وباقي المبلغ على مدار فترة تنفيذ البرنامج. ويهدف البرنامج إلى تصحيح الاختلالات الخارجية والقدرة التنافسية الخارجية، ووضع عجز الموازنة والدين العام على مسار تنازلي، وزيادة النمو وخلق وظائف لتجنب الإضرار بالطبقات الفقيرة (IMF, 2017).

ومن ضمن الاجراءات التي تمت في إطار برنامج الاصلاح الاقتصادي الثاني والتي كان لها أثر ايجابي على وضع الحساب الجاري، قيام البنك المركزي في ٣ نوفمبر 2016 بتحرير نظام الصرف الأجنبي واعتماد نظام سعر صرف مرن؛ حيث يتم تحديد سعر الصرف من قبل قوى السوق مما أدى إلى انخفاض سعر الصرف الحقيقي الفعال، مما انعكس على تحسين القدرة التنافسية الخارجية لمصر ودعم الصادرات والسياحة وجذب الاستثمارات الأجنبية. تركز السياسة النقدية على احتواء التضخم وتخفيضه إلى الأرقام المفردة في المدى المتوسط، وتحقيق ذلك عن طريق التحكم في الائتمان (IMF, 2017).

النموذج المقدر لمسار التوازن الخارجي للاقتصاد المصري

وفقا للنظريات الاقتصادية والدراسات السابقة فانه من المتوقع ان يكون النموذج الملائم للحالة المصرية هو كما يلي

$$CA = f (REER, M, I, CP)$$

الجدول رقم (٢): نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات محل الدراسة

Variables	ADF -test						PP-test						KPSS -test					
	Level			Difference			Level			Difference			Level			Difference		
CA	1	-2.32	C	1	-5.59*	N	2	-2.34	C	1	-6.88*	N	1	1.32	C	0	0.10*	C
REER	3	-2.54	C	1	-4.90*	N	1	-2.26	C	6	-3.67*	N	1	0.76	C	1	0.07*	C
CP	2	-2.06	C	1	-2.66*	N	4	-1.68	C	4	-5.06*	N	6	6.47	C	5	0.03*	C
M	2	-1.8	C	3	-2.9*	N	2	-2.81	C	3	-10.2*	N	0	2.3	C	3	0.067*	C
I	6	-1.2	C	4	-2.9*	N	2	-3.69	T	0	-9.12*	C	2	0.77	C	2	0.02*	C

- تمثل عدم وجود ثابت أو اتجاه N تمثل الثابت، C الاتجاه الزمني، T تمثل *
تعني معنوي عند مستوى معنوية %١.

يتضمن الجدول السابق اختبار استقرار السلاسل الزمنية (اختبارات جذر الوحدة) للمتغيرات محل الدراسة خلال الفترة من 1977 إلى 2017 وهم ADF test, PP test, KPSS test وتتلخص نتائج الاختبارات الثلاثة في أن جميع المتغيرات غير مستقرة عند المستوي (1)I، ولكن عند إجراء اختبار السكون عند الفروق الأولى وجد أن المتغيرات تتسم بالاستقرار (0)I، لذا يتم الاعتماد على نتائج الاختبارات الثلاثة بالنسبة لجميع المتغيرات عدا سعر الفائدة سيتم استبعاد اختبار PP test لأن به اتجاه وبالرجوع إلى الرسم البياني لسلسلة سعر الفائدة تبين عدم وجود اتجاه به، والاعتماد على الاختبارين الآخرين . وبما أن هذه المتغيرات غير مستقرة عند المستوي فمن المحتمل وجود علاقة تكامل مشترك بينهم.

لتحديد النموذج الأمثل تم استخدام ثلاث فترات إبطاء استرشاد بمعيار^٢ AIC, LR, FPE, HQ و تم التوصل إلي نموذج (3) VAR، وظهرت قيمة R² و R²adj أكبر

² Akaike Information Criterion (AIC), Hannan - Quinn Information Criterion (HQIC), Final Prediction Error (FPE), Sequential Modified LR Test Statistic (LR).

من 84% و90% على التوالي لكل المعادلات الفردية فيما عدا معادلة M و I . وقد تم إجراء الاختبارات الاحصائية على النموذج ككل، وتلخصت نتائج الاختبارات كالتالي: اختبار جذر الوحدة أثبت عدم وجود جذر غير مستقر، اختبار ارتباط البيانات التسلسلي تم قبول فرض العدم الذي ينص على عدم وجود ارتباط تسلسلي ونسبة احتماله هي 0.233. أما بالنسبة لاختبار التباين تم قبول فرض العدم الذي ينص على عدم وجود تباين ونسبة احتماله هي 0.672. اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا أثبت أن أنها تخضع للتوزيع الطبيعي، وعدم وجود أي تفرطح أو التواء بنسبة احتمال 0.543.

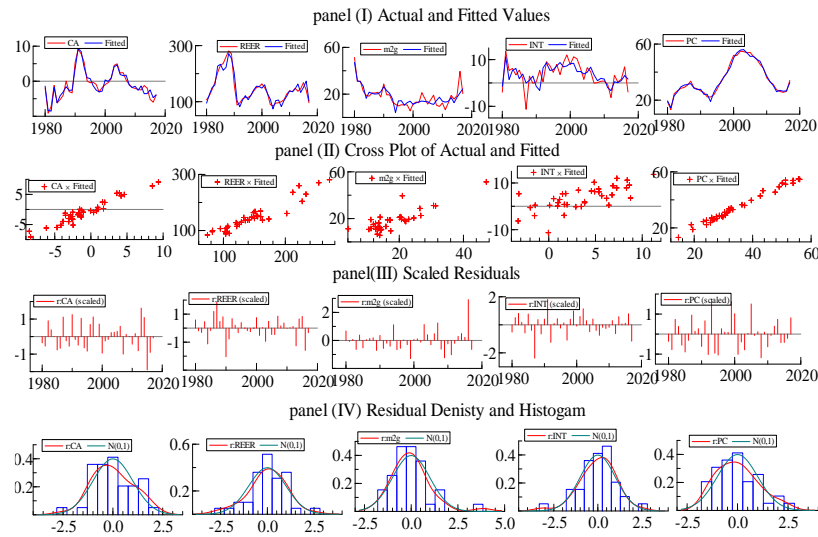
جدول رقم (٣): نتائج اختبار السببية لجرانجر

Excluded Variables	CA			Excluded Variables	REER			Excluded Variables	M		
	X ²	df	p-value		X ²	df	p-value		X ²	df	p-value
REER	57.79	3	0.00	CA	6.30	3	0.098	CA	9.72	3	0.02
M	10.78	3	0.01	M	2.83	3	0.42	REER	0.32	3	0.02
I	7.65	3	0.05	I	5.27	3	0.15	I	1.06	3	0.79
CP	10.80	3	0.013	CP	3.98	3	0.26	CP	0.96	3	0.81
Jointly	115.6	12	0.00	Jointly	22.27	12	0.034	Jointly	20.64	12	0.06
Excluded Variables	I			Excluded Variables	CP						
	X ²	df	p-value		X ²	df	p-value				
CA	0.31	3	0.96	CA	1.36	3	0.71				
REER	5.10	3	0.16	REER	9.81	3	0.02				
M	0.24	3	0.97	M	3.92	3	0.27				
CP	1.46	3	0.69	I	5.46	3	0.14				
Jointly	12.5	12	0.41	Jointly	26.1	12	0.01				

بإجراء اختبار السببية لجرانجر تبين أنه بالنسبة لمعادلة الحساب الجاري فكل المتغيرات تؤثر فرديا على الحساب الجاري عند مستوى معنوية 1% و5%، وتؤثر مجتمعة على الحساب الجاري عند مستوى دلالة 1%. في معادلة سعر الصرف الحقيقي الفعال نجد أن جميع المتغيرات لا تؤثر فرديا عدا الحساب الجاري يؤثر عند مستوى دلالة 10% ولكن تؤثر مجتمعة عند مستوى دلالة 5%. أما معادلة نمو المعروض النقدي نجد أن الحساب الجاري وسعر الصرف الحقيقي الفعال يؤثران فرديا على نمو المعروض النقدي عند مستوى دلالة 5% وتؤثر المتغيرات مجتمعة على معدل نمو المعروض النقدي عند مستوى معنوية 10%. وبالنسبة إلي معادلة سعر الفائدة الحقيقي نجد أن جميع المتغيرات لا تؤثر فرديا ولا مجتمعة على سعر الفائدة الحقيقي. ومعادلة الائتمان المحلي نجد ان المعروض النقدي يؤثر فرديا عند مستوى دلالة 5%، وكل المتغيرات تؤثر مجتمعة عند مستوى دلالة 1%.

الشكل (١) يبين التحليل البياني للنموذج ويثبت أنه جيد إحصائياً؛ فالقيم الفعلية والمقدرة التي تظهر للمعادلات الفردية في المجموعة الأولى والثانية تعكس صلاحية النموذج للتقدير، هذه النتيجة قد تم دعمها بحجم البواقي في المجموعة الثالثة، حيث يظهر انخفاض البواقي وعدم وجود أي قيم متطرفة في كل المعادلات الفردية. أما المجموعة الرابعة تظهر التوزيع الطبيعي للبواقي في كل المعادلات الفردية.

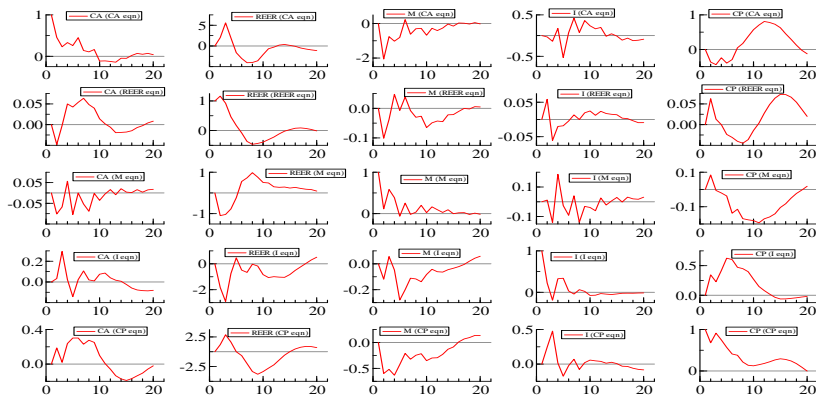
الشكل رقم (1): التحليل البياني لجودة التوفيق



دالة الأثر والاستجابة Impulse Response Function تهدف إلى اختبار مدى تأثير المتغيرات التابعة في كل معادلة على حده نتيجة حدوث صدمة مقدارها انحراف معياري للمتغير المستقل وإلى أي مدى سيستمر هذا الأثر. يظهر الصف الأول، مدى تأثير الحساب الجاري بالصدمة في كل متغير مستقل على حده، فالصدمة في الحساب الجاري تؤدي إلى ارتفاع رصيد الحساب الجاري في البداية ثم تؤثر سلبا عليه حيث يظهر الانخفاض في الحساب الجاري. أما الصدمة الإيجابية بدرجة انحراف معياري واحد لسعر الصرف الحقيقي الفعال سوف تؤدي إلى تحسن وضع الحساب الجاري في الثلاث سنوات الأولى، حيث أن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي الفعال (أي انخفاض قيمة العملة المحلية) يؤدي إلى زيادة الصادرات وانخفاض الواردات ومن ثم سيتحسن وضع الحساب الجاري ولكنه سيتهور في الخمس سنوات التي تليها. أما الصدمة الإيجابية في المعروض النقدي سوف تؤدي الي تدهور وضع الحساب الجاري في أول عامين ويليهم تحسن، يرجع ذلك إلى أن زيادة المعروض النقدي سوف تؤدي إلي

انخفاض سعر الفائدة الحقيقي مما سيجذب الاستثمارات ومن ثم زيادة الواردات من المواد الخام ومدخلات الإنتاج، وبالتالي تدهور وضع الحساب الجاري في البداية، ولكن بعد فترة سوف يحفز ذلك الإنتاج وقطاع الأعمال مما يؤدي إلى زيادة الصادرات وتحسن وضع الحساب الجاري. أما الصدمة الايجابية في أسعار الفائدة الحقيقية سوف تؤدي إلى تدهور وضع الحساب الجاري في أول عامين بسبب انخفاض الاستثمارات مما سينعكس على انخفاض الصادرات وتدهور الحساب الجاري، ولكن سيتحسن في الفترة التي تليها. أما بالنسبة للائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص فسوف يكون تأثيره سلبي في البداية حيث أنه سيؤدي إلى تدهور وضع الحساب الجاري في الثلاث سنوات الأولى ويليها تحسن، يرجع ذلك التدهور إلى أن ارتفاع حجم الائتمان المحلي سوف يؤدي إلى تحفيز الطلب لدى المستهلكين وزيادة الانفاق ومن ثم زيادة الواردات مما يؤدي إلى تدهور الحساب الجاري في المدى القصير، هذا بالإضافة إلى أن زيادة الانفاق سوف يؤدي إلى ارتفاع الأسعار مما سينعكس على انخفاض تنافسية المنتج المحلي وبالتالي انخفاض الصادرات.

الشكل رقم (2): دالة الأثر والاستجابة Impulse Response Function



يظهر الصف الثاني، مدى تأثير سعر الصرف الحقيقي الفعال بالصدمة الإيجابية في كل متغير مستقل على حده. فالصدمة الإيجابية بدرجة انحرافا معياري واحد للحساب الجاري سوف تؤدي إلى انخفاض سعر الصرف الحقيقي الفعال في أول فترة، يرجع ذلك الانخفاض إلى أن تحسن الوضع الاقتصادي الخارجي وزيادة رصيد الحساب الجاري سوف يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية (انخفاض سعر الصرف الحقيقي الفعال)، وبعد ذلك سوف يشهد ارتفاع. اما الصدمة الإيجابية في سعر الصرف الحقيقي الفعال تؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي الفعال في البداية ثم تؤثر سلبا عليه حيث يظهر انخفاض. بالنسبة للمعروض النقدي، نجد أن الصدمة الإيجابية في المعروض النقدي سوف تؤدي إلى انخفاض سعر الصرف في البداية، يرجع ذلك إلى أن زيادة المعروض النقدي تؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم ومن ثم انخفاض الصادرات وانخفاض الطلب على العملة المحلية مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها وارتفاع سعر الصرف الحقيقي الفعال، ثم سيشهد ارتفاع بعد ذلك. اما الصدمة الإيجابية في سعر الفائدة سوف تؤدي إلى ارتفاع سعر صرف الحقيقي الفعال في البداية، يرجع ذلك إلى أن ارتفاع سعر الفائدة سوف يؤدي إلى انخفاض الاستثمارات وانخفاض الطلب على العملة المحلية ومن ثم انخفاض قيمة العملة المحلية وارتفاع سعر الصرف، ثم سيشهد انخفاض بعد ذلك. اما الصدمة الإيجابية في الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص سوف تؤدي إلى زيادة سعر الصرف الحقيقي الفعال، يرجع ذلك إلى أن زيادة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي مما يجعل الودائع بالعملة المحلية أقل جاذبية مقارنة بالودائع من العملة الأجنبية، فيزداد الطلب على العملة الأجنبية، مما يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف (أي انخفاض قيمة العملة المحلية)، ثم سيشهد انخفاض بعد ذلك.

يظهر الصف الثالث مدى تأثير نمو المعروض النقدي (السيولة المحلية) بالصدمة الإيجابية في كل متغير مستقل على حده. فالصدمة الإيجابية بدرجة انحرافا معياري

واحد في الحساب الجاري سوف تؤدي إلى انخفاض السيولة المحلية في اول عامين ثم سيشهد ارتفاع، يرجع ذلك الارتفاع إلى أن تحسن رصيد الحساب الجاري سوف يؤدي إلى زيادة التدفقات الداخلة بالعملة الأجنبية. أما الصدمة الإيجابية في سعر الصرف سوف تؤدي إلى انخفاض المعروض النقدي ثم سيرتفع بعد ذلك، يرجع ذلك الارتفاع إلى أن ارتفاع سعر الصرف سوف يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي مما سيؤدي إلى زيادة المعروض النقدي. ما الصدمة الإيجابية في المعروض النقدي تؤدي إلى ارتفاع المعروض النقدي في البداية ثم تؤثر سلبا عليه حيث يظهر انخفاض. بالنسبة للصدمة الإيجابية في سعر الفائدة الحقيقي فسوف تؤدي إلى انخفاض المعروض النقدي في البداية ثم يليها ارتفاع. أما الصدمة الإيجابية في الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص سوف يؤدي إلى زيادة المعروض النقدي، يرجع ذلك لكون الائتمان المحلي أحد الأصول المقابلة للسيولة المحلية لذا فأي تغير في الائتمان المحلي يؤثر على السيولة المحلية بنفس القدر.

يظهر الصف الرابع، مدى تأثر سعر الفائدة الحقيقي بالصدمة الإيجابية في كل متغير مستقل على حده. فالصدمة الإيجابية بدرجة انحرافا معياري واحد في الحساب الجاري سوف تؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة في البداية ثم سينخفض بعد ذلك، يرجع ذلك إلى أن زيادة رصيد الحساب الجاري سوف تؤدي إلى زيادة المعروض النقدي ومن ثم انخفاض سعر الفائدة. أما الصدمة الإيجابية في سعر الصرف سوف تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة في البداية ثم سيشهد ارتفاع، يرجع ذلك الارتفاع إلى أن ارتفاع سعر الصرف يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية. بالنسبة للصدمة الإيجابية في الائتمان المقدم للقطاع الخاص سوف يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة في البداية ثم سيشهد انخفاض بعد ذلك، يرجع الانخفاض إلى كون التوسع في الائتمان المحلي سوف يؤدي إلى زيادة السيولة المحلية ومن ثم انخفاض سعر الفائدة.

الجدول رقم (4): جدول تجزئة التباين للنموذج المقدر

Response Variable	Period	S.E.	Impulse Variable				
			CA	REER	M	I	CP
CA	1	1.46	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	2.17	63.59	22.71	6.26	4.60	2.81
	3	2.67	42.78	23.35	9.46	22.51	1.88
	5	3.12	31.71	31.60	10.25	19.28	7.14
	10	3.87	22.48	31.51	8.86	25.07	12.05
	20	4.26	20.3	29.45	7.76	29.43	13.06
	30	4.37	20.19	30.63	8.06	28.54	12.58
REER	1	20.22	8.48	91.51	0.00	0.000	0.000
	2	35.78	3.05	92.98	1.65	1.90	0.420
	3	44.63	2.88	90.76	1.42	3.08	1.84
	5	46.39	3.24	89.46	1.96	3.00	2.18
	10	52.17	3.71	74.30	3.71	10.77	7.48
	20	56.04	4.51	65.44	4.24	17.17	8.64
	30	57.23	4.79	64.95	4.37	17.53	8.35
M	1	6.38	2.91	10.61	86.08	0.00	0.00
	2	7.10	11.27	11.04	70.27	4.71	2.69
	3	8.12	11.09	11.69	69.21	4.38	3.61
	5	9.17	13.05	12.49	59.38	9.63	5.46
	10	9.84	11.90	12.84	55.61	13.44	6.22
	20	10.16	11.30	13.42	53.54	14.79	6.95
	30	10.29	11.12	13.54	52.56	15.77	7.0
I	1	4.93	2.03	33.86	2.34	61.77	0.00
	2	5.17	3.68	30.85	2.12	62.50	0.85
	3	5.37	3.53	31.68	2.75	58.25	3.79
	5	6.11	4.36	35.54	4.75	52.10	3.24

	10	6.33	5.57	34.85	7.65	48.75	3.17
	20	6.47	5.7	35.76	7.95	47.34	3.24
	30	6.4	5.67	35.47	7.97	47.45	3.44
CP	1	3.01	3.532	16.49	2.18	35.98	41.83
	2	4.58	14.11	10.09	2.35	46.97	26.48
	3	5.90	14.09	12.60	1.53	46.74	25.04
	5	8.61	9.93	22.84	0.99	49.96	16.27
	10	11.36	7.06	28.44	5.71	48.27	10.52
	20	12.27	8.70	31.1	7.52	42.55	10.13
	30	12.51	8.50	30.03	7.50	43.3	10.64

يظهر الصف الخامس، مدى تأثير الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص بالصدمة الإيجابية في كل متغير مستقل على حده. فالصدمة الإيجابية بدرجة انحرافا معياري واحد في الحساب الجاري سوف تؤدي إلى زيادة الائتمان في البداية ثم سيشهد انخفاض، يرجع ذلك إلى فائض الحساب الجاري (زيادة الصادرات وانخفاض الواردات) أي زيادة الإنتاج والاستثمار ومن ثم اللجوء إلى الائتمان لتمويل هذه الاستثمارات. أما الصدمة الإيجابية في سعر الصرف وسعر الفائدة سوف تؤدي إلى ارتفاع الائتمان المحلي في البداية، يرجع ذلك إلى أن ارتفاع سعر الصرف سيؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم وانخفاض سعر الفائدة الحقيقي (أي انخفاض تكلفة رأس المال) مما سيؤدي إلى زيادة الائتمان المحلي، ثم سيشهد انخفاض بعد ذلك. والصدمة الإيجابية في السيولة المحلية سوف تؤدي إلى انخفاض الائتمان المحلي في البداية ثم سيرتفع. أما الصدمة الإيجابية في الائتمان المحلي تؤدي إلى ارتفاع الائتمان المحلي في البداية ثم تؤثر سلبا عليه حيث يظهر انخفاض.

يوضح الجدول (4) تجزئة التباين variance decomposition للمتغيرات المختلفة لثلاثون فترة كما هو موضح. ويبين الجزء الأول الخاص بتجزئة تباين الحساب الجاري

أن 100% من التباين في CA يرجع إلى صدمات CA ذاته وذلك في المرحلة الأولى للنتبؤ، كما يبين الجدول تراجع تأثير CA على نفسه من 100% إلى 42% ثم 31% في المدى القصير والمتوسط. أستمّر هذا التراجع حتى وصل الي 20% على المدى الطويل تاركاً حوالي 80% من التغيرات في CA إلى التغير في المتغيرات الأخرى للنموذج، ولكن النسبة الأكبر من التأثير على المدى الطويل ترجع إلى REER و حيث يمثلان معا ما يقرب من 60% من إجمالي التغير في CA. وبتحليل باقي الجداول ووجود أثار تبادلية بين المتغيرات وبعضها أصبح من المحتمل وجود علاقة تكامل مشترك (علاقة طويلة الأجل) بين المتغيرات محل الدراسة وهذا ما يمكن اختباره من خلال اختبار التكامل المشترك لجوهانسون.

الجدول رقم (5): اختبار التكامل المشترك لجوهانسون

Hypothesis		Eigenvalue	Trace Test		Max-test	
H ₀	H ₁		Statistic	p-value	Statistic	p-value
$r = 0$	$r > 0$	0.701	90.45**	0.000	44.71**	0.0005
$r \leq 1$	$r > 1$	0.458	45.73**	0.013	22.66	0.079
$r \leq 2$	$r > 2$	0.290	23.07	0.070	12.69	0.248
$r \leq 3$	$r > 3$	0.23	10.38	0.104	9.79	0.088
$r \leq 4$	$r > 4$	0.016	0.586	0.506	0.58	0.506

و(**) يقصد بها رفض الفرض العدمي عند مستوى معنوية 1%، 5 على التوالي.
(*) %

يعرض الجدول رقم (5) نتائج اختبار التكامل المشترك، وبناء على الاختبار الأول Trace statistics يوجد معادلتين للتكامل المشترك، أما وفقاً للاختبار الثاني Maximum Eigen statistics يوجد علاقة تكامل مشترك واحدة بين المتغيرات

محل الدراسة وذلك عند مستوى معنوية 5%، وهذا يعني أنه هناك على الأقل علاقة تكامل طويلة الأجل واحدة يمكن التوصل إليها من خلال تقدير متجه تصحيح الخطأ Vector Error Correction Mechanism(VECM).

بتقدير نموذج تصحيح الخطأ بمتجه تكامل واحد، ظهر معامل CP، M غير معنويين، تم وضع قيمة كلا منهم في متجه سرعة التفعيل α بصفر، هذه القيود قد حددت متجه تكامل واحد للعلاقة طويلة الأجل، وظهر اختبار نسبة الاحتمال [0.035] 6.61 أي بنسبة احتمال أقل من 5% مما يؤكد جوهرية النموذج. توضح المعادلة متجه التكامل المشترك للعلاقة طويلة الأجل بين الحساب الجاري والمتغيرات الاقتصادية الأخرى وهي سعر الصرف الحقيقي الفعال، ومعدل نمو المعروض النقدي، وسعر الفائدة الحقيقي للإقراض والائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص.

$$CA_t = 0.048 REER - 0.169 M + 1.987 I - 0.321 CP$$

$$(SE) \quad (0.012) \quad (0.075) \quad (0.280) \quad (0.062)$$

$\hat{\alpha}$ مصفوفة التحميل

Loading Matrix (the speed of adjustment)

$$\begin{bmatrix} CA_{t-1} & -0.264 \\ & (0.056) \\ REER_{t-1} & 1.634 \\ & (0.789) \\ M_{t-1} & 0 \\ & \dots \dots \\ I_{t-1} & 0.436 \\ & (0.107) \\ CP_{t-1} & 0 \\ & \dots \dots \end{bmatrix}$$

النموذج المقدر للحساب الجاري يوضح أن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي الفعال (انخفاض قيمة العملة المحلية) سوف يؤدي الى تحسن وضع الحساب الجاري، فتأثير سعر الصرف على الحساب الجاري يعتمد على مرونة الصادرات والواردات للتغير النسبي في سعر الصرف. بحساب مرونة الصادرات والواردات المصرية وجد أن مرونة الصادرات أكبر من مرونة الواردات حيث تبلغ مرونة الصادرات (-8.89) ، أما مرونة الواردات فتبلغ (-1.12) ، مما يؤكد أن ارتفاع سعر الصرف (أي تدهور قيمة العملة المحلية) يؤثر على الصادرات بنسبة أكبر نظرا لوجود ميزة تنافسية للمنتج المحلي التي تتمثل في انخفاض قيمة المنتجات المحلية عن مثيلها الأجنبي وبالتالي ينعكس ذلك على تحسن في الميزان التجاري ويليهِ الحساب الجاري. اما ارتفاع السيولة المحلية (المعروض النقدي) سوف يؤدي إلى تدهور وضع الحساب الجاري، فزيادة المعروض النقدي سوف تؤدي الي زيادة احتياطات وودائع البنوك ومن ثم زيادة كمية النقود المتاحة للإقراض وزيادة حجم الائتمان، نظرا لان عدد كبير من الافراد يعتمد على القروض في تمويل نشاطاته، ومن ثم سيرتفع حجم الانفاق من قبل المستثمرين والمستهلكين، وسيؤدي ذلك لزيادة الواردات ومن ثم تدهور الحساب الجاري. أما العلاقة بين سعر الفائدة الحقيقي على الإقراض والحساب الجاري فيتضح من النموذج وجود علاقة طردية بينهم، حيث انخفاض سعر الفائدة الحقيقي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الإقراض ومن ثم يؤثر ذلك على قرارات الانفاق الاستهلاكي والانفاق الاستثماري، مما سيؤدي لزيادة الواردات ومن ثم تدهور وضع الحساب الجاري. زيادة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص، سوف يؤدي الى تدهور وضع الحساب الجاري، حيث أن الائتمان الخاص يؤدي الى زيادة الانفاق ومن ثم زيادة الواردات. بالإضافة الى أن زيادة الائتمان المحلي للقطاع الخاص تؤدي الى زيادة الديون على المقترضين سواء ان كان اقساط المبلغ المقترض أو خدمة القرض (الفائدة) مما يؤدي إلى انخفاض الدخل الصافي ومعدلات الادخار مما سيؤدي الى تدهور الحساب الجاري. ونستخلص في النهاية توافق نتائج النموذج المقدر مع النظرية الاقتصادية.

يظهر في المصفوفة السابقة فإن معامل سرعة التصحيح α_{11} للمعادلة الأولى الخاصة بالحساب الجاري المتمثل في (CA_{t-1}) ، ويعنى ذلك أن أي انحراف عن المستوي التوازني سيعالج في خلال ثلاث سنوات وبضعة أشهر (أي ما يقرب من أربع سنوات)، فمعامل التصحيح ذو قدر معقول ومعنوي حيث يقدر بقيمة $(\alpha_{11} = -0.26)$ بقيمة خطأ معياري (0.056) ، وهذا التصحيح سيحدث وفقا للتغيرات في المتغيرات المستقلة التي استخدمت في النموذج المقدر.

النتائج والتوصيات

توصل البحث من خلال النتائج القياسية إلى أن:

١. ارتفاع سعر الصرف الحقيقي الفعال ذو تأثير إيجابي ومعنوي على الحساب الجاري في مصر، وقد تم تأكيد ذلك من خلال حساب مرونة الصادرات والواردات المصرية لأسعار الصرف، ووجد أن مرونة الصادرات أكبر من مرونة الواردات، حيث تبلغ مرونة الصادرات (-٨.٨٩) ، أما مرونة الواردات فتبلغ (-١.١٢) ، مما يؤكد أن ارتفاع سعر الصرف (أي تدهور قيمة العملة المحلية) يؤثر علي الصادرات بنسبة أكبر نظرا لوجود ميزة تنافسية للمنتج المحلي التي تتمثل في انخفاض قيمة المنتجات المحلية عن مثيلها الأجنبي وبالتالي ينعكس ذلك علي تحسن في الميزان التجاري ويليه الحساب الجاري والميزان الكلي.
٢. السياسات النقدية الانكماشية الممثلة في سعر الفائدة الحقيقي والسيولة المحلية ذو تأثير إيجابي ومعنوي على وضع الحساب الجاري في مصر
٣. ارتفاع الائتمان المحلي للقطاع الخاص له تأثير سلبي ومعنوي على الحساب الجاري في مصر. ويرجع ذلك إلى كون ارتفاع الائتمان المحلي للقطاع الخاص يؤدي إلى زيادة الانفاق ومن ثم زيادة الواردات مما يؤدي إلى تدهور وضع الحساب الجاري

وفي ضوء النتائج السابقة توصلنا إلى بعض التوصيات التي تتلخص في:

توصيات قصيرة الأجل:

١. اتباع سياسات نقدية انكماشية بشكل مؤقت خلال فترة الإصلاح وعلاج العجز الاقتصادي الخارجي لأن استخدامها على المدى الطويل يضر بعملية التنمية
٢. السياسات النقدية الانكماشية يجب ان تساندها سياسات أخرى مثل اتباع سياسات منتقاة لسعر الفائدة وتخفيضه لبعض السلع الهامة والموجهة للتصدير.
٣. رفع سعر الفائدة الحقيقي خاصة على القروض الاستهلاكية مما سيؤدي إلى ارتفاع تكلفة الإقراض ومن ثم يؤثر ذلك على قرارات الانفاق، مما سيؤدي إلى تقليص الواردات ومن ثم تحسن وضع الحساب الجاري

توصيات طويلة الأجل:

٤. ترشيد الائتمان المحلي لقطاع الاعمال الخاص، ووضع ضوابط عليه وتوجيهه إلى الأنشطة الانتاجية وبخاصة الصناعات التحويلية التي لها قيمة مضافة للاقتصاد المحلي.
٥. الربط بين منح الائتمان لقطاع الأعمال الخاص ومجالات الاستثمار الخاص التي تستهدف زيادة الصادرات من السلع الغير بترولية، وتوفيره بقيود أكثر تيسيراً.

قائمة المراجع

مراجع باللغة العربية

- ١- إبراهيم العيسوي (٢٠٠٧) الاقتصاد المصري في ثلاثين عاما. المكتبة الاكاديمية،
- ٢- تقارير البنك المركزي، اعداد متفرقة.
- ٣- دوميدار جوجارات (٢٠١٥) الاقتصاد القياسي. الجزء الثاني، تعريب ومراجعة هند عبد الغفار عوده وعفاف علي حسن الدش، دار المريخ للنشر.
- ٤- سامي السيد (١٩٩٨) أثر برنامج الإصلاح الاقتصادي على عجز الميزان التجاري المصري، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
- ٥- صندوق النقد الدولي (٢٠١٤) أفاق الاقتصاد العالمي: تركات وغيوم وعدم يقين، دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية.
- ٦- عادل محمد أحمد المهدي (٢٠٠٠) محددات الحساب الجاري في موازين مدفوعات بعض الدول العربية باستخدام نموذج تصحيح الخطأ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية تجارة، جامعة عين شمس.
- ٧- كيارا سيمينى-اريكا داكونزو وآخرون (٢٠١٦) مصر: مركز واعد للتجارة والاستثمار في افريقيا والشرق الأوسط، بنك الإسكندرية وSRM،
- ٨- ماجدة شلبي (٢٠١٣) الاستثمار الأجنبي المباشر وأثره على النمو الاقتصادي دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري، مجلة مصر المعاصرة، مجلد ١٠٤، عدد ٥١٠.
- ٩- محمد فؤاد محمد أمام (٢٠١٥) تقييم أثر السياسات النقدية والمالية على أداء الميزان التجاري المصري خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٢) دراسة قياسية مقارنة، رسالة دكتوراه، كلية التجارة جامعة عين شمس.

- ١٠- محمود أبو العيون (٢٠٠٣) **تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية**، ورقة عمل رقم ٧٨.
- ١١- المركز المصري للدراسات الاقتصادية (٢٠١٠) **سياسات مقترحة لتنمية الصادرات في مصر**، سلسلة مقالات آراء حول السياسة الاقتصادية، العدد ٢٤.
- ١٢- نادر فرجاني (٢٠١٦) **الاقتصاد المصري بين المطرقة والسندان أزمتا الدين العام والعجز في الموازنة العامة**، دار ابن رشد.
- ١٣- هاني رزق رزق بركات (٢٠١٨) **الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر ودوره في تنمية الاقتصاد المصري**، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد التاسع، العدد الأول-الجزء الثاني.
- ١٤- ولاء وجيه محمد دياب (٢٠١٣) **فاعلية الانفاق العام في تحقيق أهداف التحول الاقتصادي في مصر (١٩٩١-٢٠١١)**، رسالة ماجستير، جامعة بنها، كلية تجاره، قسم اقتصاد.

English References

- 1- A. P. Thirlwall (1986) **Balance-of-Payments Theory and the United Kingdom Experience**, Macmillan Press.
- 2- Angelique Herzberg (2015) **Sustainability of external imbalances (Critical Appraisal)**, springer gabler.
- 3- Atish Ghosh and Uma Ramakrishnan (2006) **Do Current Account Deficits Matter?**, Vol. 43, No 4.
- 4- Brian Snowdon and Howard R. Vane (2005) **Modern Macroeconomics (Its Origins, Development and Current State)**, Edward Elgar.
- 5- Chris Brooks (2008) **Introductory Econometrics for Finance**. Cambridge University, 2nd Ed.
- 6- Christopher A. Sims (1980) **Macroeconomics and Reality**. Econometrica, Vol. 48, No. 1.

- 7- David A. Dickey and Wayne A. Fuller (1979) **Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root**. Journal for the American Statistical Association, Vol. 47, Issue 366.
- 8- David A. Dickey and Wayne A. Fuller (1981) **Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root**. Econometrica, Vol. 49, No. 4.
- 9- Denis Kwiatkowski, Peter C. B. Phillips, Peter Schmidt and Yongcheol Shin (1992) **Testing the Null Hypothesis of Stationarity against the Alternative of a Unit Root**. Journal of Econometrics, Vol. 54, Issues 1-3.
- 10- Dragoljub Stojanov (2006) **Relevance of Balance of Payment Theories from Classics up to the Present**, UDK 336.14.
- 11- Erik Hjalmarsson and Par Osterholm (2007) **Testing for Cointegration Using the Johansen Methodology when Variables are Near-Integrated**, International Monetary Fund, WP/07/141.
- 12- Gian Maria - Milesi Ferritti and Assaf Razin (1996) **Current Account Sustainability**, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- 13- Hossam Eldin Mohammed Abdelkader Ahmed (2013) **Investigating the Transmission Mechanism of Monetary Policy in Egypt**, PhD Thesis, Department of Economics, Birmingham Business School, Collage of Social Sciences, University of Birmingham, UK.
- 14- IMF (2017) **Arab Republic of Egypt**. Country Report No. 17/17.
- 15- Mark J. Holmes (2004) **Current Account Deficit in the Transition Economies**, Pargue Economic Papers.
- 16- Roman Kozhan (2010) **Financial Econometrics with Eviews**. Roman Kozhan and Ventus Publishing APS.
- 17- Sophocles N. Brissimis - George Hondroyiannis and others (2010) **Current Account Determinants and External**

Sustainability in Periods of Structural Change, ECB, W. P. Series no 1243.

18- Steven Phillips, Luis Catão, Luca Ricci and others (2013) **The External Balance Assessment (EBA) Methodology**, IMF, Working Paper, WP/13/272.

19- Thierry Bracke - Matthieu Bussière - Michael Fidora and Roland Straub (2008) **A Framework for Assessing Global Imbalances**, ECB, occasional paper series No 78.

20- Tomas Del Barrio Castro, Paulo M. M. Rodrigues and A. M. Robert Taylor (2013) **On the Behaviour of Phillips - Perron Tests in the Presence of Persistent Cycles**. CEFAGE - UE Working Paper.

21- Chorng and Huey Wong (1998) **Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies-further empirical results**, IMF.

22- Sabine Herrmann and others (2005) **Determinants of Current Account Developments in the Central and East European EU member states**, discussion paper, series 1, economic studies no.32.

23- Lone Christiansen and others (2009) **External Balance in Low Income Countries**, IMF.

24- Olive Rohn (2012) **Current account Benchmarks for Turkey**, OECD Economic department, working papers, No.988.

25- Harald Badinger, Aurélien Fichet de Clairfontaine and Wolf Heinrich Reuter (2015) **Fiscal Rules and Twin Deficits: The Link between Fiscal and External Balances**, Vienna University of Economics and Business (WU), Department of Economics, Working Paper no. 196.

26- Omnia Helmy and Chahir Zaki (2015) **THE Nexus between Internal and External Macroeconomic Imbalances: Evidence from Egypt**, Egyptian Center for Economic Studies, Working paper no. 181

27- Boris Cota, Natasa Erjavec and Zeljko Bogdan (2017) **External Imbalances in Emerging and Advanced European Countries**, Department of Macroeconomics and Economic

Development, Faculty of Economics and Business University of Zagreb, Croatia

28- Lumengo Bonga - Bonga (2017) **Fiscal policy, Monetary policy and External imbalances: Cross-country evidence from Africa's three largest economies (Nigeria, South Africa and Egypt)**, University of Johannesburg.

29- JaeBin Ahn, Rui Mano and Jing Zhou (2017) **Real Exchange Rate and External Balance: How Important Are Price Deflators?** IMF, WP/17/81.

30- Inaki Erauskin and Javier Gardeazabal (2017) **the Terms of Trade, the External Balance, and the size of the Net Foreign Asset Position**, University of the Basque Country, Spain.