



تقييم دور أدوات السياسة النقدية في تحفيز المدخرات المحلية في مصر خلال الفترة 1990-2014

أ.د. صقر أحمد صقر	د. وفاء بسيوني السيد شحاته	نسرین محمد فهيم الدجوي
أستاذ الاقتصاد المتفرغ	مدرس الاقتصاد	معيدة بقسم الاقتصاد والمالية العامة
	كلية التجارة	
	جامعة المنوفية	
	جمهورية مصر العربية	

الملخص

تتلخص مشكلة البحث في انخفاض معدلات النمو في الادخار المحلي، وقصور أدوات السياسة النقدية في تحفيز وحشد المدخرات المحلية في مصر خلال فترة الدراسة، الأمر الذي انعكس أثره في تدهور معدلات النمو في الاقتصاد المصري خلال نفس الفترة، مما يدعو إلى البحث عن تقييم مدى فاعلية أدوات السياسة النقدية في حشد وتعبئة المدخرات المحلية اللازمة لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية وتحقيق زيادة في معدلات النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة من 1990-2014. في ظل افتراض وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أدوات السياسة النقدية ومعدلات نمو المدخرات المحلية في مصر خلال فترة الدراسة. وقد أظهرت النتائج أن هناك علاقة توازنه طويلة الأجل بين المتغيرات النقدية ومعدل نمو المدخرات المحلية في مصر، وأنه يمكن تفسير ما نسبته 91% من التغيرات التي حدثت في قيمة المدخرات المحلية، بالتغير في المتغيرات النقدية، مع افتراض ثبات العوامل الأخرى. كما أكدت النتائج على وجود علاقة طردية بين معدلات نمو المدخرات المحلية ومعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خاصة في الأجل الطويل.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية في مصر، الادخار المحلي في مصر، معدل النمو في مصر.

المقدمة

تلعب المدخرات المحلية دورًا مهمًا في جميع الدول، ويزداد أهمية هذا الدور في الدول النامية ومنها مصر، والتي تستهدف دفع عملية التنمية الاقتصادية، وتحقيق زيادة حقيقية في معدلات النمو الاقتصادي. ونظرًا لهذه الأهمية: نحتاج دائمًا إلى تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد، للعمل على جذب المزيد من المدخرات المحلية لاستخدامها في عملية التمويل الذاتي (المحلي) لعملية التنمية الاقتصادية. الأمر الذي يساعد على تقليل فجوة الموارد المحلية ومن ثم يقلل الاعتماد على العالم الخارجي، كما يعمل على تقليل أثر الصدمات الخارجية على الاقتصاد القومي، ويزداد الأمر أهمية في ظل تزايد حده الاختلالات الداخلية والخارجية التي شهدتها الاقتصاد المصري في الآونة الأخيرة.

ويظل الدور الحقيقي والأساسي في تشجيع وحشد المدخرات المحلية متعلقًا بالسياسة الاقتصادية، وخاصة السياسة النقدية وأجهزة الوساطة المالية التي تقوم بتنفيذ تلك السياسات، وذلك من خلال مجموعة من الأدوات الهامة المباشرة وغير المباشرة التي تستطيع السلطة النقدية توجيهها في ظل متغيرات وظروف النشاط الاقتصادي والبيئة الداخلية والخارجية المحيطة به.

مشكلة الدراسة

تتلخص مشكلة الدراسة في قصور فاعلية أدوات السياسة النقدية في تحفيز وحشد المدخرات المحلية في مصر خلال فترة الدراسة، الأمر الذي انعكس أثره في انخفاض معدلات النمو في الادخار المحلي، ومن ثم انخفاض معدلات النمو في الاقتصاد المصري خلال نفس الفترة.

* تم استلام البحث في مارس 2019، وقبل للنشر في أبريل 2019، وتم نشره في ديسمبر 2021.

ترجع أهمية الدراسة إلى أهمية توفير التمويل المحلى من موارد حقيقية، لاستمرار تمويل عملية التنمية الاقتصادية في مصر، لتحقيق أهدافها، واعتبارها ضرورة قومية لتخفيض الاقتراض الخارجي والداخلي، والأعباء المترتبة عليهما. خاصة مع تدهور معدلات النمو وزيادة حدة الاختلالات الداخلية والخارجية، الأمر الذي يؤكد على ضرورة اختيار حزمة السياسات الاقتصادية التي تدعم حشد المدخرات المحلية. وعلى ذلك يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في تقييم مدى فاعلية أدوات السياسة النقدية في تعبئة المدخرات المحلية في مصر خلال الفترة من 1990-2014؟ ثم وضع سيناريوهات مختلفة لضمان زيادة فاعلية السياسة النقدية في تحفيز المدخرات المحلية في ظل الأوضاع الاقتصادية المختلفة.

ولتحقيق هدف البحث تعتمد الدراسة على الفروض التالية:

- 1- تؤثر أدوات السياسة النقدية في معدلات نمو المدخرات المحلية في مصر خلال فترة الدراسة.
- 2- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدلات نمو المدخرات المحلية ومعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال فترة الدراسة.

منهجية البحث

اعتمد البحث على كل من:

- 1- المنهج الوصفي التحليلي: المتمثل في تجميع البيانات والمراجع والدراسات السابقة، الخاصة بالموضوع من المصادر المختلفة، لإعداد الإطار النظري للبحث وتحليل تطور البيانات وتحديد اتجاه المتغيرات المختلفة خلال الفترة المعنية.
- 2- التحليل الكمي: باستخدام حزمة برامج E-Views. لاختبار مدى صحة فروض البحث، بتحليل العلاقة بين المتغيرات المختلفة باستخدام تحليل السلاسل الزمنية، حيث تم إجراء اختبار استقرار السلاسل الزمنية، وإجراء اختبار التكامل المشترك لاختبار مدى صحة فروض البحث. واستنباط النتائج التي توضح طبيعة العلاقات بين متغيرات البحث والآثار المترتبة عليها. ويتم ذلك في ظل حدود معينة، حيث اقتصر البحث على دراسة دور أدوات السياسة النقدية الكمية، وأثرها على زيادة المدخرات في الاقتصاد المصري، خلال الفترة من 1990 – 2014، لما شملته تلك الفترة من إجراءات وأحداث اقتصادية كثيرة مهمة داخلية وخارجية.

خطة البحث

يأتي البحث في أربعة أقسام رئيسة، بالإضافة إلى المقدمة المنهجية على النحو التالي:

- القسم الأول: الدراسات السابقة:
- القسم الثاني: الإطار النظري للبحث.
- القسم الثالث: الجانب التطبيقي للبحث واختبارات الفروض.
- القسم الرابع: النتائج والتوصيات.
- قائمة المراجع: (مراجع عربية - مراجع أجنبية).

القسم الأول: الدراسات السابقة

هناك دراسات عديدة السابقة التي اهتمت بموضوع السياسة النقدية والمدخرات المحلية، والتي باتت تمثل تراثاً أدبيًا يجب الاستفادة منه، وتم تقسيم تلك الدراسات زمنيًا من الأقدم إلى الأحدث على النحو التالي:

- 1- دراسة (Elmendorf, 1996) بعنوان "The Effect of Interest Rate Changes on Household Saving & Consumption a Survey"، والتي هدفت إلى دراسة أثر تغيرات أسعار الفائدة على الادخار والاستهلاك الخاص لدى الأفراد الذين يتبعون نموذج دورة الحياة، والذين يدخرون للوصول إلى هدف ثابت، وتكون مدخراتهم في أضيق الحدود بغرض الاحتياط، نتيجة لتفضيلهم الاستهلاك الحالي على الأجل، وذلك باستخدام عمليات المسح كمدخل غير مباشر يجمع بين سلوك النماذج الفردية لتقدير تفضيلات الأفراد. وأكدت الدراسة أن التقدير المباشر لمرونة أسعار الفائدة على المدخرات له مشكلات كبيرة. وأنه من الصعب الوصول إلى تقدير دقيق لمرونة الادخار للتغيرات

في أسعار الفائدة، باستثناء حالة الأفراد الذين لديهم قدر كبير من المدخرات تكون لديهم مرونة إيجابية بالنسبة للتغيرات في أسعار الفائدة. وبالتالي أثبتت الدراسة استجابة المدخرات لتغيرات أسعار الفائدة.

2- دراسة (Galal, 1996) بعنوان، "Saving and Privatization"، والتي هدفت إلى تحديد حجم الادخار الذي يمكن أن يتولد عن عملية الخصخصة وإصلاح قطاع الأعمال العام. حيث يعتبر مستوى الادخار القومي أحد العوامل الحاكمة لدفع النمو الاقتصادي، وأن الادخار يتبع النمو الاقتصادي. وكانت أهم نتائجها أن إصلاح قطاع الأعمال العام سيحسن من مستوى الادخار القومي، وذلك عن طريق تحسين القدرة الإنتاجية، واستقطاب المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية.

3- دراسة (El-Refaie, 2001) بعنوان، «The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Egypt»، وهدفت إلى تقييم عملية التنسيق بين السياسات المالية والنقدية في مصر خلال عقد التسعينيات، وأكدت أهمية التنسيق بين السياسات المالية والنقدية وآليات تنفيذهما، ومعرفة الركائز التي يجب أن يقوم عليها هذا التنسيق من حيث الأهداف والأدوات وآليات التنفيذ، أخذاً في الاعتبار مدى عمق الأسواق المالية ونظام سعر الصرف. حيث أثبت التنسيق نجاحه في تحقيق الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي حتى عام 1998/1997، إلا أنه لم يكن بنفس الدرجة من الفاعلية فيما بعد، حيث تحولت السياسة المالية الانكماشية إلى سياسة توسعية مما أدى إلى زيادة نسبة العجز المتحقق في الموازنة العامة كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي من 1% إلى 4.2% في عام 1999/1998. أما فيما يتعلق بالسياسة النقدية فظلت انكماشية كما هي مما أدى إلى تعميق الركود الاقتصادي، وعدم استقرار سعر الصرف.

4- دراسة (Handy, 2001) بعنوان، "Monetary Policy & Financial Sector Reform in Egypt: The Record & the Challenges Ahead"، والتي هدفت إلى تحليل آليات الحد من الاختلالات الكلية الداخلية والخارجية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي في مصر، باستخدام السياسة النقدية منذ بداية التسعينيات. ومن أهم ما توصلت إليه ضرورة تدعيم أدوات السياسة النقدية وتحديث الإطار المؤسسي للنظام المالي، وأكدت على ضرورة إعطاء قدر أكبر من المرونة لصانعي السياسة في وضع السياسات المتعلقة بتحديد أسعار الفائدة، وأسعار الصرف، ونسبة الاحتياطي القانوني.

5- دراسة (أبو العيون، 2003)، بعنوان "تطورات السياسة النقدية في مصر والتوجهات المستقبلية"، والتي هدفت إلى دراسة تطور السياسة النقدية في مصر خلال العقدين الأخيرين، وعرض رؤية مستقبلية لتوجهات السياسة النقدية في المستقبل. وتوصلت الدراسة لأن التحول من استهداف سعر الصرف إلى استهداف معدلات التضخم والاعتماد على الأدوات النقدية غير المباشرة، يُعد أهم الملامح الرئيسة للسياسة النقدية الجديدة في مصر، وأكدت الدراسة على أن نجاح السياسة النقدية الجديدة يتوقف على مدى استقلالية البنك المركزي ومدى شفافية السياسات المطبقة، وتوافر المعلومات الكافية والدقيقة عن تطور المتغيرات الاقتصادية ومستوى أداء الاقتصاد الكلي.

6- دراسة (المكردي 2004)، بعنوان "الادخار ودوره في النمو الاقتصادي"، وقد ركزت على معرفة أسباب تدهور معدلات النمو الاقتصادي، وارتفاع معدلات التضخم، وتدهور أسعار صرف العملة المحلية، مما يدفع الحكومات إلى الشروع في تنفيذ العديد من برامج الإصلاح الاقتصادي التي هدفت إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي. وتوصلت إلى أن نجاح برنامج الإصلاح المالي والاقتصادي في تحقيق قدر كبير من الاستقرار الاقتصادي يتوقف على فعالية العلاقة بين الاستثمار والادخار. وأن سياسات الإصلاح لم تزد من حجم الادخار في مصر بالقدر المرغوب فيه مما يعني أن هناك عوامل أخرى تقف وراء عدم نجاح تلك السياسات والبرامج في تحقيق القدر المطلوب من التراكم الرأسمالي الذي يحقق معدل النمو الاقتصادي المرغوب فيه.

7- دراسة (Moursi, 2007)، بعنوان "Effect of Some Recent Changes in Egyptian Monetary Policy: Measurement & Evaluation"، واهتمت بتحليل السمات الأساسية والتطورات في هيكل السياسة النقدية، وأثرها على الاقتصاد المصري خلال الفترة من 2005/1990، اعتماداً على تحليل مجموعة من السياسات والنماذج الموجهة لقياس وتقييم أثر بعض السياسات مثل (نسبة الاحتياطي وأسعار الفائدة)، على بعض المتغيرات الأخرى مثل (أسعار السلع الأساسية ومكمش الناتج المحلي الإجمالي والناتج الحقيقي). وأظهرت النتائج أن الصدمات المؤثرة على السياسة النقدية ليس لها تأثير حقيقي على الناتج في الأجل القصير، ولكن تقتصر فعالية السياسة وتأثيرها على معدل نمو الناتج الحقيقي في الأجل الطويل، من خلال قدرتها على تحقيق الاستقرار في مستوى الأسعار، والعمل على استهداف التضخم.

- 8- دراسة (توني، 2008)، بعنوان «محددات أداء الادخار المحلي في مصر»، والتي هدفت إلى تحليل محددات الادخار المحلي في مصر خلال الفترة من 1975-2006. وتوصلت الدراسة إلى أن متوسط نصيب الفرد من الدخل، وتطور السوق المالي، وسعر الفائدة الحقيقي، تعتبر من أهم العوامل ذات الأثر الإيجابي على المدخرات المحلية في مصر. كما أكدت على أن خفض معدلات التضخم له تأثير إيجابي على المدخرات المحلية، من خلال زيادة المدخرات بغرض الاحتياط تحسباً لأي ظروف، كما تبين أن زيادة معدلات العجز في الموازنة العامة له تأثير سلبي على زيادة معدلات الادخار المحلية، حيث إنها توضح مزاحمة الإنفاق الحكومي للاستثمارات الخاصة، وما يترتب على ذلك من أثر في تغذية الزيادة المستمرة والمتواصلة لمعدل التضخم، وأثر ذلك على تخفيض القيمة الحقيقية للنقود، بما يدفع الأفراد إلى زيادة معدل الاستهلاك الحاضر عن الآجل. أيضاً أن عجز الميزان الجاري له تأثير سلبي على الادخار المحلي في كل من الأجلين القصير والطويل.
- 9- دراسة (بوزيان وناصر، 2009)، بعنوان «أثر تحرير أسعار الفائدة على حجم الادخار»، اهتمت هذه الدراسة بمعرفة أثر تحرير أسعار الفائدة في نموذج التحرير المالي على تحفيز الادخار وتوفير موارد مالية لزيادة الاستثمارات والتي تساعد على زيادة معدل النمو الاقتصادي. وذلك من خلال أسلوب التكامل المشترك للتأكد من أن التحسن في الادخار راجع إلى تحرير أسعار الفائدة أم لا. وتوصلت الدراسة إلى عدم جدوى تحرير أسعار الفائدة في تحفيز الادخار، زيادة انخفاض حجم الاستثمارات، وتدهور معدل النمو الاقتصادي. وتوصلت أيضاً إلى ضرورة تبني النموذج المالي الإسلامي.
- 10- دراسة (Pravakar & Ranjan, 2013)، بعنوان "Financial Sector Development and Domestic Savings in South Asia" وهدفت الدراسة إلى تحليل دور التنمية المالية في جذب مزيد من المدخرات المحلية في خمس دول في جنوب آسيا، وذلك بعد التحكم في المتغيرات ذات الصلة خلال الفترة ما بين 1975-2010، وهي فترة تتضمن ما قبل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي وما بعده. وأكدت النتائج العلاقة الطردية بين التنمية المالية ونمو المدخرات في جنوب آسيا، وأنها المصدر الرئيس لتمويل الاستثمارات. وإن زيادة معدلات النمو، وتنمية القطاع المالي والمصرفي، ورفع كفاءة المؤسسات المالية تُعد من أهم محددات الادخار في الدول النامية.
- 11- دراسة (Mohamed, 2014)، بعنوان "The Impacts of Foreign Currencies Exchange Rates on Savings in Sudan" وهدفت إلى تحليل مشكلة انخفاض المدخرات، والتي تقف وراء انخفاض معدلات النمو الاقتصادي في السودان، مما يؤدي إلى الاعتماد على العالم الخارجي في تمويل الاستثمارات، وما يترتب عليه من آثار سلبية على الاقتصاد السوداني. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف والودائع الادخارية والاستثمارية. وأكدت الدراسة على ضرورة اتباع سياسة ادخارية جديدة لزيادة معدل النمو الاقتصادي وزيادة معدل التوظيف لتخفيف حدة البطالة، ورفع متوسط دخل الفرد الحقيقي في السودان.
- 12- دراسة (النقيب، 2014)، بعنوان «فعالية السياسة النقدية في ظل الهيمنة المالية في مصر خلال الفترة 1991-2013». وهدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الهيمنة المالية في مصر على فعالية السياسة النقدية، باستخدام نموذج انحدار المتجه الذاتي، لشرح أسباب الهيمنة المالية والتي يعتبر أهمها العجز المزمن في الموازنة العامة للدولة، وسيطرة القرار السياسي على القرار الاقتصادي، وعدم القدرة على خلق موارد للتمويل الذاتي، وعدم استقلالية البنك المركزي، مما يؤدي إلى فقدان سيطرته على أدوات السياسة النقدية. وأثبتت الدراسة أن استمرار الهيمنة المالية على السياسة النقدية، أدى إلى انعدام فعالية السياسة النقدية نتيجة عدم القدرة على رفع سعر الخصم، وعدم قدرة البنك المركزي على استخدام سياسة السوق المفتوحة لتخفيض معدلات التضخم. وأن السياسات التي استهدفت التوسع الاقتصادي أدت إلى مزيد من التضخم، وأن سياسات الانكماش أدت إلى إبطاء معدلات النمو الاقتصادي، وزيادة معدلات البطالة، وبالتالي لا بد من العمل على استقلالية السياسة النقدية حتى تزداد فعاليتها.

التعليق على الدراسات السابقة

وُجد أن معظم الدراسات السابقة التي تناولت أثر أدوات السياسة النقدية على المدخرات المحلية، قد اهتمت بأداة أو أداتين فقط وتجاهلت دور الأدوات الأخرى. كما أغفلت التأثير المتبادل بين أدوات السياسة النقدية وبعضها البعض، وأثر

ذلك على باقي المتغيرات الكلية في الاقتصاد القومي. وهي الفجوة التي يسعى البحث على سدها. ولذا اهتمت بتحليل الارتباط الذاتي بين تلك الأدوات، وتحديد أكثرها فعالية في تحفيز المدخرات المحلية، والأكثر تأثيراً في تحقيق النمو الاقتصادي.

القسم الثاني: الإطار النظري للبحث.

مقدمة

شهدت السياسة النقدية في مصر خلال فترة التسعينيات وما بعدها تطورات عديدة عكست التطورات الداخلية والخارجية التي مر بها الاقتصاد القومي، فتحول البنك المركزي من اتباع سياسات نقدية مباشرة تستهدف متغيرات نقدية، إلى استخدام سياسات نقدية غير مباشرة تستهدف السيطرة على معدلات التضخم. مما يدفعنا إلى تحليل تطور استخدام أدوات السياسة النقدية وأثرها على تطور حجم المدخرات المحلية، ومعدل نمو فجوة الموارد المحلية خلال فترة الدراسة، في محاولة لبناء الإطار النظري للدراسة في هذا القسم، تمهيداً لتحليل طبيعة العلاقة بينهما وقياس آثارها إحصائياً بالقسم الثالث من الدراسة.

أولاً - تطور السياسة النقدية في مصر خلال الفترة: 2014/ 1990

بدأت مرحلة الإصلاح المالي في مصر في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكليف الهيكلي الذي عقده مصر مع الصندوق والبنك الدولي عام 1991، بإصلاح السياسة النقدية والقطاع المصرفي، وذلك من خلال استخدام أدوات غير مباشرة للتأثير في حجم السيولة المحلية، وتعزيز أرصدة البنوك من العملة المحلية من خلال تحرير أسعار الفائدة، وإلغاء سياسة السقوف الائتمانية. ويمكن تقسيم فترة الإصلاح المالي منذ بداية التسعينيات إلى ثلاث فترات، الأولى فترة الإصلاح الاقتصادي، والثانية فترة المرحلة الانتقالية، والثالثة مرحلة استهداف التضخم.

جدول رقم (1)

تطور المتغيرات النقدية والحقيقية في الاقتصاد المصري خلال الفترة (2014/1990) (القيمة بالمليار جنيه)

السنة	النتاج المحلي الإجمالي	السيولة المحلية	سعر الخصم	سعر الادخار المحلي	سعر الفائدة %	سعر الصرف	معدل التضخم %	حجم أذون الخزانة
1990	-	718	16.2	14.6	15.4	2.59	9.1	-
1991	96.7	916	19.7	15.9	16	3.28	9.7	3113
1992	139	105	19.9	23.6	16.5	3.32	15	12569
1993	143	122	17.2	23.5	13.5	3.35	6.4	23486
1994	148	137	15.2	24.7	11.1	3.38	17.3	28872
1995	156	152	13.5	26.3	11	3.39	8.3	22827
1996	164	168	13.1	28.7	10.5	3.39	4.8	24504
1997	173	194	12.5	32.5	9.83	3.38	4.3	28955
1998	271	210	12.2	43.1	6.36	3.38	2.9	35665
1999	287	235	12	49.2	9.2	3.39	2.5	25338
2000	302	255	12	56.7	9.45	3.44	2.2	25393
2001	316	285	11.3	60.3	9.48	3.85	2.7	29334
2002	382	329	10.8	55.1	9.32	4.5	4	40007
2003	393	384	10	58.4	8.22	6.03	16.8	55318
2004	407	435	10	65	7.72	6.18	4.9	83774
2005	427	494	10	66.7	7.23	5.78	20.2	124907
2006	454	560	9	75.5	6.02	5.75	13.5	103144
2007	487	663	9	92.3	6.1	5.69	16.2	118657
2008	789	767	10.8	142	6.59	5.33	11.2	146439
2009	836	831	9.5	147	6.49	5.59	12.8	239080
2010	878	917	8.5	150	6.23	5.69	15.1	266121
2011	894	1009	8.68	140	6.74	5.96	11.79	356103
2012	914	1094	9.5	111	6.64	6.059	7.25	373398
2013	1609	1296	9.5	116	7.68	7.0094	9.75	425847
2014	1643	1517	9.75	89.8	6.92	7.1401	8.2	471521

المصدر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.

1- مرحلة الإصلاح الاقتصادي (1996/1991)

بدأت المرحلة الأولى مع بدايات تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في يناير 1991، وهدفت تلك المرحلة إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي عن طريق تخفيض معدلات التضخم اعتماداً على سياسة أذون الخزانة، وترشيد الإنفاق الحكومي. وتمثلت أهم الإصلاحات النقدية خلال هذه المرحلة في إنهاء معظم السياسات التي تشوه أسواق المال (مثل سقف سعر الفائدة) لضمان كفاءة تخصيص الموارد المالية، إعادة هيكلة وتعزيز المركز المالي للبنوك وزيادة المنافسة في النظام المصرفي للمساعدة في جذب أكبر حجم من الادخار المحلي، الحد من دور البنك المركزي المصري في تمويل عجز الموازنة العامة والاعتماد على موارد محلية حقيقية من خلال سياسة أذون الخزانة، سعياً لتحقيق سياسة نقدية أكثر استقلالية وفعالية. ويوضح الجدول رقم (1) اتجاه تطور الأدوات والمتغيرات النقدية خلال فترة الدراسة، ومن خلال الجدول نلاحظ أهم تطورات السياسة النقدية خلال هذه المرحلة فيما يأتي:

- أ- اتخذ البنك المركزي في 20 ديسمبر 1990 قراره بتحرير أسعار الفائدة اعتباراً من 3 يناير 1991، وأصبح للبنوك حرية تحرير أسعار الفائدة على القروض والسلفيات والودائع، حيث تراوحت أسعار الفائدة فيما بين 15.4% و10.5% خلال هذه الفترة. أدى تحرير أسعار الفائدة إلى زيادة معدلات أسعار الفائدة الحقيقية، والتي تدعم دور البنوك وتزيد من كفاءتها في تعبئة وتوظيف المدخرات المحلية (المعهد المصري المصرفي، 2012).
- ب- نجحت أذون الخزانة كأحد الأدوات الأساسية التي استُخدمت في الاقتصاد المصري في امتصاص فائض السيولة في المجتمع، وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة بموارد حقيقية، وخفض معدلات التضخم في الاقتصاد المصري، حيث تراوحت معدلات التضخم فيما بين 9.1% و4.8% خلال هذه الفترة. وزيادة حجم الادخار القومي تازراً مع ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية (بسيوني، 2001).
- ج- انخفاض معدل التوسع في السيولة المحلية نتيجة لتباطؤ النمو في أشباه النقود، حيث في ظل هذه الفترة تحول ميل المدخرين إلى تفضيل الادخار بالعملة الأجنبية.

2- المرحلة الانتقالية (2005/1997)

هدف برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكليف الهيكلي إلى استقرار الأسعار، وتحرير سعر الصرف خلال هذه الفترة، وتحولت السياسة النقدية إلى سياسة توسعية من خلال تخفيض أسعار الفائدة، والتي انخفضت من 9,8% عام 1997 إلى 7,2% عام 2005 من أجل تشجيع الاستثمار. وتخفيض معدلات التضخم والتي تراوحت بين 4,3% و2,8% خلال هذه الفترة وحتى عام 2003. وقبل نهاية هذه الفترة، قررت الحكومة تخفيض سعر صرف الجنيه في يناير 2003، من 3,38 جنيه إلى 5,78 جنيه، الأمر الذي أدى إلى تشجيع عودة الضغوط التضخمية بالاقتصاد المصري مرة أخرى، حيث سجلت معدلات التضخم حوالي 13,5% خلال النصف الأول من عام 2006. وركزت السياسة النقدية في العمل على ضبط معدلات التوسع النقدي للسيطرة على الضغوط التضخمية، ومن ثم الحد من ارتفاع تكاليف المعيشة، وخلق بيئة اقتصادية مستقرة للمستثمرين، خاصة مع انخفاض معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي إلى قيم متواضعة (البنك المركزي المصري، 2007).

3- مرحلة استهداف التضخم (2014/2006)

تحولت السياسة النقدية إلى استهداف معدلات محددة للتضخم، واستقرار الأسعار بما يساهم في بناء الثقة ودعم الاستثمار، وتحفيز معدلات النمو الاقتصادي المستهدف، في ظل استقلال السلطة النقدية، وفي إطار من الشفافية. وأعلن البنك المركزي في 25 يناير 2009 عن مقياس التضخم الأساسي كمؤشر توضيحي وتكميلي مشتق من الرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين. وتراوحت معدلات التضخم فيما بين 16,2% و8,2% خلال هذه المرحلة. واستمرت السياسة التوسعية بعد ثورة يناير 2011، حيث وافقت الحكومة على مطالب رفع الأجور، مما أدى إلى قيام البنك المركزي بإعادة شراء أذون الخزانة بشكل منتظم لتوفير السيولة اللازمة لوحدات الجهاز المصرفي التي واجهت ضغوطاً في موقف السيولة المتاحة لديها، حيث كانت البنوك قد اشترت فيما بين 80-85% من إجمالي حجم الأذون المصدرة منذ إنشائها. وانخفض الطلب على الائتمان بغرض الاستثمار. زاد متوسط معدل نمو السيولة المحلية خلال هذه المرحلة بحوالي 142%، وكانت هذه الزيادة نتيجة لتصاعد صافي الأصول المحلية وتراجع صافي الأصول الأجنبية. كما أدى الارتفاع النسبي في أسعار الفائدة الاسمية فيما بين 6.1% و6.9% خلال هذه المرحلة إلى زيادة الادخار المحلي بمعدل سنوي متوسط بلغ 4% حتى عام 2013، ثم تراجع بمعدل 23% عام 2014/2013 وذلك نتيجة لتحول الأفراد نحو الاستثمار في شهادات قناة السويس حيث وصلت معدلات العائد عليها إلى 12%.

وجملة القول إن تجربة مصر في الإصلاح الاقتصادي في التسعينيات من القرن العشرين تُعد من التجارب الناجحة، حيث كانت السياسة الاقتصادية الكلية ذات هدف واضح، وساعد على نجاحها بعض الظروف الخارجية، وخاصة فيما يتعلق بالدين الخارجي وأعبائه، والتي أمكن تخفيضها بشكل ملموس بمساعدة دولية متميزة. أما على الصعيد الداخلي فكان للالتزام الكامل من كافة الجهات بتوجهات سياسة الإصلاح دوراً فاعلاً في نجاح تلك التجربة، والتي أسفرت عن تعديلات هيكلية انعكست بشكل واضح في صورة تحسن كبير في أوضاع المالية العامة، وفي الاستقرار النقدي والسعري، بالإضافة إلى التحسن الكبير في أوضاع ميزان المدفوعات (البنك المركزي المصري، 2015).

ثانياً - تطور المدخرات المحلية في مصر خلال الفترة (1990/2014)

لا شك في أن مصر قد قطعت خطوات واسعة ومسيرة طويلة لتحقيق التنمية الاقتصادية، وخلال هذه المسيرة واجهت مجموعة من المعوقات تتلخص أهمها في قصور مصادر تمويل التنمية الاقتصادية. الأمر الذي دفع الحكومة إلى ضرورة العمل على تعبئة وحشد المدخرات المحلية، باستخدام الأدوات النقدية المختلفة وذلك لتوفير مصادر حقيقية لتمويل عملية التنمية الاقتصادية. حيث تُعد المدخرات المحلية في جميع الاقتصادات هي الركيزة الأساسية لعملية التكوين الرأسمالي وتدعيم الطاقة الإنتاجية، وتزداد تلك الأهمية في الدول النامية ومنها مصر، من أجل تمويل عملية التنمية الاقتصادية. وتتوقف قدرة الاقتصاد القومي على تحقيق والإسراع بمعدلات التنمية الاقتصادية، على حجم المدخرات ومصادر تكوينها وكيفية تعبئتها وتوجيهها لعملية الاستثمار، وذلك من أجل زيادة الإنتاجية وزيادة معدل النمو الاقتصادي.

ولعل إلقاء الضوء على تطور حجم المدخرات المحلية في مصر خلال فترة الدراسة، يُعد هدفاً أساسياً لهذه المرحلة من البحث. وذلك للحكم على مدى نجاح السياسات النقدية المتبعة في المراحل المختلفة من مراحل تطورها، (والسابق عرضها عند دراسة تطور السياسة النقدية في مصر)، في حشد وتعبئة المدخرات المحلية في الاقتصاد المصري، ومعدلات نمو هذه المدخرات، ثم تحديد فجوة الموارد المحلية خلال فترة الدراسة. ويتم ذلك في عدة خطوات، تتمثل الأولى في تحديد مفهوم المدخرات المحلية والذي نستطيع التوصل إليه من خلال تحديد مفهوم الادخار، وتتمثل الخطوة الثانية في تحديد مكونات المدخرات المحلية والوزن النسبي لكل منها، أما الخطوة الثالثة فتهتم بتقدير حجم فجوة الموارد المحلية في مصر خلال فترة الدراسة.

وتجدر الإشارة إلى أن مفهوم الادخار الذي يهتم به البحث يُعرف بأنه ذلك الجزء من الدخل أو الناتج الذي لم يستهلك خلال فترة زمنية معينة، ويؤجل استخدامه للمستقبل، ويتلقى في مقابل ذلك ثمنًا يتمثل في سعر الفائدة. وهو ما يطلق عليه أيضًا لفظ الادخار المحلي، وهو يختلف عن الادخار القومي في أن هذا الأخير يأخذ في الاعتبار أثر عوائد عوامل الإنتاج من الخارج، وصافي المعاملات الخارجية.

وتتمثل مصادره الرئيسة في:

- 1- مدخرات القطاع العائلي.
- 2- مدخرات قطاع الأعمال.
- 3- مدخرات قطاع الأعمال العام.
- 4- مدخرات القطاع الحكومي.

جدول رقم (2)

تطور حجم المدخرات المحلية حسب المصادر الرئيسة لها في مصر خلال الفترة (1990-2014) القيمة بالمليار جنيه

السنة	إجمالي الودائع	القطاع العائلي	% من إجمالي الودائع	القطاع الخاص	% من إجمالي الودائع	القطاع العام	% من إجمالي الودائع
1990	59.6	35.9	60.2	8.9	14.9	5.3	8.9
1991	81.6	48.8	59.8	11.8	14.5	9.7	11.9
1992	99.1	60.3	60.8	11.1	11.2	10.7	10.8
1993	117.6	73.1	62.2	11.8	10.0	11.7	10.0
1994	125.6	79.8	63.5	13.9	11.0	13.4	10.67
1995	138.5	85.7	61.8	16.2	11.7	15.5	11.2
1996	153.0	94.5	61.7	18.4	12.0	16.2	10.6
1997	200.5	117.6	58.6	31.6	15.8	19.8	10.0
1998	216.4	129.1	59.6	35.8	16.5	17.3	8.0
1999	237.3	144.4	60.8	42.5	17.9	16.2	6.8
2000	260.4	161.2	61.9	44.6	17.0	15.3	5.9
2001	291.2	185.7	63.7	46.6	16.0	15.3	5.3
2002	340.8	220.4	64.6	51.0	15.0	16.1	4.7
2003	403.2	264.7	65.6	55.2	13.7	16.8	4.2
2004	461.7	296.3	64.2	64.7	14.0	18.8	4.0
2005	519.6	339.6	65.4	71.0	13.7	20.9	4.0
2006	568.8	380.1	66.8	80.7	14.2	26.1	4.6
2007	649.9	420.1	64.6	126.5	19.5	30.2	4.7
2008	747.2	447.7	59.9	176.9	23.7	38.5	5.2
2009	809.6	513.7	63.4	162.5	20.0	37.5	4.6
2010	892.4	574.7	64.4	169.3	19.0	39.2	4.4
2011	957.0	641.2	67.0	164.2	17.2	36.8	3.9
2012	1023.5	710.3	69.4	157.2	15.4	33.6	3.3
2013	1186.9	821.8	69.2	197.3	16.6	36.7	3.0
2014	1429.4	979.7	68.5	226.5	15.9	40.1	2.8

المصدر: بيانات إجمالي الودائع وفقا للقطاعات المختلفة، البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد مختلفة

جدول رقم (3)
تطور حجم الادخار المحلي الإجمالي والاستثمار المحلي الإجمالي
وفجوة الموارد المحلية والنتاج المحلي الإجمالي بسعر السوق
خلال الفترة (1990-2014)

(القيمة بالمليار جنيه)

السنة	الادخار المحلي	الادخار الاستثمار المحلي	فجوة الموارد المحلية	النتاج المحلي الإجمالي	نسبة الادخار المحلي الإجمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق %
1990	14.6	25.9	-11.3	-	-
1991	15.9	26.7	-10.8	-	16%
1992	23.6	27.7	-4.1	-	17%
1993	23.5	29	-5.5	143.11	16%
1994	24.7	34	-9.3	148	17%
1995	26.3	39.1	-12.8	155.54	17%
1996	28.74	39.7	-96.7	163.54	18%
1997	32.52	47.7	-139	173.16	19%
1998	43.1	61.3	-18.2	270.59	16%
1999	49.15	64	-14.85	286.94	17%
2000	56.7	64.4	-7.7	301.6	19%
2001	60.27	63.6	-3.33	316.36	19%
2002	55.1	67.5	-12.4	381.7	14%
2003	58.4	68.1	-10.3	393.4	15%
2004	65	79.6	-14.6	407	16%
2005	66.7	96.5	-29.8	427.1	16%
2006	75.5	115.7	-40.2	454.3	17%
2007	92.3	155.3	-63	486.5	19%
2008	141.8	179.3	-37.5	789.1	18%
2009	146.5	160.1	-13.5	835.5	17%
2010	150.0	172.4	-22.4	878.4	17%
2011	139.8	162.9	-23.1	894.0	16%
2012	111.1	164.0	-52.9	913.8	12%
2013	116.4	226.8	-110.4	1608.6	7%
2014	89.8	230.0	-140.2	1643.4	5%

المصدر: بيانات حجم الادخار المحلي والنتاج المحلي الإجمالي بسعر السوق: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، اعداد مختلفة.

- جاءت ودائع قطاع الأعمال الخاص متقاربة مع مشاركة القطاع الحكومي في إجمالي حجم الودائع بمعدلات نمو ضئيلة للغاية ومتذبذبة وسالبة في معظم سنوات الدراسة.
- أما مساهمة قطاع الأعمال العام فكانت في مجملها ضئيلة وسالبة النمو طوال سنوات الدراسة.

ويوضح الجدول رقم (3): تطور الادخار المحلي الإجمالي في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1990-2014) وذلك من حيث نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نموه، بالإضافة إلى تطور حجم فجوة الموارد المحلية، لأنها تعكس قدرة الادخار المحلي على تمويل الاستثمارات المحلية المطلوبة لتحقيق المعدل المنشود للنمو الاقتصادي، ففي حالة قصور المدخرات المحلية عن الوفاء بالاحتياجات التمويلية للاستثمارات المحلية، فإن الفجوة يتم تمويلها في الاعتماد على المدخرات الأجنبية بصورها المختلفة.

ويتضح من الجدول (3) ما يلي:

- 1- أن حجم الادخار المحلي الإجمالي قد تم حسابه بطرح كل من الاستهلاك الخاص والاستهلاك الحكومي من الناتج المحلي الإجمالي، بهدف الحصول على سلسلة زمنية متسقة خلال الفترة (1990-2014)، وتم حساب فجوة الموارد المحلية بالفارق بين الاستثمار والادخار المحليين.
- 2- احتفاظ حجم الادخار المحلي بالاتجاه التصاعدي خلال الفترة (1990-2010) حيث إنه ارتفع من 14,6 مليار جنيه إلى 150 مليار جنيه ثم بدأ في الانخفاض تدريجياً حيث وصل إلى 139,8 مليار جنيه سنة 2011 وما بعدها نتيجة لثورتتي 25 يناير و30 يوليو، زيادة عمليات الاستهلاك الخاص والاستثمار في شهادات قناة السويس، التي ساعدت في انخفاض المدخرات المحلية بصورة هائلة. حيث سجل الادخار المحلي الإجمالي حوالي 116,4 مليار جنيه سنة 2013 ثم انخفض إلى 89,8 مليار جنيه خلال سنة 2014، بمعدل انخفاض 22,9%. ويمكن إجمال الأسباب التي شاركت في انخفاض الادخار المحلي في مصر خلال الفترة من 1990 إلى 2014 فيما يلي:
 - أ- انخفاض متوسط دخل الفرد في مصر وانخفاض معدل نموه.
 - ب- الزيادة المستمرة في عملية الاستهلاك حيث التحول في سلوك الأشخاص نحو الاستهلاك وذلك نتيجة الانفتاح الاقتصادي.
 - ج- انخفاض معدل الادخار نتيجة اعتماد الاقتصاد المصري على الخارج وزيادة القروض الخارجية.
 - د- انخفاض معدل الادخار نتيجة لوجود عجز مستمر في الموازنة العامة للدولة الذي جعل من الحكومة مدخراً سلبياً.
 - هـ- انخفاض معدل الادخار نتيجة الميل للاستثمار كما حدث في سنة 2014 حيث انخفض معدل الادخار بصورة هائلة نتيجة الاستثمار في شهادات قناة السويس. وإن كان الاستثمار في شهادات قناة السويس لا يشكل رغبة حقيقية للمجتمع المصري في زيادة استثمار وإنما تم ذلك لأسباب متعلقة بالروح الوطنية خاصة في الظروف التي مر بها المجتمع المصري.
 - و- ومن ناحية أخرى يمكن إرجاع انخفاض معدل الادخار المحلي إلى قصور السياسات النقدية المتبعة وضعف أداء المؤسسات المالية.

أهمية المدخرات في النمو الاقتصادي

يُعد توافر رؤوس الأموال اللازمة لتنفيذ الاستثمارات المختلفة شرطاً ضرورياً لإحداث دفعة قوية في النمو الاقتصادي، خاصة في الدول النامية، ولذا فإن توافر المدخرات المحلية تمثل الطريق الأمثل والداعم الحقيقي لتحقيق النمو الاقتصادي في مختلف الاقتصادات. وتزداد أهمية المدخرات وأهمية النمو الاقتصادي في الدول النامية عامة وفي مصر خاصة، لما يمر به الاقتصاد المصري من عثرات واختلالات تمثل عوائق جمة أمام تحقيق النمو الاقتصادي المنشود، هذا بالإضافة إلى العديد من الأدوار التي يمكن أن تقوم بها المدخرات المحلية حال توافرها والتي تتمثل في:

- 1- توفير التمويل المحلي المطلوب لمشروعات التنمية دون اضطراب الدولة إلى اللجوء لزيادة الضرائب أو الاعتماد على وسائل التمويل التوسعية التي تؤدي إلى زيادة حدة التضخم الذي يصاحب عادة الإنفاق على برامج التنمية والذي ينعكس أثره في الارتفاع المطرد للأسعار.
- 2- الحد من الضغوط التضخمية التي تصاحب الإنفاق على خطط التنمية، وذلك بامتصاص الزيادة في الدخل المترتبة على الزيادة في الإنفاق الاستثماري في تكوين مدخرات جديدة، بما يساهم في تحقيق التراكم الرأسمالي.
- 3- الحد من الإنفاق الاستهلاكي للأفراد بما يسمح بتوجيه المزيد من السلع للتصدير، بما يساعد في الحصول على النقد الأجنبي اللازم لتمويل مشروعات التنمية وتحقيق المزيد من الاستثمار الذي يعود على جميع أفراد المجتمع بالنفع العام من جهة، وتقليص الطلب على السلع المستوردة من جهة ثانية.
- 4- خفض الإنفاق الحكومي الاستهلاكي اللازم لتوفير المزيد من السلع الاستهلاكية نتيجة زيادة الطلب المتحقق بفعل زيادة دخول الأفراد، وتوجيه الوفرة المحقق لتمويل الإنفاق الحكومي الاستثماري الداعم للتنمية الاقتصادية.

غير أن تواضع مؤشرات أداء الاقتصاد المصري خلال عقدي الثمانينيات والتسعينيات قد دفع الحكومة المصرية لتبني برامج الإصلاح الاقتصادي في مطلع التسعينيات والتي بدأتها بتحرير سعر الفائدة والاعتماد على أدون الخزانة بهدف تحفيز مزيداً من المدخرات المحلية وزيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق: السيطرة على معدلات التضخم عند مستويات متدنية. وتحقيق أسعار فائدة حقيقية موجبة. والحد من تدهور أسعار الصرف في العملة المحلية (استقرار سعر الصرف). وتحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة وعلى الرغم من نجاح برنامج الإصلاح المالي والاقتصادي في تحقيق قدر كبير من الاستقرار الاقتصادي والاهتمام بالاستثمار والادخار، إلا أنها لم تبد نفس الفعالية في تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرضية، حيث لم تنجح تلك السياسات في حشد المدخرات المحلية بالقدر الكافي والمرغوب فيه، مما يعني أن هناك عوامل أخرى تقف وراء عدم نجاح تلك السياسات والبرامج في تحقيق ذلك القدر من التراكم الرأسمالي الذي يحقق معدل النمو الاقتصادي المرغوب فيه. وهذا ما يعكسه الجدول رقم (3) السابق والذي يشير إلى تزايد فجوة الموارد المحلية واتساع نطاقها خلال فترة الدراسة.

القسم الثالث - الجانب التطبيقي للبحث واختبارات الفروض

يهدف هذا القسم من البحث إلى اختبار مدى صحة فروض البحث، وذلك على مرحلتين: أولاً: إجراء اختبار ديكي فوللر الموسع (Augmented Dickey-Fuller) لاختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية طويلة الأجل. ثانياً: إجراء اختبار التكامل المشترك (Co-Integration Analysis) لتحديد العلاقات طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة. ويتم ذلك من خلال المحاور التالية:

- 1- توصيف متغيرات الدراسة.
- 2- تمهيد البيانات.
- 3- نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية.
- 4- نتائج اختبار التكامل المشترك.
- 5- تقييم مدى فعالية أدوات السياسة النقدية في تحفيز المدخرات المحلية.

هدفت هذه الخطوات إلى: قياس وتحليل أثر المتغيرات النقدية على المدخرات المحلية في ضوء النماذج القياسية، وأيضاً من خلال مجموعة من الخطوات تتمثل الخطوة الأولى في اختبار استقرار السلاسل الزمنية حيث أتضح من خلال النتائج أن العلاقات بين المتغيرات غير ساكنة مما يؤدي إلى ما يعرف بظاهرة الانحدار الزائف Spurious Regression الذي يعنى وجود اتجاه عام Trend في السلاسل الزمنية للمتغيرات، قد تؤدي إلى وجود علاقة معنوية بين هذه المتغيرات وبعضها، لذلك تم استخدام اختبار Dickey-Fuller، وأظهرت النتائج عدم استقرار السلاسل الزمنية ولذلك تم أخذ الفروق الأولى حتى تصبح السلاسل مستقرة. أما الخطوة الثانية فتمثلت في استخدام اختبار التكامل المشترك وأظهرت النتائج إلى أن هناك علاقة معنوية طويلة الأجل بين المتغيرات النقدية. وتفصيل ذلك فيما يلي:

جدول رقم (4)

نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	الرمز	اختبار ADF	مستوى المعنوية	درجة الاستقرار	اختبار ADF بعد أخذ الفروق الأولى	مستوى المعنوية	درجة الاستقرار
الناتج المحلي الإجمالي	GDP	-2.998064	0.9215	غير مستقرة	-3.00486	0.0001	مستقرة
التضخم	INF	-3.004861	0.4773	غير مستقرة	-3.00486	0.0000	مستقرة
السيولة المحلية	DL	-2.998064	0.6919	غير مستقرة	-3.00486	0.0000	مستقرة
سعر الفائدة	IR	-2.998064	0.1106	غير مستقرة	-3.00486	0.0007	مستقرة
سعر الصرف	ER	-2.998064	0.9479	غير مستقرة	-1.95720	0.0043	مستقرة
أذون الخزانة	TB	-2.998064	0.2313	غير مستقرة	-3.00486	0.0002	مستقرة
الإدخار المحلي	DS	-2.998064	0.2016	غير مستقرة	-3.00486	0.0221	مستقرة
المدخرات لدى الجهاز المصرفي	SB	-2.998064	0.8439	غير مستقرة	-3.00486	0.0222	مستقرة
صافي مبيعات شهادات الاستثمار	NC	-3.622033	0.7637	غير مستقرة	-3.63289	0.0266	مستقرة
التأمينات والمعاشات	IP	-2.998064	0.2919	غير مستقرة	-3.00486	0.0018	مستقرة
ودائع صندوق توفير البريد	PR	-2.998064	0.9343	غير مستقرة	-3.00486	0.0000	مستقرة

المصدر: تم إعداده من خلال نتائج البرنامج الإحصائي E-Views

1- توصيف متغيرات الدراسة

أ- المتغيرات المستقلة

وتشمل: سعر الفائدة (IR) ويقاس من خلال سعر الفائدة على الودائع بالعملة المحلية لمدة 3 شهور، كمؤشر لمستوى أسعار الفائدة. سعر الصرف (ER) ويقاس من خلال قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي. أذون الخزانة (TB) يتم قياسها من خلال حجم أذون الخزانة التي يصدرها البنك المركزي. المعروف النقدي (DL) معبراً عنه بمقياس السيولة المحلية (M2)

معدل التضخم (INF) وقد تم الاعتماد على معدل التضخم السنوي العام. الناتج المحلي الإجمالي (GDP) مقاساً بقيمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الحقيقية خلال فترة الدراسة. معدل العائد على أذون الخزانة (TBR) يعبر عنه بأسعار الفائدة على أذون الخزانة لمدة 91 يوماً. الشهادات الدولارية (DCR) يتم التعبير عنها في النموذج كمتغير صوري. صناديق الاستثمار (INF) يتم إدخالها في النموذج كمتغير صوري.

ب- المتغيرات التابعة وتشمل: إجمالي المدخرات المحلية (DS) وتقاس من خلال حجم الإدخار المحلي الوارد من

بيانات الجهاز المركزي. المدخرات لدى الجهاز المصرفي (Sb) تقاس من خلال الودائع غير الجارية بالعملة المحلية والودائع الجارية وغير الجارية بالعملة الأجنبية لدى الجهاز المصرفي. صافي مبيعات شهادات الاستثمار (NC) تقاس من خلال حجم مبيعات شهادات الاستثمار الوارد من بيانات الجهاز المركزي. ودائع صندوق توفير البريد (PR) تقاس من خلال حجم ودائع صندوق توفير البريد الوارد من بيانات الجهاز المركزي. التأمينات والمعاشات (IP) تقاس من خلال حجم التأمينات والمعاشات لدى البنك المركزي. أذون الخزانة (TB) يتم قياسها من خلال حجم أذون الخزانة التي يصدرها البنك المركزي. الناتج المحلي الإجمالي (GDP) عبارة عن قيمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة خلال فترة الدراسة.

2- اختبار جذر الوحدة

يُعتبر اختبار ديكي - فولر الموسع Augmented Dickey-Fuller (ADF)، من أكفأ الاختبارات لجذر الوحدة. وتم إجراءه عن طريق المعادلات الثلاثة الآتية:

$$\Delta Y_t = \delta_1 Y_{t-1} + u_t \dots \dots (3) \quad \text{اختبار ديكي - فولر (DF)}$$

$$\Delta Y_t = \delta_0 + \delta_1 Y_{t-1} + u_t \dots \dots (4) \quad \text{اختبار ديكي - فولر (DF) بوجود قاطع}$$

$$\Delta Y_t = \delta_0 + \delta_1 Y_{t-1} + \delta_2 T + u_t(T) \quad \text{اختبار ديكي - فولر (DF) مع قاطع ومتجه زمني}$$

3- نتائج تطبيق اختبار التكامل المشترك:

تم الاعتماد على اختبار أنجل - جرانجر Engle & Granger Test على خطوتين:

أ- تقدير معادلة انحدار العلاقة طويلة الأجل باستخدام طريقة المربعات الصغرى: $y_t = \alpha + \beta x_t + Z_t$ ثم نستخرج من معادلة انحدار التكامل المشترك السابقة البواقي المقدرة

$$\hat{Z}_t = Y_t - \hat{\alpha} - \hat{\beta} X_t \quad (9)$$

ومن أجل التأكد من أن المتغيرات قيد الدراسة متكاملة تكاملاً مشتركاً فإنه يجب استقرار البواقي \hat{Z}_t باستخدام اختبار (ADF)، وبالتالي سيتم تقدير المعادلة الآتية:

$$\Delta \hat{Z}_t = \phi \hat{Z}_{t-1} + \sum_{i=1}^u \phi_i \Delta \hat{Z}_{t-i} + U_t \quad (10)$$

حيث يعبر $\Delta \hat{Z}_t = \hat{Z}_t - \hat{Z}_{t-1}$ عن الفرق الأول لبواقي معادلة انحدار العلاقة طويلة الأجل، حدود فرق البواقي، حد الخطأ العشوائي للمعادلة.

ويكون الاختبار كالاتي: الفرض العدم:- عدم استقرار السلاسل، أي عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات.

الفرض البديل:- استقرار السلاسل الزمنية ووجود تكامل مشترك بين المتغيرات.

S من الجدول رقم (5) نلاحظ أن القيمة الإحصائية المحسوبة لجميع المتغيرات الداخلة في النموذج أصغر من القيمة الجدولية عند مستوى المعنوية (5%)، وهذا يعنى استقرار السلسلة الزمنية ووجود تكامل مشترك بين المتغيرات. وهذا

يؤكد رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل القائل باستقرار السلاسل الزمنية أي وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، وهذا يعنى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج. وفيما يلي عرض لنتائج اختبار معنوية النماذج المستخدمة:

جدول رقم (5)

نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج

المتغيرات المستوية الجدولية المحسوبة	T	Prob	نتيجة التكامل المشترك
الأول (DS) 5% leve	-1.956406	-2.368898	0.0202
الثاني (NC) 5% leve	-3.004861	-4.789702	0.0010
الثالث (SB) 5% leve	-3.752946	-2.998064	0.0025
الرابع (IP) 5% leve	-3.004861	-4.789702	0.0010
الخامس (PR) 5% leve	-3.632896	-65.49873	0.0000
السادس (TB) 5% leve	-3.004861	-5.414645	0.0002
السابع (GDP) 5% leve	-3.004861	-5.794648	0.0001

المصدر: تم إعداده بواسطة الباحثة من واقع نتائج تحليل التكامل المشترك باستخدام البرنامج الإحصائي E-Views.

ومن خلال الجدول رقم (6) يتضح ما يلي:-

- أكدت قيمة (F) المحسوبة على معنوية النماذج المقترحة بدرجة ثقة 99%.

- أكد صغر قيمة الخطأ المعياري للنماذج المستخدمة، على معنوية تأثير المتغيرات النقدية (أدوات السياسة النقدية) على المدخرات المحلية، والمدخرات لدى الجهاز المصرفي، وصافي مبيعات شهادات الاستثمار، والتأمينات والمعاشات، والمدخرات لدى صندوق توفير البريد. وكذلك معنوية تأثير المدخرات المحلية على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

- أكدت نتائج اختبار «ديربن واتسون» وهو الاختبار الخاص بقياس مشكلة Autocorrelation الذاتي بين البواقي، على عدم وجود ارتباط ذاتي

جدول رقم (6)

نتائج اختبار معنوية النماذج

المتغيرات قيمة (F) R-Square	R-Adjusted Square	الخطأ المعياري ديربين واتسون Durbin Wastson	Std Error of Regression
19.49648	0.964039	0.914592	0.045325
25.02143	0.925985	0.888977	0.009947
5.387842	0.811686	0.661034	0.034344
12.96487	0.891896	0.823103	0.303481
1.322756	0.292467	0.071363	0.075010
2.082666	0.328877	0.170965	0.208919
4.052157	0.654100	0.492680	0.118537

المصدر: تم إعداده بواسطة الباحثة من واقع نتائج تحليل المعنوية باستخدام البرنامج الإحصائي E-Views.

بين البواقى فى النماذج المقترحة، فىما عدا النموذجىن الثانى والخامس والخاصىن بشهادات الاستثمار وودائع توفير البرىد، حىث إن قىمة «دىرىن واتسون» لكل منهما على التوالى كانت 1,1، 0,78، فىما يُعد دلىلاً على عدم جودة النموذجىن.

التفسىر الاقتصادى للنتائج الإحصائىة

- 1- وُجد أن 91% من التغىرات التى تحدث فى قىمة المدخرات المحلىة، يمكن إرجاعها إلى التغىر فى المتغىرات النقدىة بصفة عامة مع افتراض ثبات العوامل الأخرى. هذا مع اختلاف التأثير الخاص بكل متغىر على حده واتجاهه والى كان المعروض النقدى، أشدها تأثيراً لىه أذون الخزانة ثم سعر الفائدة، وأقلها تأثيراً كان سعر الصرف على التوالى.
- 2- نجد أن 89% من التغىرات التى تحدث فى قىمة المدخرات لدى الجهاز المصرى، يمكن تفسىرها فى ضوء التغىر فى المتغىرات النقدىة مع افتراض ثبات العوامل الأخرى.
- 3- يمكن تفسىر حوالى 66% من التغىرات التى تحدث فى قىمة صافى مبيعات شهادات الاستثمار، كوعاء ادخارى. إلى التغىرات التى تحدث فى المتغىرات النقدىة مع ثبات العوامل الأخرى.
- 4- نجد أن 7% فقط من التغىرات التى تحدث فى مدخرات صندوق توفير البرىد، يمكن تفسىرها بالتغىر فى المتغىرات النقدىة وأهمها سعر الفائدة وسعر الصرف بتأثير متساوى ومنخفض لا يتجاوز 3% مع افتراض ثبات العوامل الأخرى.

ملاحظات عامة على النتائج السابقة:

- 1- حقق معدل نمو المعروض النقدى أثراً إيجابياً على معدل النمو فى كل من المدخرات المحلىة، والمدخرات لدى الجهاز المصرى، وصافى مبيعات شهادات الاستثمار، والتأمينات والمعاشات، ومدخرات صندوق توفير البرىد، متوافقاً فى ذلك مع ما جاءت به النظرىة الاقتصادىة فى أن زىادة كىمة النقود فى المجتمع يمكن أن تؤدى إلى زىادة المدخرات المحلىة.
- 2- أما فىما يتعلق بتأثير أسعار الفائدة الاسمىة على معدل النمو فى كل من المدخرات المحلىة، والأنواع المختلفة من الأوعىة الادخارىة فقد كان عكسياً، بخلاف ما جاءت به النظرىة الاقتصادىة. وهو الأمر إلى يؤكد عدم مرونة واستقرار العلاقة الموجبة بىن أسعار الفائدة والمدخرات المحلىة فى الاقتصاد المصرى خلال فترة الدراسة ربما لأن سعر الفائدة الحقيقى كان سالباً طوال فترة الدراسة، مما ترك المجال لتأثير عوامل أخرى أكثر إيجابىة للتأثير فى حجم المدخرات المحلىة.
- 3- مارس معدل نمو أسعار الصرف دوراً إيجابياً على معدل نمو كل من المدخرات المحلىة، والمدخرات لدى الجهاز المصرى كما أشارت النظرىة الاقتصادىة. أما فىما يتعلق بصافى مبيعات شهادات الاستثمار، والتأمينات والمعاشات، ومدخرات صندوق توفير البرىد فمان لسعر الصرف أثراً عكسياً ربما لانخفاض معدلات العائد على الأوعىة الادخارىة بالعملات الأجنبىة من ناحية ومن ناحية أخرى عدم تعامل بعض الجهات مثل صندوق توفير البرىد بالعملات الأجنبىة.
- 4- جاءت العلاقة بىن معدل التضخم ومعدل نمو المدخرات المحلىة، عكسىة أى ذات إشارة موجبة، وهذا ما يتفق مع النظرىة الاقتصادىة.
- 5- أشارت النتائج إلى أن 17% من التغىرات التى تحدث فى حجم أذون الخزانة المصدر، ترجع إلى التغىر فى معدل العائد عليها مع افتراض ثبات العوامل الأخرى. وهذا يؤكد أن هناك عوامل أخرى بخلاف معدل العائد على الأذون رغم ارتفاعه عن معدلات العائد فى السوق النقدى، تؤثر فى حجم الاكتتاب ربما تتعلق تلك العوامل بالظروف الداخلىة للمؤسسات والفتنات المسموح لها بالاكتتاب فى أذون الخزانة، أو للخصائص الأخرى للأذون.
- 6- فىما يتعلق بتأثير كل من الشهادات الدولارىة وصنادىق الاستثمار على المدخرات المحلىة، أظهرت النتائج عدم معنوىتهم داخل النموذج.

7- أشارت نتائج التحليل إلى أن مدى توافر المدخرات المحلية يمكن أن يمارس أثرًا إيجابيًا على معدلات النمو في الناتج المحلى الإجمالي وتستطيع تفسير حوالي 49% من التغيرات التي تحدث فيه. مع افتراض ثبات العوامل الأخرى.

القسم الرابع - النتائج والتوصيات

النتائج

في ضوء ما استهدفته الدراسة من تقييم لدور أدوات السياسة النقدية في تحفيز المدخرات المحلية، فقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- 1- أظهرت النتائج أهمية استخدام أدوات السياسة النقدية في تحفيز المدخرات المحلية، والعمل على جذب المزيد منها عبر القنوات الرسمية المختلفة، وباستخدام مختلف الأوعية الادخارية السائدة في السوق المصرفية. وأكدت على ضرورة استحداث أوعية ادخارية جديدة جاذبة للمدخرين.
- 2- على الرغم من أن مصر قد نجحت من خلال برنامج الإصلاح المالي والاقتصادي في تحقيق قدر كبير من الاستقرار الاقتصادي وأعطت لسياسة الاستثمار والادخار اهتمامًا كبيرًا في برامجها وسياساتها الاقتصادية، إلا أنها لم تبد نفس الفعالية في تحقيق معدل نمو اقتصادي، بل أن تلك السياسات لم تزيد من حجم الادخار بالقدر الكافي والمرغوب فيه مما يعنى أن هناك عوامل أخرى تقف وراء عدم نجاح تلك السياسات والبرامج في تحقيق ذلك القدر من التراكم الرأسمالي الذي يحقق معدل النمو الاقتصادي المرغوب فيه.
- 3- أكدت النتائج أيضًا على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات أي وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين أدوات السياسة النقدية وتحقيق المزيد من المدخرات المحلية.
- 4- كما أكدت النتائج أيضًا على وجود علاقة طردية بين معدلات نمو المدخرات المحلية ومعدلات نمو الناتج المحلى الإجمالي. وأن العمل على تحفيز المدخرات المحلية يُعد عامل رئيس في زيادة معدلات نمو الناتج المحلى الإجمالي في الأجلين القصير والطويل.

التوصيات

- استنادًا إلى النتائج التي تم التوصل إليها تقترح الدراسة بعض التوصيات، والتي يمكن أن تساعد في سهولة تحقق الأهداف التي يسعى صانعي السياسة النقدية تحقيقها:
- 1- يجب أن تولي السياسة النقدية أولية خاصة للمحافظة على استقرار الأسعار لاحتواء الضغوط التضخمية والحفاظ على معدلات فائدة موجبة في السوق النقدي، والعمل على استحداث أوعية ادخارية جديدة وجاذبة تتماشى مع معدلات التضخم، بغية حفز المزيد من المدخرات المحلية، وتأكيد دورها في دعم النمو الاقتصادي وتثبيت الأوضاع الاقتصادية والحد من حالة اللايقين.
 - 2- كما يجب معالجة أوجه القصور التي تحد من فعالية الوساطة المالية لتعزيز آلية عمل السياسة النقدية وزيادة الائتمان الموجه للقطاع الخاص وخاصة لدعم الشركات الصغيرة والمتوسطة. بما يدعم قدرتها على خلق فوائض مالية، يُعاد استثمارها في الاقتصاد المصري لدعم النمو الاقتصادي.
 - 3- يجب أن تهدف سياسة سعر الصرف إلى تحقيق التوازن بين تشجيع الصادرات من جهة واحتواء الضغوط التضخمية من جهة أخرى، حيث إن التغيرات المستمرة في الأسعار النسبية تمثل تحديًا أمام إدارة السياسة النقدية؛ لتعزيز قدرتها في كيفية امتصاص الصدمات ووجودها.

المراجع

أولاً - مراجع باللغة العربية:

- أبو العيون، محمود. (2003). *تطورات السياسة النقدية في مصر والتوجهات المستقبلية*، ورقة عمل، المركز المصري للدراسات الاقتصادية.
- المكردى، محمد صالح. (2004). *الادخار ودوره في النمو الاقتصادي*، دراسات في الاقتصاد اليمنى.
- توني، محمود. (2008). "محددات أداء الادخار المحلى في مصر"، *مجلة الدراسات والبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة بنها.
- بوزيان، دبن؛ وغربي ناصر. (2009). "أثر تحرير أسعار الفائدة على حجم الادخار"، *الملتقى الدولي الثاني*، معهد العلوم الاقتصادية.
- الهيتي، أحمد؛ وأوس أيوب. (2012). "دور السياسة النقدية والمالية في النمو الاقتصادي"، *مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية*، العراق.
- النقيب، أنور محمود. (2014). *فعالية السياسة النقدية في ظل الهيمنة المالية في مصر خلال الفترة 1991-2013*، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية.
- المعهد المصرفي المصري. (2012). "السياسة النقدية والمجال لتبني إطار استهداف التضخم"، *مجلة بنوك وأعمال*، العدد الأول، ص 25.
- بسيوني، وفاء. (2001). *تقييم الآثار المالية والاقتصادية لاستخدام سياسة أذون الخزانة في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي المصري*، رسالة ماجستير غير منشوره، كلية التجارة، جامعة المنوفية، ص 179.
- البنك المركزي المصري. (2007). *التقرير السنوي*، أعداد مختلفة من 1997-2006.
- البنك المركزي المصري. (2015). *التقرير السنوي*، أعداد مختلفة من 2009-2014.
- عريش، شفيق؛ وعثمان نقار. (1102). *اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية*، *مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية*، المجلد 38، العدد 5، ص 84، سوريا.

ثانياً - مراجع باللغة الإنجليزية:

- Elmendorf, Douglas. (1996). *The Effect of Interest Rate Changes on Household Saving and Consumption: A Survey*, Federal Reserve Board.
- Galal, Ahmed. (1996). *Saving and Privatization*. ECES, Working Paper No. 8.
- El-Refaie, Faika. (2001). *The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Egypt*, ECES, Working Paper. No. 54.
- Handy, Howard. (2001). *Monetary Policy and Financial Sector Reform in Egypt: The Record and the Challenges Ahead*, ECES, Working Paper No. 51.
- Pravakar & Ranjan. (2013). "Financial Sector Development and Domestic Savings in South Asia"
- Mohamed, Issam. (2014). "The Impacts of Foreign Currencies Exchange Rates on Savings in Sudan"

Evaluating the Role of Monetary Policy Tools in Stimulating Domestic Savings In Egypt During the Period 1990-2014

Dr. Sakr Ahmed Sakr
Professor of Economics

Dr. Waffa Basyuni Al-Sayed
Economics Teacher

Nesrin Mohamed Fahmy
Teaching Assistant
Department of Economics and
Public Finance

Faculty of Commerce
Al-Manoufia University
Arab Republic of Egypt

ABSTRACT

This paper presented a comprehensive econometric analysis of the determinants of decreasing the rates of the domestic savings in Egypt during the study period (1990-2014). The analysis helped to determine the relative contributions of the monetary policy tools in this regard. The main results confirmed that: existence of co-integration between variables referred to a balanced relationship in the long term. So, about 91% of the changes in the domestic savings were achieved through out changes of the monetary variables (when the other factors were constant).

Keywords: *Monetary Policy in Egypt, Domestic Savings in Egypt, Growth Rate in Egypt.*

