



جامعة قاصدي مرياح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم : العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم تجارية
تخصص مالية دولية

بعنوان:

اشكالية تحرير حساب رأس المال في ظل الأزمات المالية الدولية في الاقتصاديات الناشئة الدروس المستفادة للتجربة الجزائرية (1990-2019)

من إعداد الطالبة: هالة صالح

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 27 أكتوبر 2022

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د/عماني لمياء	أستاذ تعليم عالي	جامعة ورقلة	رئيساً
أ.د/ علاوي محمد لحسن	أستاذ تعليم عالي	جامعة ورقلة	مشرفاً ومقرراً
د/ لحيمة سارة	أستاذ محاضر(ا)	جامعة ورقلة	مناقشاً
د/بن ساحة علي	أستاذ محاضر(ا)	جامعة غرداية	مناقشاً
أ.د/بوشول السعيد	أستاذ تعليم عالي	جامعة الوادي	مناقشاً
د/عبيدلي عبد القادر	أستاذ محاضر (ا)	جامعة الوادي	مناقشاً

السنة الجامعية: 2022/2021

((اللهُ نُورُ السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضِ مِثْلُ نُورِهِ كَمِشْكَاةٍ فِيهَا مِصْبَاحٌ الْمِصْبَاحُ
فِي زُجَاجَةٍ الزُّجَاجَةُ كَأَنَّهَا كَوْكَبٌ دُرِّيٌّ يُوقَدُ مِنْ شَجَرَةٍ مُبَارَكَةٍ زَيْتُونَةٍ لَا شَرْقِيَّةٍ وَلَا غَرْبِيَّةٍ
يَكَادُ زَيْتُهَا يُضِيءُ وَلَوْ لَمْ تَمْسَسْهُ نَارٌ نُورٌ عَلَى نُورٍ يَهْدِي اللهُ لِنُورِهِ مَنْ يَشَاءُ
وَيَضْرِبُ اللهُ الْأَمْثَالَ لِلنَّاسِ وَاللَّهُ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ)) سورة النور الآية 35



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم : العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم تجارية
تخصص مالية دولية

بعنوان :

اشكالية تحرير حساب رأس المال في ظل الأزمات
المالية الدولية في الاقتصاديات الناشئة
الدروس المستفادة للتجربة الجزائرية (1990-2019)

من إعداد الطالبة : صالحى هالة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 27 أكتوبر 2022

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د/ عماني لمياء	أستاذ تعليم عالي	جامعة ورقلة	رئيساً
أ.د/ علاوي محمد لحسن	أستاذ تعليم عالي	جامعة ورقلة	مشرفاً ومقرراً
د/ لحيمر سارة	أستاذ محاضر(ا)	جامعة ورقلة	مناقشاً
د/ بن ساحة علي	أستاذ محاضر(ا)	جامعة غرداية	مناقشاً
أ.د/ بوشول السعيد	أستاذ تعليم عالي	جامعة الوادي	مناقشاً
د/ عبيدلي عبد القادر	أستاذ محاضر (ا)	جامعة الوادي	مناقشاً

السنة الجامعية: 2022/2021

إلى أمي الحبيبة ، إلى أبي العزيز أطاله الله عمركما
إلى زوجي و سندي "جيلاني" حفظك الله لي
إلى نور عيني ومهجة فؤادي "ملك ومحمد و شام"
إلى اخوتي وسندي "سناء - صلاح - طارق - فوزي"
إلى الأهل و الأصدقاء وزملاء الدراسة
إلى أساتذتي الكرام
لكم جميعا أهدي ثمرة جهدي

شكر وعرافان

نحمد الله تعالى على توفيقه وكرمه على انجاز هذا العمل

ونتقدم بالشكر الجزيل والتقدير إلى أستاذي الدكتور علاوي محمد لحسن الذي غمرنا بفائض علمه وتوجيهاته القيمة التي كان لها الأثر الطيب في إخراج هذا العمل في أحسن

صوره

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة الأطروحة وإفادتهم لنا بأرائهم وتوجيهاتهم القيمة التي سيكون لها أثر جلي في المستقبل إن

شالله



الفهرس

قائمة المحتويات

17	ملخص.....
أ	مقدمة:.....
6	الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الإقتصاديات الناشئة
8	المبحث الأول: حركة تحرير تدفقات حسابات رأس المال الدولية.....
8	المطلب الأول: التحرير المالي وعمولة المالية.....
9	الفرع الأول: العمولة المالية.....
9	الفرع الثاني: التحرير المالي.....
13	المطلب الثاني: تحرير حركة رؤوس الاموال للاقتصاديات الناشئة
13	الفرع الأول: ماهية حساب رأس المال وتدفقات المالية الدولية.....
15	الفرع الثاني: أسباب إنتقال حساب رأس المال
17	الفرع الثالث: الأدوات المؤثرة في تحركات حساب رأس المال.....
20	الفرع الرابع: أنواع التدفقات الرأسمالية
23	المطلب الثالث: أشكال تحرير حساب رأس المال
23	الفرع الاول: التحرير الجزئي لحساب رأس المال.....
23	الفرع الثاني: التحرير الكلي لرأس المال.....
25	الفرع الثالث: الفرق بين المدرسة الكنزوية والمدرسة الكلاسيكية الجديدة لتحرير حساب رأسمال وضع ضوابط....
28	المطلب الرابع: مدة وسعة وتدفقات رأسمال في الاقتصادات الناشئة:
28	الفرع الأول: دورات تقلبات حساب رأس المال في ظل الأزمات المالية الدولية.....
28	الفرع الثاني: مدة تدفقات حساب رأسمال في الاقتصادات الناشئة
30	الفرع الثالث: سعة تدفقات رأسمال
30	الفرع الرابع: سرعة تدفقات رأس المال
32	المبحث الثاني: الإقتصاديات الناشئة والآثار المترتبة على التدفقات الدولية لرأس المال
32	المطلب الأول: ماهية الاقتصاديات الناشئة
33	الفرع الأول: معايير تصنيف الاقتصاديات الناشئة

قائمة المحتويات

- 33 الفرع الثاني : دوافع تدفقات رأس المال إلى الأسواق الناشئة
- 34 المطلب الثاني : الآثار المترتبة على التدفقات الدولية لرأس المال
- 34 الفرع الأول :البلد المصدر لرأس المال
- 34 الفرع الثاني : البلد المستورد لرأس المال
- 34 الفرع الثالث : الآثار المترتبة على الزيادة المستمرة في معدلات التضخم
- 35 المبحث الثالث : عدوى الأزمات المالية العالمية على الاقتصاديات الناشئة
- 35 المطلب الاول :مفهوم الأزمة المالية
- 35 الفرع الأول :تعريف الأزمة
- 35 الفرع الثاني :مراجعة الأدبيات للأزمات المالية
- 37 المطلب الثاني : انتقال وانتشار عدوى الأزمات المالية الدولية
- 37 الفرع الأول :مفهوم عدوي الأزمات المالية
- 38 الفرع الثاني :أسباب حدوث ظاهرة عدوى الأزمات المالية
- 38 الفرع الثالث : قياس انتقال عدوى الأزمات المالية
- 39 الفرع الرابع:آلية حدوث الأزمة وديناميكيات تطورها
- 39 الفرع الخامس:آليات انتقال الأزمة المالية
- 41 المطلب الثالث : امكانية التعرض لأزمات مالية مفاجئة
- 41 الفرع الأول :حالة خروج رؤوس الأموال بصورة مفاجئة
- 41 الفرع الثاني : حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل الدولة المضيفة
- 41 الفرع الثالث : عدوى التدفق العكسي على الإقتصادات الناشئة
- 42 المطلب الرابع : سياسة التحوط ضد الأزمات المالية الدولية
- 42 الفرع الأول :أساليب فرض القيود على حركة رؤوس الأموال
- 44 المطلب الخامس : الاقتصادات الناشئة و قنوات الأزمات المالية الدولية
- 44 الفرع الأول : قنوات الأزمات المالية الدولية
- 45 الفرع الثاني : أثر الازمة المالية العالمية 2008 على الاقتصادات الناشئة من خلال تدفقات رؤوس الأموال

قائمة المحتويات

46	المبحث الرابع : الدراسات السابقة
46	المطلب الأول :الدراسات المؤيد والمعارضة لفرضية التحرير المالي يعزز النمو الاقتصادي.....
	المطلب الثاني : الدراسات المتعلقة بتنظيم ضوابط تدفقات حسابات رأس المال في الأسواق الناشئة في فترات
50	الأزمات المالية الدولية
52	المطلب الثالث : الدراسات المتعلقة بعدوى الأزمات المالية الدولية عن الإقتصاديات والأسواق الناشئة
54	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصاديات الناشئة وتجنب مخاطر
55	الأزمات المالية الدولية.....
56	المبحث الأول:صندوق نقد الدولي و دور أجهزة الرقابية في تحرير حساب رأس المال في الاقتصاديات الناشئة
56	المطلب الأول: هيكل صندوق النقد الدولي.....
56	الفرع الأول : نشأة الصندوق
57	الفرع الثاني:الحصص والعضوية
57	المطلب الثاني :نُهج صندوق النقد الدولي الجديد لإدارة حسابات رأس المال ونقاط الضعف
58	الفرع الأول : بنود و اتفاقيات صندوق النقد الدولي لضبط تحركات حسابات رأسمال.....
58	الفرع الثاني : نُهج صندوق النقد الدولي الجديد لإدارة حسابات رأس المال
60	الفرع الثالث: من التحرير المالي الكلي إلى إدارة تدفقات رأس المال وتغيير مواقف صندوق النقد الدولي.....
60	المطلب الثالث :ضوابط رأس المال وإرشادات لإستخدام لوائح لإدارة حساب رأس المال CAR
60	الفرع الأول : ضوابط رأس المال ورأي صندوق النقد الدولي
61	الفرع الثاني : إرشادات لإستخدام لوائح لإدارة حساب رأس المال CAR
63	الفرع الثالث : تصنيف صندوق النقد الدولي 2019لتدابير إدارة تدفق رأس المال
64	المطلب رابع: الصندوق النقد الدولي والأزمات المالية الدولية
64	الفرع الأول: تشخيص صندوق النقد الدولي لأسباب الأزمات وعوامل تشكلها
65	الفرع الثاني:برامج صندوق النقد الدولي لمواجهة أزمات العوامة المالية
66	الفرع الثالث : إختبار الإجهاد

قائمة المحتويات

69	المبحث الثاني : فعالية أنظمة الإنذار المبكر وأزمات ميزان المدفوعات .
69	المطلب الأول : أنظمة الإنذار المبكر لجيل الأول .
70	المطلب الثاني : أنظمة الإنذار المبكر لجيل الثاني .
71	المطلب الثالث : مدى فعالية أنظمة الإنذار المبكر في التنبؤ بالأزمة المالية العالمية 2008 .
72	المبحث الثالث : مجموعة العشرين G20 ودورها في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة والمتقدمة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 .
73	المطلب الأول : مجموعة العشرين G20 وتدفقات رأس المال العالمي .
75	المطلب الثاني : مجموعة العشرين G20 ودورها في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008 .
78	خلاصة الفصل .
79	الفصل الثالث : دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019 .
80	تمهيد .
81	المبحث الأول : تجربة الاقتصاد الناشئ المكسيكي 1994 .
81	المطلب الأول : طبيعة الاقتصاد المكسيكي .
84	المطلب الثاني : الأزمة المالية المكسيكية : أول أزمة مالية حادة للنظام المالي العالمي .
86	المطلب الثالث : الأزمة المالية المكسيكية وتحرير حساب رأسمال .
88	المبحث الثاني : تجربة الاقتصاد الناشئ الماليزي 1997 .
88	المطلب الأول : طبيعة الإقتصاد الماليزي .
91	المطلب الثاني : الأزمة المالية الآسيوية 1997 : .
94	المطلب الثالث : الاقتصاد الناشئ الماليزي وتحرير حساب رأس المال .
98	المبحث الثالث : تجربة الاقتصاد الناشئ الهندي في تحرير حساب رأس المال .
98	المطلب الأول : تجربة الهند الحديثة مع تحرير حساب رأس المال .
100	المطلب الثاني : الاقتصاد الهندي والتغيرات المالية العالمية وعدوى الأزمات المالية الدولية (1990-2015) .

قائمة المحتويات

المبحث الرابع :إختبار تحرير حساب رأس المال لتجارب الإقتصاديات الناشئة (المكسيك -ماليزيا -الهند)	
وعدوى الأزمات خلال الفترة 1990-2019	102
المطلب الأول :النموذج ومنهجية تحليل القياسي	102
المطلب الثاني : عرض نتائج تحرير حساب رأس المال للاقتصاد الناشئ المكسيكي	109
المطلب الثالث : عرض نتائج تحرير حساب رأس المال للاقتصاد الناشئ الماليزي	122
المطلب الرابع :عرض نتائج تحرير حساب رأس المال على الاقتصاد الناشئ الهندي	134
المبحث الخامس : الدروس المستفادة للتجربة الجزائرية من تحرير حسابات رأس المال للاقتصاديات الناشئة.....	141
المطلب الأول :الجزائر من الاقتصاد الموجه لاقتصاد السوق والاندماج بالاقتصادى العالمي.....	141
المطلب الثاني :الجزائر ومؤشرات الانفتاح حساب رأس المال	142
خلاصة الفصل.....	144
خاتمة.....	145
قائمة المصادر و المراجع	150
الملاحق.....	159

قائمة الجداول

الرقم	الجدول	الصفحة
1	جدول (1-1) المكونات الرئيسية لحساب الرأسمال الأمريكي في عام 1997 (مليار دولار)	13
2	جدول (2-1) التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى الأسواق الناشئة والنامية (2002-2007) :	15
3	جدول (3-1) : الاتجاهات الدولية للتدفقات المالية من سنة 1995 إلى سنة 2003	23
4	جدول (4-1): قام villanuav and Mirakhor " بدراسة برامج التحرير المالي وخلص للتالي	25
5	جدول (5-1): المدارس الاقتصادية وحساب رأس المال	27-26
6	جدول (6-1): دورة التدفق رأس المال	29
7	جدول (7-1): المشاركة في التصدير بين أسواق دول جنوب شرق آسيا للعام 1995 نسبة مئوية من إجمالي الصادرات	39
8	جدول (8-1): صافي التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الدول النامية للأعوام 2007-2008-2009 (مليار دولار)	45
9	جدول (9-2) : تقييم برنامج اختبار الاجهاد للمخاطر وكيفية معالجتها	68-67
10	جدول (10-3) أهم الإحصائيات للإقتصاد المكسيك	82
11	جدول (11-3) : صافي تدفقات المالية أثناء الأزمة المكسيكية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي GDP	87
12	جدول (12-3) حصة صادرات ماليزيا من الأقطار الآسيوية والدول المتقدمة (%)	90
13	جدول (13-3) انخفاض قيمة العملات الرئيسية في جنوب شرق آسيا	92
14	جدول (14-3) : صافي تدفقات رأسمال إلى البلدان الآسيوية للفترة 1994-1999 (القيمة مليون دولار)	93
15	الجدول (15-3) : اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للاقتصاد المكسيكي	109
16	الجدول (16-3) تحديد فترات التباطؤ الزمني : kao	110
17	الجدول (17-3) - تحديد فترات التباطؤ الزمني : LMF	110
18	الجدول (18-3) اختبار السببية KAO	111
19	الجدول (19-3) : اختبار السببية LMF	114-113
20	جدول (20-3): اختبارات تحليل مكونات التباين kao :	115
21	جدول (21-3): اختبارات تحليل مكونات التباين LMF :	118
22	الجدول رقم (22-3) اختبار استقرارية السلاسل الزمنية	122
23	الجدول رقم (23-3) : تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني : kao	123
24	الجدول رقم (24-3) : تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني LMF	123
25	الجدول رقم (25-3) : اختبار السببية : kao	124
26	الجدول رقم (26-3) : اختبار السببية : LMF	127-126
27	جدول (27-3): اختبارات تحليل مكونات التباين kao :	128

قائمة الجداول

130	جدول (3-28) اختبارات تحليل مكونات التباين LMF	28
134	جدول (3-29): اختبار الاستقرار السلاسل الزمنية	29
135	الجدول (3-30) - تحديد فترات التباطؤ الزمني: lmf	30
136-135	الجدول رقم (3-31) : اختبار السببية : LMF	31
137	جدول (3-32) اختبارات تحليل مكونات التباين :	32

قائمة الأشكال

الصفحة	الشكل	الرقم
12	شكل رقم (1-1): أنواع تحرير المالي	01
16	شكل رقم : (2-1) حول تدفقات رأس مال للاقتصادات المتقدمة والناشئة	02
17	شكل رقم (3-1) : صافي التدفقات السنوية الخاصة إلى الأسواق الناشئة من منظور تاريخي	03
18	شكل رقم (4-1) تحديد الطلب على الاحتياطات الدولية في ضوء التكيف مع الصدمات الخارجية	04
27	شكل رقم (5-1): المنحني يوضح الكلاسيكيون الجدد والفكر الكنزوي بالنسبة لمؤشر الانفتاح حساب رأس مال	05
28	شكل رقم (6-1): دورة تدفق رأس المال	06
36	شكل رقم (7-1): كيف تتشكل أزمة النظام المالي العالمي	07
37	شكل رقم (8-1): أنواع الأزمة المالية.	08
59	شكل رقم (9-2): يوضح التسلسل الهرمي ثلاثي يبين أدوات إدارة تدفق حساب رأس المال :	09
74	الشكل (10-2) : يوضح حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في الداخل والخارج .	10
94	شكل رقم (11-3): صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة 1995-2011	11
97	شكل رقم (12-3) : يوضح صافي التدفقات المحفظية 1995-2011:	12
97	شكل رقم (13-3): السوق الآجلة لرينغيت الماليزي(2014-2017):.	13
104	الشكل (14-3): صافي الأصول الأجنبية من الناتج المحلي الاجمالي "نموذج الاسواق الناشئة 2002"	14
121	الشكل (15-3) دالة الاستجابة لردة الفعل تحرير حساب رأس المال KAO في الاقتصاد الناشئ المكسيكي:	15
121	الشكل (16-3) دالة الاستجابة لردة الفعل تحرير حساب رأس المال LMF في الاقتصاد الناشئ المكسيكي	16
133	الشكل (17-3): دالة الاستجابة لردة الفعل تحرير حساب رأس المال KAO في الاقتصاد الناشئ الماليزي "	17
133	الشكل (18-3) دالة الاستجابة لردة الفعل تحرير حساب رأس المال KAO في الاقتصاد الناشئ الماليزي	18
140	الشكل (19-3) دالة الاستجابة لردة الفعل تحرير حساب رأس المال LMF في الاقتصاد الناشئ الهندي	19

قائمة الملاحق

الصفحة	الجدول	الرقم
160	بنود صندوق النقد الدولي لكل بلد لإدارة تدفقات رأسماله "الهند"	الملحق 1
161	بنود صندوق النقد الدولي لكل بلد لإدارة تدفقات رأسماله "ماليزيا"	الملحق 2
162	بيانات النموذج لحساب رأس المال	الملحق 3
168	نتائج 7 EIEWS ماليزيا	الملحق 4
186	نتائج 7 EIEWS المكسيك	الملحق 5
202	نتائج 7 EIEWS الهند	الملحق 6

ملخص:

لقد خلفت العولمة المالية وتحرير المالي خلال العقدين الماضيين هيكلًا جديدًا لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم ، تتمثل في الاقتصاديات الناشئة ولقد نجحت هذه الاقتصاديات إلى حد بعيد في تعبئة المدخرات واجتذاب المستثمرين ورؤوس أموال أجنبية ، فقد برزت كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي المؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال وتتميز هذه الاقتصاديات الناشئة بإرتفاع العوائد مقارنة مع الاقتصاديات المتقدمة.

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد استراتيجية المثلى لتحرير حساب رأس المال للاقتصاديات الناشئة ووضع الضوابط لتدفقات رأس المال المناسبة لتجنب مخاطر عدوى الأزمات المالية الدولية بأقل الخسائر الممكنة.

من خلال نماذج الانحدار الخطي المتعدد في برنامج [EViews7](#) لمعرفة أثر تحرير حساب رأس المال للاقتصاديات الناشئة (الهند - ماليزيا - المكسيك) خلال الفترة 1990-2019 في ظل تقلبات رأس المال الدولية الناتج عنها أزمات مالية دولية.

وقد خلصت الدراسة انه لا يوجد استراتيجية معينة في تحرير حساب رأس المال كل دولة تتبع الطريقة المناسبة بناءً على بنية اقتصادها الوطنية للاندماج في النظام المالي الدولي ووفقًا لتطلعتها للإستفادة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

كلمات المفتاح : تحرير مالي ، ضوابط رأس المال ، حساب رأس المال ، أزمة مالية ، اقتصاد ناشئ ، توقف مفاجئ ، تدفق عكسي

Summary:

During the past two decades, Financial globalization and financial liberalization have left a new structure for capital flows across the world. They are represented in the emerging economies, and these economies have succeeded to a large extent in mobilizing savings and attracting investors and foreign capitals.

It has emerged as one of the important poles in the global economy affecting the structure of capital flows, and these emerging economies are characterized by high returns compared with advanced economies.

This study target to determine the optimal strategy for liberalizing the capital account of emerging economies and setting appropriate capital flow controls to avoid the risks of contagion ,this would also help to minimize the consequences of international financial crises.

Through multiple linear regression models in the 7 EViews program to know the impact of liberalizing the capital account of emerging economies (India - Malaysia - Mexico) during the period 1990-2019 in light of international capital fluctuations resulting from international financial crises.

The study concluded there were was no specific strategy to liberalizing the capital account. Each country follows the appropriate method based on the structure of its national economy to integrate into the international financial system and according to its aspirations to benefit from international capital flows.

Keywords: financial liberalization , capital controls, capital account, financial crisis , emerging economy, sudden stop , reverse flow



مَقَامَةٌ

مقدمة :

لقد شهد نظام المالي الدولي منذ بداية الثمانينات ثورة أسفرت عن تغييرات جذرية في وسائل وأدوات انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز ، وساعدت هذه التطورات في تقاربها وزيادة العوائد على الأصول الدولية بدرجة ملحوظة ، مما ساعده في ظهور الابتكارات المالية المتنوعة من الأسهم والسندات بالإضافة لوسائل التغطية الحديثة المتمثلة في العقود المستقبلية الخيارات أو ما يعرف باستثمارات المحفظة "الاستثمار الأجنبي الغير مباشر" ؛ ولقد فرضت هذه التطورات والتغيرات نفسها على الإقتصاديات الناشئة هذه البيئة الجديدة ، و بما أن العولمة المالية تعمل على تسريع تكامل رأس المال بين الإقتصاديات المتقدمة والناشئة بعد السبعينيات ، فإن عددًا كبيرًا من الدراسات يجادل بأن رأس المال يتدفق من الدول الغنية إلى البلدان الفقيرة مما يعزز من مستويات المعيشة و النمو الإقتصادي في الدول النامية ، علاوة على ذلك تعمل تدفقات رأس المال الدولية على تنويع حوافظ الاستثمار وتحقيق عائد أفضل على صناديق المعاشات التقاعدية وحسابات التقاعد للبلدان المتقدمة ومع ذلك تباطأت تدفقات رأس المال فجأة في أواخر التسعينيات من خلال أزمة نمر الأسيوية 1997 ، زادت بسرعة خلال منتصف العقد الأول من القرن الحادي والعشرين ، وانكسرت بشكل حاد خلال الأزمة المالية 2007-2009 ، ثم انتعشت بعد عام 2010 مما أسفر عن تقلبات عالية لتدفق رأس المال وعدم توازنه بين الإقتصاديات الناشئة والمتقدمة ، والذي زاد من تعقيد إدارة تدفق رأس المال مما يكون جذابًا للباحثين وصناع السياسات.

تظهر بعض الدراسات أن العوامل الخارجية هي المحركات الأساسية لتدفق رأس المال (مثل الأزمة المالية والاقتصاد الناضج وأسعار الفائدة والنمو الاقتصادي الناضج والصدمات في أسواق الأسهم الأمريكية في عصر العولمة المالية) ، لم تكن تدفقات رأس المال الدولية مدفوعة بالاقتصادات الناضجة فحسب ، بل تتأثر أيضًا بالتغيرات الاقتصادية العالمية من خلال توسيع الأدلة التجريبية السابقة تفترض هذه الدراسة أن تدفقات رأس المال الدولي تتأثر بالعوامل الخارجية : مثل النمو الاقتصادي العالمي وتقلبات النفط الخام ومع ذلك تؤكد بعض الدراسات أن عوامل الجذب هي المحركات الأساسية لتدفق رأس المال بعد الانتعاش اللاحق في عام 2010 في الأدبيات ، تظهر العديد من الأدلة التجريبية أن تدفقات رأس المال تتأثر بالعوامل المحلية : مثل سياسات الانفتاح في البلدان الناشئة والنمو الاقتصادي المحلي ومؤشرات عائد الأصول ومؤشرات مخاطر الدولة والتحرير المالي وسياسات الاقتصاد الكلي وتراكم الاحتياطيات.

ونتيجة لزيادة التحرير المالي في ظل العولمة المالية والانفتاح الإقتصادي ورفع القيود على حركة الرساميل العالمية وتحرير حساب رأسمال الاقتصادات الناشئة في ظل الأزمات المالية الدولية ، مما يتطلب إيجاد إجراءات لتجنب مخاطر والتقليل من الآثار الناجمة عن عملية تحرير حساب رأس المال فبسبب زيادة حجم التدفقات الدولية من حساب رأس المال وهذا راجع أساسا إلى ظاهرة العولمة المالية التي فسحت المجال أكثر لتدفق رؤوس الأموال

خاصة مع اندماج البلدان النامية وتكاملها مع الأسواق المالية العالمية وسعيها لتطوير أنظمتها ومؤسساتها المالية وتحقيق استقرارها الإقتصادي.

إذ أصبح من الصعب الحفاظ على قيود حركة رؤوس الأموال في ظل عالم معولم ، ولكن يقر على الدول النامية القيام بجملة من السياسات والإصلاحات خاصة تلك التي ترغب في تحرير حساب رأس المال أن تحققها قبل أن نخطو أية خطوة في طريق التحرير.

➤ **إشكالية الدراسة:** انطلاقا مما سبق نطرح الاشكالية التالية:

➤ تحديد الاستراتيجية المثلى لتحرير حساب رأس المال في الاقتصاديات الناشئة في ظل الأزمات المالية الدولية ؟

➤ **الأسئلة الفرعية:**

وبغرض تبسيط الاشكالية السابقة تطرقنا لجملة من الأسئلة الفرعية:

- 1- ماهي الطرق المعاصرة لتحرير المعاملات المالية وعلاقتها بحساب رأس المال؟
- 2- مامدي فعالية مناهج المنظمات الإقتصادية الدولية المتعلقة بتكيف " التعامل الإيجابي " مع الأزمات المالية الدولية ؟

- 3- كيف تختلف درجة تأثير وتأثرالاقتصاديات الناشئة في فترةالأزمات المالية الدولية من حيث تدفق العكسي والمفاجئ للتدفقات المالية الدولية في فترة الأزمات ؟

➤ **فرضيات الدراسة:** للإجابة عن تساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية تم صياغةالفرضيات التالية:

- ◀ يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين تحرير المالي و مؤشرات حسابات رأس المال .
- ◀ لا يوجد قوانين واضحة من مناهج منظمات الاقتصادية لتعامل مع الأزمات المالية الدولية .
- ◀ يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين الخروج المفاجئ لرؤوس الاموال في الأجل القصير للاقتصاديات الناشئة وعمليات المضاربة على العملة في الأسواق الناشئة .

➤ **أسباب إختيار الموضوع:** ترجع اسباب إختيار هذا الموضوع في مجملها لعدة أسباب:

1. يندرج البحث في إطار المواضيع المتجددة والحيوية والتي تدور حولها نقاشات مستفيضة باستمرار وبالخصوص موضوع الأزمات المالية والتحرير المالي.
2. الأهمية البالغة لهذا الموضوع خصوصا ان العالم في ظل تحرير حساب رأس المال دائما لوقوع في أزمات الاقتصادية والمالية عالمية ناتج عن التحرير المالي والعملة المالية.
3. وعلى المستوي الشخصي فإن المبرر الأساسي لإختيار الموضوع هو اتساع الموضوع ليشمل كل جوانب المالية الدولية التي تعتبر من أهم مجالات إهتمامات الباحثة في تخصصها المالية الدولية.

➤ أهداف الدراسة:

1. معرفة مدى مساهمة إدارة تدفق رأس المال من طرف الاقتصاديات الناشئة لتحرير حساب رأس المال وفق منهجية سليمة لإدارة تدفقات رأس المال من عدوى الأزمات المالية بأقل الخسائر.
2. مدى فعالية ضوابط تدفق رأس المال وفعالية أنظمة الانذار المبكر في أوقات الأزمات المالية.
3. معرفة كيف يتم إنتقال الازمات المالية الدولية عن طريق معبر تدفقات حساب رأس المال للاقتصاديات الناشئة.

➤ أهمية الدراسة:

تظهر أهمية البحث بأنه يمس مختلف جوانب الحياة الاقتصادية والمالية الدولية والحاجة الماسة لفهم ما يدور من ترابط وتشابك على الساحة الدولية وتأثيرها على الاقتصاديات الناشئة في ظل العولمة المالية وتحرير المالي لمعرفة الكيفية والشكل الأمثل لتحرير حساب رأس المال للاقتصاديات الناشئة لجذب التدفقات المالية لتمويل اقتصادياتها ولكي يكون أقل تضرر من سلبيات ومخاطر العولمة المالية وتحرير المالي الناجمه عن خروج المفاجئ أو تدفق العكسي لرؤوس الأموال في أوقات الأزمات المالية العالمية.

➤ حدود الدراسة:

فقد أسقطنا دراستنا على الدول والاقتصاديات الناشئة خلال الفترة (1990-2019) لأنها تعتبر من أهم الفترات التي شهدت أهم الأحداث والأزمات المالية العالمية في ظل العولمة المالية وتحرير حسابات رأس المال ، ولمزيد من الدقه في تشخيص الواقع كانت الدراسة على عينة من ثلاث اقتصاديات ناشئة التي مستهم أهم الأزمات المالية العالمية ولدراسة النموذج الأمثل الذي استعمله كل منهم في تحرير حساب رأس المال وكيفية إدارة تدفقات حركة رؤوس الأموال الدولية للخروج من هذه الأزمات ، ولكي تتضح الصورة عن قرب تم دراسته على اقتصاد كل من الهند التي استعملت اسلوب التحرير التدريجي لحساب راس المال وماليزيا والمكسيك واللتان مستهما أقوى أزمات نظام المالي الدولي في ظل العولمة المالية والتحرير المالي . للاستفادة أكثر من الموضوع أردنا معرفة الدروس المستفادة من تحرير حساب رأس المال من خلال التجربة الجزائرية كدولة نامية.

➤ صعوبات الدراسة :

- وجدنا صعوبة في بيانات مؤشر الانفتاح لتحرير حساب رأس المال "لين ميلسي" من موقع صندوق النقد الدولي وبتالي تم حسابه بناء على معطيات المنصوص عليها من طرف صندوق النقد الدولي
- عدم وجود بيانات حقيقية لمؤشر الانفتاح حساب رأس المال كاوبين للاقتصاد الهندي مع أنه المعطيات والدلائل تثبت أن الهند تمت عمليات الانفتاح وتحرير حساب رأس المال
- قلة المراجع التي تربط بين جميع متغيرات الدراسة لكي يتم دراسة وتحليل التفاعل بشكل أفضل .

➤ منهجية البحث:

بالنظر لأهمية الموضوع وبغية التوصل لأهداف الدراسة فقد تم الإعتماد لاعداد أطروحة الدكتوراه على طريقة IMRAD من خلال الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من جانب النظري في الاقتصاديات الناشئة من خلال سلسلة (1990-2019) لتمثل 29 سنة التي تشمل أهم الأزمات المالية الدولية، وعلى أدوات وأساليب التحليل القياسي في دراسة الحالة عن طريق نماذج الانحدار الخطي المتعدد من خلال برنامج **EViews7** لمعرفة أثر تحرير حساب رأس المال الاقتصاديات الناشئة (الهند - ماليزيا - المكسيك) خلال الفترة 1990-2019 في ظل تقلبات رأس المال الدولية الناتج عنها أزمات مالية دولية .

الفصل الأول :

التحرير المالي وعودى الأزمات المالية الدولية

على الأقتصاديات الناشئة

تمهيد :

كثيرا ما ينظر للعملة المالية على أنها السبب في حدوث الاضطرابات في الأسواق الناشئة ، وكثيرا أيضا ما دافع أنصار العملة باعتبار الاختلالات الاقتصادية القاعدية في هذه الاسواق هي السبب الرئيسي وراء الأزمات. لقد أدى اندماج الأسواق المالية الناشئة بالاسواق الناضجة ، والذي يظهره الحجم الكبير للتدفقات المالية ، وهو أمر اقتضاه التحرير المالي أو العملة المالية إن صح التعبير ، ولكن إذا كان لهذا التحرير والانفتاح فوائده فإنه ينقص من قدرة الدولة في التحكم في سياساتها الداخلية ، والتي تقوم على الموازنة بين أسعار كل من : الصرف ، الفائدة ، الأوراق المالية ، السلع و الخدمات ومن ثم عدم قدرة الدولة على السيطرة على الأزمات التي قد تظهر ، وبالفعل هذا ما التمسناه في الأزمة المالية التي ضربت الأسواق المالية الآسيوية سنة 1997 التي امتدت آثارها إلى الأسواق المالية الناشئة وحتى الناضجة بسبب الاندماج .

المبحث الأول: حركة تحرير تدفقات حسابات راس المال الدولية على الاقتصاديات الناشئة:

المطلب الأول: التحرير المالي وعولمة المالية وأثرها على الاقتصاديات الناشئة :

الفرع الأول: العولمة المالية:

بدأت العولمة المالية أساساً في المجال الاقتصادي ، من خلال تبني الإجراءات والسياسات الهادفة إلى تحرير التجارة الدولية وتسهيل حركة التبادل الاقتصادي ثم اتسعت وانتشرت بقوة بعد ذلك بحيث امتدت لتشمل كافة مجالات .
- تعرف العولمة المالية على أنها ذلك الترابط و التشابك شبه الكامل للأنظمة النقدية والمالية لمختلف الدول الذي يتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز على حركية راس المال في الولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة (1979-1982) ثم بعد ذلك باقي دول الصناعة الرئيسية الأخرى ، إضافة لتطبيق أسعار الصرف المرنة وتحويل الديون العمومية إلى أوراق مالية¹

- لقد عرفها الاقتصادي الأمريكي هيلان راي (Helen Ray) بأنها "الانخفاض في تكاليف المعاملات المالية الدولية ، وإنها الزيادة في تدفقات رؤوس الأموال بين الدول ومن دون قيود تذكر " .

- كما عرفها نفس الباحث "فهو الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى " بالاندماج المالي " مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على الحركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية"².

بأنها السمة الأساسية للنظام العالمي الجديد الذي بدأ يتشكل في العقدين الأخيرين من القرن الماضي ، والقائم على تزايد درجة الاعتماد المتبادل بفعل اتفاقيات تحرير التجارة العالمية ورأس المال والتحول إلى آليات السوق وتعميق الثورة التكنولوجية والمعلوماتية التي حولت العالم إلى قرية عالمية متنافسة الأطراف يختفي فيها الدور الأساسي للدولة ويتفق فيها الأطراف الفاعلون من دول وتكتلات اقتصادية ومؤسسات دولية وشركات متعددة الجنسية على قواعد للسلوك لخلق أنماط جديدة في تقسيم العمل الدولي وتكوين أشكال جديدة للعلاقات الاقتصادية العالمية بين الأطراف الرئيسية المكونة له والذي يعتبر في هذه الوحدة الاقتصادية الأساسية بكل ما فيها من متناقضات.³

وقد أدى اضطراب أحوال السوق وحالات الافلاس الناجمة عنه إلى سلسلة من الاشارات بأصابع الإتهام من جانب من رأوا أن البلدان النامية ألغت ضوابط رأس المال بصورة متعجلة ، وتركت نفسها معرضة لخطر التحكيمات الشديدة لتحركات رأس المال السريعة وآثار حشد السوق ، وانتقد البعض علانية المؤسسات الدولية

¹ نادية العقون ، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية . الوقاية والعلاج دراسة لأزمة رهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية ، أطروحة دكتوراه ، غير منشورة، تخصص إقتصاد التنمية ، جامعة الحاج لخضر باتنة الجزائر ، سنة 2013-2012، ص 30-31

² حسن كريم حمزة ، العولمة المالية والنمو الاقتصادي ، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى 2011، عمان الاردن، ص 46

³ نفس المرجع السابق، ص 26

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

التي اعتبروها أنها تشجع تحرير حساب رأس المال دون أن تشدد على الحاجة لبناء المؤسسات القوية المطلوبة لتوجيه الأسواق خلال الأوقات الصعبة.¹

➤ ويمكن الاستدلال من خلال العوامل المؤدية للعلومة المالية فيما يلي :

- صعود الرأسمالية العالمية .
- ظهور الابتكارات المالية .
- ظهور فائض كبير في رؤوس الأموال .
- التقدم التكنولوجي .
- تأثير التحرير المحلي والدولي لرؤوس الأموال .
- نمو سوق السندات .
- إعادة هيكلية صناعة الخدمات المالية والمصرفية.
- خصوصية الأنشطة المالية .
- انخفاض تكلفة الاتصالات والموصلات²

الفرع الثاني: التحرير المالي financial liberalization:

تعد ظاهرة التحرر المالي على انها عملية تحرير حساب رأس المال وإلغاء الضوابط على معاملاته وعلى حسابات المالية الأخرى في ميزان المدفوعات ، وهي تعد ظاهرة حديثة أملتتها متغيرات عقدي ستينات والسبعينات .

***والتحرر المالي بالمعنى الواسع:** هو مجموعة الأساليب والاجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيض درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً.³

***والتحرر بالمعنى الضيق:** هي عملية تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي .

***التحرير المالي الكلي:** ويعبر عن التحرير القطاع المالي من القيود المفروضة عليه وضمن حرية الدخول والخروج إلى السوق ، وترك الأسعار المالية تحدد وفقاً لقوى العرض والطلب ، بالإضافة إلى الخوصصة المؤسسات المالية. هذا المفهوم يقتضي نظام مالي بأقل قدرة من التدخل الحكومي ، إشراف مستقل للبنك المركزي على المؤسسات المالية الهدف منه فرض الالتزامات والعقود ومنع الاحتيال ، كذلك يجب أن تكون البنوك حرة من حيث اوسع في جلب الودائع ومنح القروض والتعامل في العملات الأجنبية . كذلك يجب معاملة المؤسسات المالية الأجنبية بدون تمييز عن المؤسسات المالية المحلية .

¹ مداني أحمد ، الأزمات المالية الأسواق الأوراق المالية العربية ،الوراق للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى 2017 ،عمان الاردن ،ص 59

² غنام عبد الله ، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية ، دار أسامة للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى 2014،عمان الأردن ، ص ص (78-80)

³ حسن كرم حمزة ،العولمة المالية والنمو الاقتصادي ، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى 2011،ص ص (53-54)

1- مؤشرات التحرير المالي :

تتراوح قيم المؤشر التحرير المالي بين 0% و 100% على اعتبار أنها تسمح بدرجة أكبر من الدقة في قياس التحرير المالي بحيث تم تقسيم كل 10% من سلم المؤشر لمجموعة معينة من إجراءات التحرير المالي كمايلي :

- (100%) : تحرير مالي كلي ، بمعنى تدخل حكومي هامشي .
- (90%) : تحرير مالي عند مستواه الأدنى ، بحيث تتجاوز قليلا الاجراءات المفروضة على القطاع المالي حد الاشراف على تطبيق الالتزامات والعقود .
- (80%) : تحرير مالي إسمي ، يختلف هذا المستوى من التحرير المالي عن سابقه فقط في كون الحكومة تمتلك حصة صغيرة من مؤسسات القطاع المالي .
- (70%) : تأثير الحكومي محدود ، في هذا المستوى تتدخل الحكومة في تخصيص المؤسسات المالية العمومية لمنح قروض ، كما أن حصة الحكومة من ملكية القطاع المالي تكون أكبر من المستوى السابق . أما المؤسسات المالية الأجنبية فتواجه قيودا قليلة .
- (60%) : تأثير حكومي هام ، في هذا المستوى لا يكون البنك المركزي مستقلا عن الحكومة ، كما أن الاجراءات الاشراف التي ينتهجها البنك المركزي تكون غير كافية .
- في حين الحكومة تمتلك حصة هامة من مؤسسات القطاع المالي ، وقدرة المؤسسات المالية على تقديم الخدمات المالية تصبح عرضة لمجموعة من القيود .
- (50%) : تأثير حكومي كبير ، إذ تتدخل الحكومة بشكل كبير في تخصيص القروض ، كما تزداد القيود التي تواجه الخدمات المالية ، أما المؤسسات المالية الأجنبية فتواجه مجموعة أكبر من القيود .
- (40%) : تأثير حكومي قوي ، بحيث تتدخل الحكومة بشكل كبير في البنك المركزي ، مع إشراف قاسي للبنك المركزي على المؤسسات المالية ، يقابله ضعف البنك المركزي في ضمان تطبيق الالتزامات والعقود ، وكذلك تراقب الحكومة من جهتها المؤسسات المالية ، كما تمتلك حصة كبيرة من المؤسسات المالية مع كونها أقل من حصة القطاع الخاص .
- (30%) : تأثير حكومي شامل ، بحيث تمتلك الحكومة أغلبية المؤسسات المالية وتراقب البقية ، وتخضع المؤسسات المالية إلى قيود ثقيلة ، كما يصبح تخصيص القروض متحكما فيه بشكل كبير من طرف الحكومة ، أما المؤسسات الأجنبية فتواجه قيودا كثيرة .
- (20%) : تأثير حكومي ثقيل ، حيث أن البنك المركزي غير مستقل تماما وإشرافه على المؤسسات المالية بكبح والتقييد ، أما المؤسسات المالية الأجنبية فهي عرضة لقيود وشروط قاسية جدا وبالتالي فهي فاقدة للثقة .

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

- (10%) : شبه تقييد ، بحيث تتحكم الحكومة كلياً في تخصيص القروض ، وكل المؤسسات المالية تخضع لنظام مقيد ، في المقابل منع المؤسسات المالية الأجنبية من دخول السوق المحلية .
- (0%) : تقييد كلي ، حيث تواجه إجراءات الاشراف والقوانين لمنع المؤسسات المالية الخاصة .
- وقد تم اختيار هذا المؤشر بديلاً عن المؤشرات الوهمية (dummy variable) ثنائية القيمة (0, 1) لأن هذا الأخير ضعيف في إعطاء درجة التحرير المالي فهي تمتاز بقيم متطرفة (0) أو (1) ، بينما تتفاوت درجة التحرير المالي في الواقع من سنة إلى أخرى لذلك يفضل التعامل مع المتغيرات التي تأخذ قيم متعددة . ويؤيد هذا المسعى مجموعة من الدراسات الحديثة على غرار (Sompornserm , 2010)¹ .

2- استراتيجيات التحرر المالي المحلي: وتشمل

- ✓ تأهيل النظام المصرفي من خلال مراجعة شاملة للتشريعات والقوانين المعمول بها وإعادة هيكلة المؤسسات المصرفية .
- ✓ إزالة كافة الضوابط الادارية على سعر الفائدة وتحريره تدريجياً وإيقاف العمل بسياسات الكبح المالي
- ✓ انشاء نظام واحد محدد و مبسط للتأمين على الودائع .
- ✓ السماح للمصارف الأجنبية بالتواجد على الساحة المحلية من خلال الترخيص لها مثل تجربة عمل مصرف citibank في البلدان نامية ومنها الهند إذ ساعد على تقييم جيد للجدارة الائتمانية ، وفي الشيلي وبيرو أقرضت المصارف الأجنبية المنشآت الصغيرة أكثر مما فعلت المصارف الوطنية .
- ✓ تنويع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المتنوعة والتي تضمن للسوق توسعاً وفعالية وتشجيع الفرص وتقليل المخاطر أمام كافة المتعاملين .

3- استراتيجيات التحرر الدولي : وتشمل

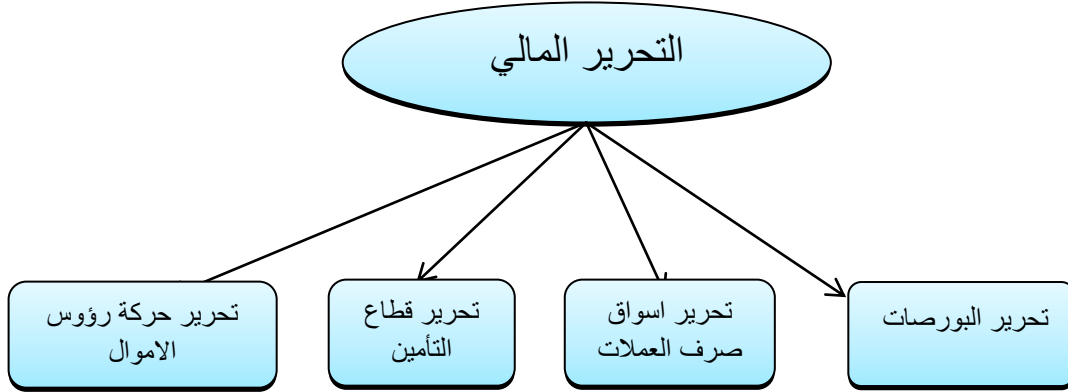
- ✓ الفتح التدريجي لمؤسسات النظام المالي على النظام المالي العالمي وعلى أساس غير تمييزي .
- ✓ العمل على تحرير تجارة الخدمات المالية.
- ✓ خفض القيود المفروضة على حركة رؤوس الاموال الأجنبية ومنح راس المال الأجنبي بعض الامتيازات للعمل داخل المؤسسات المالية المحلية .
- ✓ تحرير اسعار صرف العملات وجعلها تتحدد وفق آلية السوق² .

¹ أحمد حبيب زغودي ، أثر تحرير المالي على النشاط الاقتصادي : دراسة حالة الجزائر للفترة (1990-2008) ، رسالة ماجستير ، جامعة مؤتة ، الأردن ، 2011 ، ص ص (82-

84)

² حسن كرم مرجع سبق ذكره ص ص 55-58

شكل رقم (1-1): أنواع التحرير المالي



من اعداد الباحث بالاعتماد على مفاهيم حول تحرير المالي

4- أنصار ومعارضين مدرسة التحرير المالي :

فمن جانب أنصار مدرسة التحرير الآن يتمثل في قدرة القائمين بالرقابة التنظيمية على العمل بكفاءة ونزاهة للتغلب على المشكلة عدم التماثل بين الأجهزة الرقابية من ناحية ، والخاضعين للرقابة من ناحية أخرى حتى يمكن تجنب السلوك الغير مرغوب فيه ، ولكن لسوء الحظ لاحظنا أن عمليات التحرير المالي في الأسواق الصاعدة ،غالبا ما كانت تتم في ظل بيئة تعاني من عدم تماثل في المعلومات بشكل حاد ، وذلك فيما بين المقترضين ومؤسسات الوساطة المالية وبين الأخيرة والقائمين بعمليات الرقابة التنظيمية¹.

- فقد زعم مؤيدو التحرير أن الدول الناشئة لديها العديد من الفرص الاستثمارية ، وأن ما ينقصها هو الإيداع وعلى هذا فهم يرون أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية من شأنها أن تسمح لهذه الدول باستخدام مدخرات الدول الغنية في زيادة معدلات استثمارها وتحفيز النمو الاقتصادي ، فضلا على أن العولمة المالية تسمح بتلطيف دورات الازدهار و الركود المرتبطة بالصدمات الناجمة عن الشروط التجارية المؤقتة.

- و زعم أيضا مؤيدو تحرير التدفقات رؤوس الأموال أن تعرض لنظام الأسواق المالية من شأنه أن يجعل من الصعب على الحكومات المبدرة أن تسيء التصرف².

- في حين أنصار المدرسة المعارضة التحرير المالي يرون إن الأسواق الصاعدة أو الاقتصاديات الناشئة ليس لديهم الخبرة الكافية للتعامل مع هذا الوضع ،وحيث إن الافراط في عمليات التحرير المالي يعد أمرا غاية في الخطورة ، فيجب أن تكون هناك درجة مثلى من سياسة الكبح المالي³.

- ثبت أن تحرير حساب رأس المال يزيد من انتشار القروض المتعثرة وتقلب الأرباح ، تظهر نتائجنا أيضا مستوى المخاطر كان أعلى قبل أزمة مالية الدولية 2008 حيث كشفت الدراسة عينة مكونة من 242 بنكا من جنوب آسيا وأمريكا اللاتينية خلال الفترة "2005-2013"¹.

¹ سي بول هالود ، ترجمة محمود حسن حسني ،النقود والتمويل الدولي ، دار المريخ للنشر ، المملكة العربية السعودية 2007 ، ص 452

² بوكساني رشيد ، واقع أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة وأثر العولمة المالية عليه ، مقال علمي ، ص 27

³ سي بول هالود ،مرجع سبق ذكره ، ص ص (452-453)

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

- في حين ترى دراسة معارضة أخرى أن التجارب العلمية أثبتت أن هذا التحرير يترتب عليه مشاكل مصرفية نتيجة لإرتباط الأسواق فيما بينها.

- و في دراسة لصندوق النقد الدولي حول 25 دولة في فترة الثمانينات والتسعينات ، تبين أن 18 دولة من أصل هذا العدد كان القطاع المالي عرضة لأزمة مالية شديدة بعد 5 سنوات من التحرير ، وسوف نركز في المطلب التالي حول تحرير حركة رؤوس الاموال :

المطلب الثاني: تحرير حركة حساب رأس المال للاقتصاديات الناشئة :

في ظل تحرير الاقتصادات الناشئة لحسابات رأسمال والسماح لرؤوس الأموال الاجنبية بالتدفق إلى الداخل والخارج عبر الحدودها الوطنية وتبدو خطورة هذه التدفقات إذا علمنا أن معظمها يتم استثماره في الاصول قصيرة الأجل بهدف تحقيق عوائد أكبر

الفرع الأول: ماهية تحرير حساب رأسمال وتدفقات المالية الدولية :

إن جوهرية عملية التحرير المالي والذي تقوم عليه عوامة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال والمقصود بذلك "إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال و الحسابات المالية لميزان المدفوعات ، إلا أن عملية تحرير حركة رؤوس الاموال خارج البلد وداخلها وإن كان هذا لايعني انعدام الضوابط على هذه الحركة ، حيث ثمة دائما وفي اي بلد اجراءات وقيود تنظم هذه الحركة ، فيمكن أن تكون على نطاق واسع وتشمل كافة المعاملات المرتبطة بحساب رأس المال ، وقد تكون جزئية تقتصر على تحرير بعض مكونات حساب راس المال والاحتفاظ بالقيود على بعضها الآخر"²

أن المكونات الرئيسية لحساب رأس المال ظاهرة بالجدول (1-1) لحساب رأس المال الأمريكي في 1997(بمليارات الدولارات). فحساب برأس المال مجزأ إلى الاستثمار الاجنبي المباشر واستثمار المحفظة والاستثمار الرأسمالي الآخر ، سوف يتم شرح فيما بعد.

الجدول (1-1) المكونات الرئيسية لحساب الرأسمال الأمريكي في عام 1997(مليار دولار)³

93	استثمار أجنبي مباشر في أمريكا
122	استثمار أجنبي مباشر من قبل أمريكا
-29	صافي التدفقات الداخلة بسبب FDI
598	استثمار المحفظة في أمريكا
355	استثمار المحفظة من قبل أمريكا
243	صافي التدفقات الداخلة بسبب استثمار المحفظة

¹Chokri Zehri, CAPITAL ACCOUNT OPENNESS AND BANKING SOUNDNESS , Journal of Xi'an University of Architecture & Technology, Volume XI, Issue XI, 2019 Issn No : 1006-7930 ,Page No: 132

²غانم عبد الله مرجع سبق ذكره ص 126

³محمد على ابراهيم العامري، الادارة الدولية ، دار وائل ، الطبعة الأولى ، 2013 مرجع سبق ذكره ، ص 60

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

التعريف الثاني: "حساب رأس المال يشمل جبهة واسعة تتعلق بتحرير الـ FDI*¹ الداخل والخارج من القيود المفروضة عليه وعلى تحويلات أرباحه كذلك كل المعاملات المتعلقة بالاستثمار داخل السوق المالية أو المحفظة المالية FPI (الاسهم والسندات، المشتقات المالية) وكذلك المعاملات المتعلقة بشراء أو بيع الثروة العقارية سواء التي تتم محليا بواسطة غير مقيمين أو شراءها من الخارج بواسطة المقيمين ، إضافة إلى المعاملات المتعلقة بالائتمان التجاري والمالي والتسهيلات المالية ، علاوة على معاملات حركة رؤوس الاموال الشخصية و المتعلقة بالودائع والقروض"².

التعريف الاجرائي : يعني إزالة العوائق أمام التدفقات رأس المال

أو السماح للمستثمرين المحليين بالاستثمار بحرية أكبر في الأصول الأجنبية

وتصنف رؤوس الأموال المتدفقة بين الدول إلى رؤوس أموال طويلة الاجل وأموال قصيرة الأجل سواء كانت هذه الأموال رسمية أو خاصة:

1- حركة رؤوس الأموال طويلة الأجل :

وتشمل حركة رؤوس الأموال من و إلى الخارج والتي تهدف الاستثمار لآجال طويلة تزيد في العادة عن السنة الواحدة . وتتخذ هذه الاستثمارات شكل استثمارات مباشرة واستثمارات غير مباشرة ، وفي الغالب توصف حركة رؤوس الأموال طويلة الأجل بأنها تلقائية تحدث بغض النظر عن المركز المالي الخارجي لميزان المدفوعات سواء كان دائما أو مدينا ، فقد تتحرك الأموال نحو الخارج من بلد يعاني من العجز في ميزان مدفوعاته لأن العائد الذي يسفر عن الاستثمارات الأجنبية يفوق العائد المتأتي من الاستثمارات الوطنية .

2- حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل :

تلعب حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي تدخل إلى ، أو تخرج من الاقتصاد القومي دورا هاما في تحديد طلب البلد على الاحتياطات الدولية . ويقصد بتلك الحركات الأموال الساخنة التي تتحرك بين مختلف أسواق النقد الدولية سعيا وراء أسعار الفائدة الأعلى أو العائد المرتفع الذي يتحقق من خلال عمليات المراجعة بين أسعار الصرف³.

¹ FDI* الاستثمار الاجنبي المباشر سوف يتم تعريفه لاحقا

² يتصرف من مرجع رمزي زكي ، العولة المالية الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي ، دار المستقبل العربي ، القاهرة ، 1999 ، ص ص (82-83)

³ رمزي زكي ، الإحتياطيات الدولية ، مركز الحضارة العربية للإعلام والنشر والدراسات ، سنة النشر 12-1998 ، القاهرة مصر ، ص 207

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

وتتضمن حركة رؤوس الأموال بين الدول والتي تهدف إلى الاستثمار لأجل قصير تقل عن السنة الواحدة، وهناك عدة أشكال لهذا الاستثمار كالودائع القصيرة الأجل في المصارف الأجنبية والاستثمار في الأوراق المالية القصيرة الأجل والائتمان الممنوح للمصدرين والمستوردين وعمليات البيع والشراء العملات الأجنبية ، وعندما يستثمر المقيمون أموالهم في الخارج على شكل ايداعات في المصارف الأجنبية أو الشراء وبيع الأوراق مالية فإن ذلك ينشأ عنه تدفق لرؤوس أموال وطنية قصيرة الأجل نحو الخارج تؤدي إلى زيادة حقوق المقيمين على الأجانب ، وتسجل لذلك في الجانب المدين من هذا الميزان ، أما في حالة قيام الأجانب باستثمارات مشابهة داخل الاقتصاد الوطني ، فإن ذلك ينشأ عنه تدفق لرؤوس الاموال نحو الداخل حقا للأجانب على المقيمين ولذلك تسجل في الجانب الدائن من ميزان حساب رأس المال ، ولهذا السبب تعتبر حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل بأنها ليست حركة تلقائية وإنما لتسوية ميزان المدفوعات¹.

وتأسيسا على ماسبق فإن حساب رأس المال يتكون من تدفقات رسمية وتدفقات خاصة ،ويمكن عرضها باختصار على النحو التالي:

جدول (1-2) التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى الأسواق الناشئة والنامية (2002-2007) :

الإجمالي	2002	2004	2005	2006	2007
صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة	97,3	240,6	251,8	231,9	605,0
صافي الإستثمار المباشر	149,5	184,3	259,8	250,1	309,9
صافي الإستثمارات في الحافظة	-6,78	34,5	-19,4	-103,8	48,5

المصدر : حسن كريم حمزة ، العولمة المالية والنمو الاقتصادي ، مرجع سبق ذكره ، ص 128

- تشير علامة (-) إلى زيادة

- الوحدة: مليار دولار

الفرع الثاني : أسباب إنتقال حساب رأس المال: وتعود أسباب إنتقال رأسمال إلى الخارج إلى الأسباب التالية وهي:

1- الاختلاف بين أسعار الفائدة: سعر الفائدة يكون أعلى في الدول التي تشهد نقصا في رأس المال.

2- التفاوت في معدل الأرباح : هذا الانتقال لرأس المال يعرف بالاستثمار المباشر .

¹ هيل عجمي جميل الجاني ، التمويل الدول والعلاقات النقدية الدولية ، الطبعة الأولى 2014، دار وائل للنشر ، عمان الأردن ، ص ص (35-37)

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

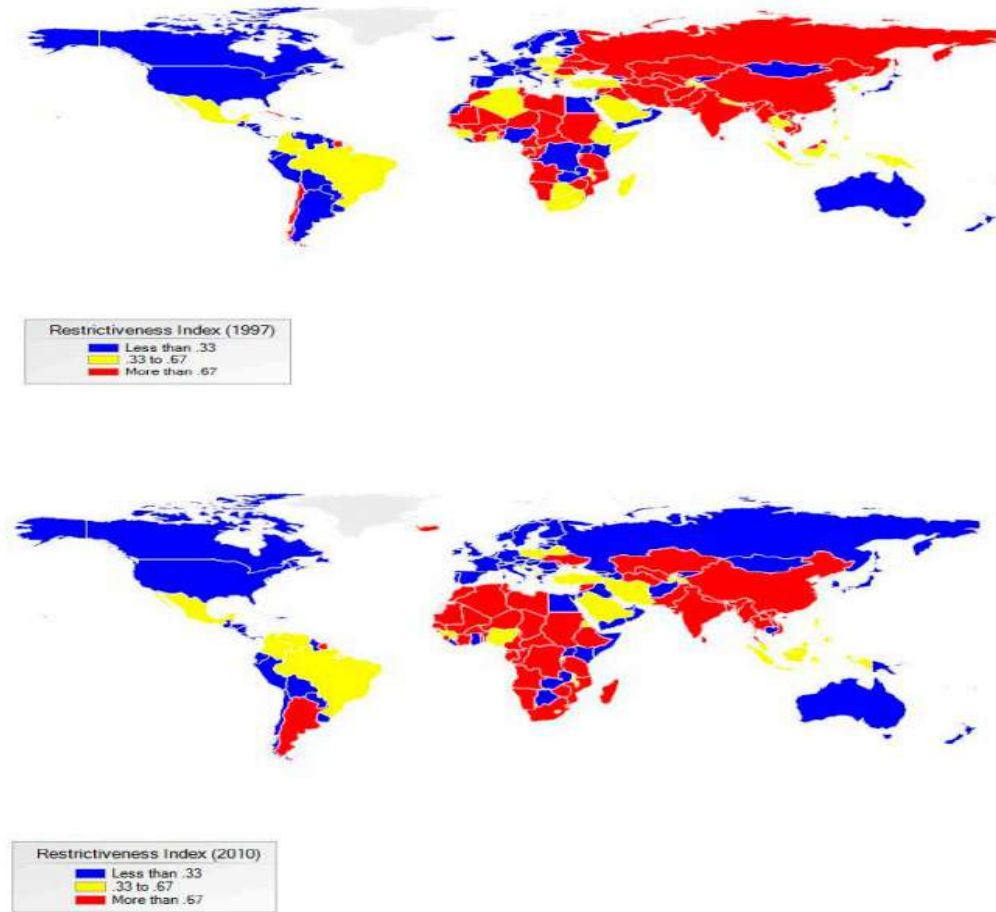
3-تفادي أو تجنب المخاطر.

4-انتقال رأس المال لأسباب سياسية : يأخذ شكل القروض والهبات .

5-انتقال رأس المال الساخن أو العائم : ويتميز هذا النوع بالسرعة الفائقة في تحركه ، هذا الانتقال لرأس المال الساخن الذي حصل على الصعيد الدولي كان له تأثير هام على النظام النقدي الدولي وعلى موازين مدفوعات مختلف البلدان المتقدمة والبلدان المصنعة حديثا .¹

شكل رقم : (1-2) حول تدفقات راسمال للاقتصاديات المتقدمة والناشئة²

Figure 2. Liberalization of Capital Flows, 1997 and 2010



Sources: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. and IMF staff estimates.

¹ مأمون علي ناصر وآخرون ، التمويل الدولي ، الطبعة الأولى 2016 ، دار حامد ، عمان الأردن ، ص (128-129)

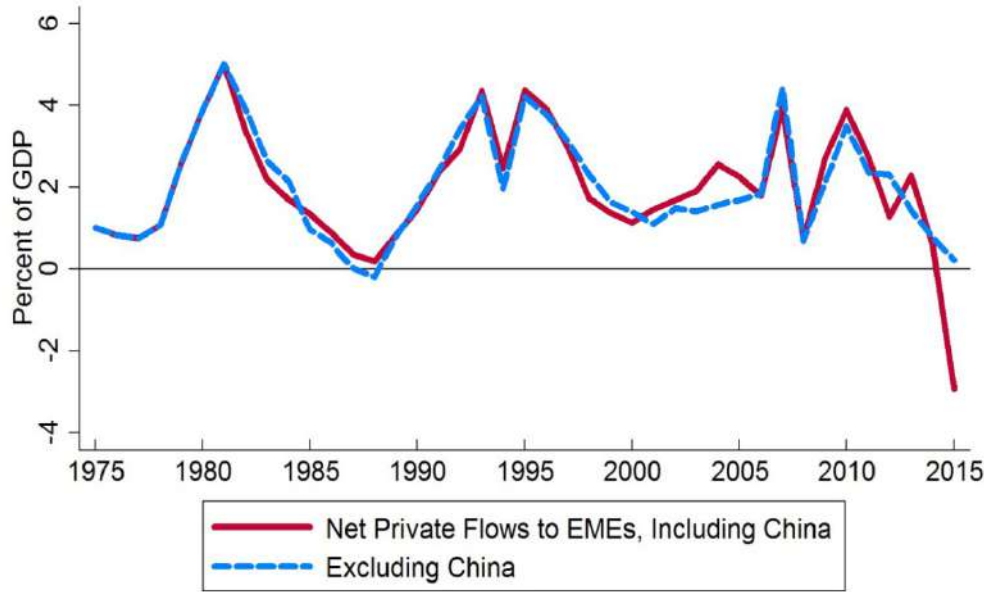
² Tahsin Saadi Sedik and Tao Sun. Effects of Capital Flow Liberalization—What is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies?. 2012 International Monetary Fund, P8

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

يوضح الرسم البياني أدناه تدفقات رأس المال إلى اقتصادات الأسواق الناشئة في منظور تاريخي نلاحظ أن هذه التدفقات الخاصة صافية فهي لا تشمل التغييرات في حيازات الاحتياطيات الرسمية ، والتي كانت كبيرة في العقدين الماضيين.

كما نفرق بين التدفقات الإجمالية إلى اقتصادات الأسواق الناشئة والتدفقات الاجمالية عموما باستثناء الصين كما سيتم مناقشته قريباً.

شكل رقم (1-3) : صافي التدفقات السنوية الخاصة إلى الأسواق الناشئة من منظور تاريخي



المصدر: Emerging Market Capital Flows and U.S. Monetary Policy: October 18, 2016¹ / John Clark,

الفرع الثالث: الأدوات المؤثرة في تحركات حساب رأس المال: ومن هنا نحاول فهم الأدوات المؤثرة في تحركات حساب رأس المال:

1. الاحتياطيات الدولية :

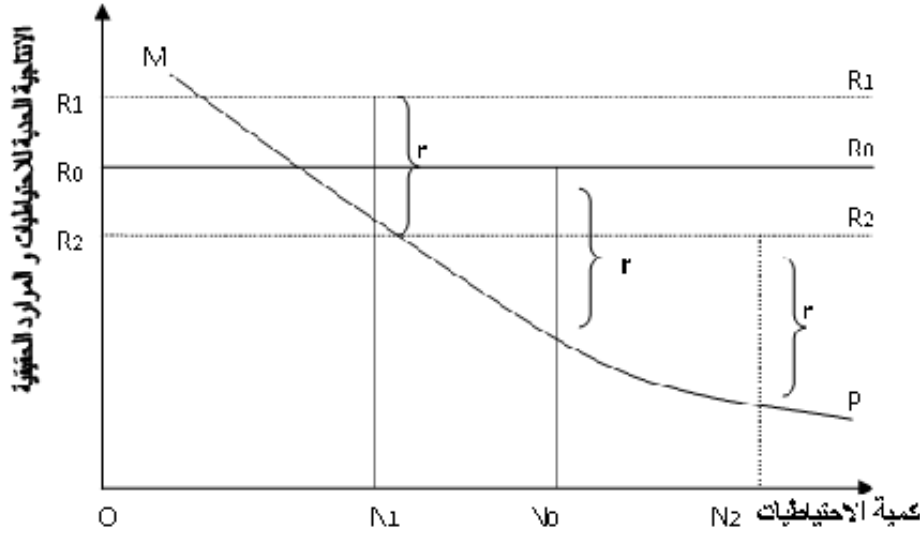
إن مستوى الاحتياطيات تحكمه عدة اعتبارات تختلف من دولة إلى أخرى ، لذلك لا يوجد حجم أو مستوى امثل عام أو مقياس كمي مطلق يصلح لكافة الدول. فالحجم المناسب و الآمن من الاحتياطيات يجب البحث عنه و تحديده كميًا على ضوء واقع كل دولة و ما يحيط بها من ظروف و مشكلات . و مع ذلك يمكن تقسيم هذا الحجم الملائم و الآمن للاحتياطيات إلى جزأين أساسيين :
أولاً: يمثل الحد الأدنى و الضروري للاحتياطيات التي يتعين توافرها في جميع الأحوال لمواجهة الاحتياجات الدورية المتوقعة

¹<https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/ifdp-notes/2016/emerging-market-capital-flows-and-us-monetary-policy-20161018.html>

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

ثانياً: يمكن أن نطلق عليه الأرصدة أو (الاحتياطيات) التحوطية، و هو يتمثل في تلك الأصول التي يمكن اللجوء إليها عند الضرورة لمواجهة أية صدمات غير متوقعة في ميزان المدفوعات.¹

الشكل رقم (1-4) تحديد الطلب على الاحتياطيات الدولية في ضل التكييف مع الصدمات الخارجية



على هذا الأساس، تكمن أهمية الاعتماد على الاحتياطيات في حالة وقوع الدولة في حالة عجز طارئ. هذه الاحتياطيات تضمن للدولة تدفق الواردات الضرورية، و تفاديا لسياسات غير المرغوب فيها في حالة عدم كفايتها. و يدافع أنصار هذا الاتجاه عن مستوى ملائم للاحتياطيات يتراوح ما بين 25% كحد أدنى و 40% كحد أعلى من قيمة الواردات (أي من 3 إلى 6 أشهر من تغطية الواردات).

2. المضاربة "الأموال الساخنة":

جاءت عمليات التحرير المالي لتدعم من نشاط هذه المضاربات عبر إلغائها العديد من القيود التي كانت تحد من حدوثها. فبعد أن كان تداول العملات الأجنبية يخضع في غالبية الدول للرقابة الحكومية أصبحت مليارات، في ظل التحرير المالي وقابلية التحويل للحساب الجاري ولحساب رأس المال، تنتقل بسرعة وحرية من سوق لأخر عبر الشبكات الربط الإلكتروني بحثا عن فرص لاقتناص الأرباح والتي قد يتراوح معدلها ما بين 50% -200% فقد انفجر تداول العملات الأجنبية على الصعيد العالمي من حوالي 200 مليار في منتصف الثمانينات إلى حوالي 12 تريليون دولار في عام 1995 وأصبحت الاحتياطيات الدولية التي تملكها البنوك المركزية في مختلف دول العالم فئاتا عند المقارنة بمئات المليارات التي تتعامل بها البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار²، التقديرات الموضوعية لمجموع موجودات المبالغ (أو الأموال) لأغراض المضاربة ولتجار الممتلكات وأموال

¹ زابري بلقاسم، كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، * جامعة وهران-الجزائر، مجلة مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا- العدد السابع، ص 47

² شذى الخطيب العولة المالية ومستقبل الأسواق العربية، دار مجدلاوى، الطبعة الأولى، 2008، ص 135

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

الصناديق المشتركة لأكثر من 100 مليار دولار ، وعند القيام بأية مشاريع الاستثمارية ، فإن هذه الأموال قد وصل رأس مالها إلى خمسة عشرة ضعفا نتيجة حركتها في سوق رأس المال الدولية .¹

أضف لذلك الطفرة التي شهدتها تداول الأوراق المالية (الاسهم والسندات) وعدد لا يحصى من المشتقات .²

وقد غدت الاقتصادات الناشئة هي الحلقة الأضعف في النظام العالمي الجديد ، تربة خصبة لنشاط المضاربين في ضوء إجراءات العولمة المالية التي شرعت بتطبيقها في عقد التسعينات من القرن الماضي ، فقد تعرضت عدة بلاد إلى هجمات المضاربة طاحنة عصفت بأسواق عملاتها وبالإسواق المالية القائمة .³

3. أسعار الفائدة :

فهو من الأساليب العلاجية والتي يتبناها صندوق النقد الدولي كوسيلة لإنقاذ الدولة التي تدهورت عملتها من آثار العمليات المضاربية ، فالصندوق في حال الطلب الدولة المتدهورة عملتها المساعدة يطرح عليها الصندوق باعتباره وكيلا للدولة الدائنة والمأخوذة للقروض برنامجا اقتصاديا محمدا كشرط لتنظيم دعم الإنقاذ المالي لها والسبب في اقتراح هذه المعالجة من وجهة نظر أعضاء الصندوق أنها تشكل حافزا للمستثمرين الأجانب على القيام بإقراض كميات أكبر من رؤوس الأموال عما كان عليه الحال قبل ارتفاع أسعار الفائدة ، ومن المؤيد لهذا الاتجاه " جيمس وولفنسون " رئيس البنك الدولي .

وإذا كان الهدف من استخدام تلك الوسيلة هو استعادة المستثمرين والمتعاملين في العملة المحلية وقد يحدث آثارا عكسية

أ- لأنه يوحي بأن السلطات النقدية في حالة اضطراب ، ولا تجد وسيلة لدعم عملتها سوى رفع أسعار الفائدة وخاصة إذ كان هذا الرفع بمعدلات كبيرة ومبالغ فيها .

ب- إن رفع معدلات الفائدة يؤدي إلى زيادة أسعار صادرات الدولة في الأسواق الخارجية مما يضعف من قدرتها التنافسية أمام السلع المماثلة لدولة أخرى ، هذا من جهة ومن جهة أخرى يزيد الطلب على الواردات مما يؤدي إلى مزيد من الضغوط على سعر الصرف العملة المحلية .

ج- وبرغم من ذلك فإن صندوق النقد الدولي مازال مصمما على تلك السياسة ، ولا يوافق على منح أي دولة قرضا لمعالجة أزمته حتى تستجيب لتطبيق تلك السياسة حتى وإن لم تصلح لتخفيف من حدة أزمته وهذا ما حدث للأزمة الآسيوية 1997 زاد من حدتها .⁴

¹غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية ، دار وائل ، الطبعة الثالثة ، 2006 ص 209

²شذى خطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 43-44

³بتصرف

⁴محمد رشدي ابراهيم مسعود الصرافة والمضاربة علي العملة دراسة مقارنة بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الاسلامي ، دار النشر للجامعات ، 2010، ص203

4. سعر الصرف :

مما لاشك فيه أن العملة المستقرة لها أهمية كبيرة لكل اقتصاد وطني ، ويتم استخدام سعر الصرف ثابت كركيزة لاستقرار الاقتصاد الكلي الذي يهدف إلى زيادة مصداقية السياسات المحلية ويخفف من توقعات التضخم . وقد تؤدي التدفقات الكبيرة لرأس المال إلى التوسع في عرض النقود والتضخم وأرتفاع أسعار الصرف الحقيقية.¹

ويقوم النموذج النظري للدفاع عن سياسة سعر الصرف المرن وما يرافقه (نظريا) من حجم أقل من الاحتياطات الدولية على حجة أساسية ، فحواها أن تخفيض في سعر الصرف سوف يعمل عمله لاستعادة التوازن المفقود في ميزان المدفوعات ، وبالتالي في سعر الصرف ، من خلال آليته (السحرية) في زيادة صادرات الدولة وتقليل وارداتها من جراء ما يحدث من تغيير في الأسعار النسبية بين السوق المحلي والسوق العالمي .²

الفرع الرابع: أنواع التدفقات الرأسمالية :

تنوع المحفظة والاستثمار الدولي في أوائل الستينات من القرن الماضي ، كان يعتقد أن الاستثمار الدولي كان مدفوعا بفروق المصالح بين البلدان . إذا تجاوز معدل الفائدة في دولة ما معدل الفائدة في دولة أخرى ، فمن المتوقع أن يكون رأسمال الآن بين الدول حتى تتساوى المعدلات ، قدمت نظرية سوق رأسمال الحديثة أساسا جديدا للتحليل كانت هناك مشاكل واضحة مع النظرية القديمة حيث أن فروق الفائدة يمكن أن تفسر تدفقات رأس المال من الدولة ذات معدل الفائدة المنخفض إلى البلدان ذات الفائدة المرتفعة ليصبح حافز لتدفقات المالية الدولية.³

1-الاستثمار الاجنبي المباشر FDI:

- عرفها **Giorgio Ragazzi 1973** الذي فسر نظريات الاستثمار الأجنبي المباشر هي الدوافع الرغبة في الملكية المحلية لمنشآت الإنتاج الأجنبية في ظل الأسواق تنافسية .⁴ وهو أن تقوم شركة أو شخص غير مقيم بتملك مالا يقل عن 10% من رأسمال شركة محلية في دولة ما⁵ ، ويعرف أيضا على تصدير رأس المال من بلد ويسمى البلد المصدر أو بلد الأم إلى بلد آخر يسمى البلد المستورد أو المضيف ، إذ يتم الاستثمار في مشروعات وقطاعات معينة ، وقد عرفته (UNCTAD) بأنه استثمار ينطوي على علاقة طويلة الأمد في موجودات رأسمالية ثابتة في بلد المضيف بحيث تعكس العلاقة منفعة المستثمر

¹ غانم عبد الله ، ص 135

² رمزي زكي ، الاحتياطات الدولية مرجع سبق ذكره ، ص 204

³ MICHAEL MELVIN , international money and finance , Harper Row , LONDON , 1985 , 65 ص

⁴ نفس المرجع السابق ص 71

⁵ شذا جمال خطيب ، العملة المالية ومستقبل الاسواق العربية لرأس المال ، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع ، عمان الاردن ، الطبعة الأولى 2008 ، ص 33

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

الأجنبي الذي يكون له الحق في إدارة أصوله والرقابة عليها من البلد الأم أو المضيف وقد يكون المستثمر شخصا طبيعيا أو معنويا.¹

1-1- أساليب تدفق FDI:

الاستثمار حقيقي طويل الأجل يقوم به الأجانب ، ويتم في عمليات إنتاجية ، ويأخذ شكلين ، أولهما إنشاء مشروع جديد لم يكن سابقا ويطلق على هذا النوع الاستثمار في الحقول الخضراء Green Fields investment، والآخر يتم من خلال شراء عمليات موجودة سواء من خلال برنامج الخصخصة أو بواسطة الدمج والحيازة Mergers and Acquisitions.²

2- الاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة FPI: وتتضمن شراء غير المقيمين للأوراق المالية والمشتقات المالية القابلة للتجارة والتبادل ، ويمثل هذا النوع " الاموال الساخنة " في البورصات³ ، من دون أن يكون له الحق في ادارة أعمال ذلك المشروع ، وتكون له الدوافع للمستثمرين في محافظ الأوراق المالية الحصول على الارباح من خلال الاستفادة من فروقات الاسعار وكذا تقليل المخاطرة من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية وعادة تقوم الأسواق المالية بالوساطة في عمليات ذلك الاستثمار⁴

1-2- أشكال الاستثمار الأجنبي الغير مباشر FPI :

يتخذ الاستثمار الغير مباشر أشكالا مختلفة وهي :

أ- السندات Bonds: ويقصد بها أدوات المديونية ويعرف السند بأنه أداة مديونية مختلفة الاجال تصدره جهات مختلفة (الحكومة - الشركات ...) محتاجة للتمويل ، ويعطي لحامله الحق في الحصول على قيمته الاسمية par value تاريخ استحقاقه علاوة على الفائدة كنسبة مئوية من القيمة الاسمية ، ويمكن تداوله في البورصة بالطريقة التجارية بالتطهير أو المناولة اليدوية).⁵

ب- الاسهم Stocks:

وهي اداة ملكية Equity Instrument ، تمثل حصة معينة في ملكية منشأة ما ، ويحق لحامل السهم المشاركة في الأرباح والادارة ، والأسهم لا تحمل قيمة اسمية أو أجل استحقاق ولا تتعرض للتقادم فهي تبقى متداولة في البورصة إلى ما لانهاية ، إلا عند تصفية أو قيام الشركة المصدرة لها بإعادة شرائها.⁶

¹ حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ص 69

² حسن كريم حمزة ، ص 72

³ شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره

⁴ حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ص 111

⁵ حسن كريم حمزة ص 116

⁶ ماهر كنج ومروان عوض ، ص 114

ج- المشتقات المالية Derivatives:

وهي عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم و السندات والسلع والعملات وهي تعطي الحق لمالكها شراء أو بيع موجود (نقدي ، مالي ، حقيقي) بسعر محدد وبكميات محددة خلال فترة زمنية معينة وتكتسب قبولها من خلال قيمة الأصول ، وهناك أنواع متعدد منها الخيارات المستقبلية والمبادلات إضافة لانواع الأخرى مثل المبادلات الاختيارية Swaption و القاعدة Floor والسقف Cap والسقف والقاعدة Callor، ومن أهم الأدوات المشتقة و أكثرها انتشارا هي :

➤ عقود المستقبلية futures contracts.

➤ عقود الخيارات Option contract.

➤ عقود المبادلات Swaps contract.

➤ العقود الآجلة¹ Forward contracts.

3- التدفقات الرأسمالية الأخرى: وهي تتضمن التدفقات الرأسمالية في الادوات غير قابلة للتجارة مثل القروض والودائع والتسهيلات الائتمانية ، فإن استثمار رأسمالي آخر يشكل المكون الأخر لحساب رأس المال والذي يمثل المعاملات التي تنطوي على موجودات مالية قصيرة الأجل (مثل الاستثمارات القصيرة في الأسواق النقدية) بين البلدان .

- عموما فإن الاستثمار الأجنبي المباشر يقيس توسع الشركات بالعمليات الأجنبية في حين أن استثمار الأجنبي الغير مباشر والاستثمار الرأسمالي الأخر يقيس صافي تدفق الأموال الناشئ من المعاملات الموجودة المالية بين المستثمرين الأفراد والمؤسسات ،² (Trade credit) الديون المستحقة على الديون الجيدة³.

وبرغم المزايا التي يحققها انسياب رؤوس الاموال عبر الحدود الوطنية للدول إلا أن لها بعض السلبيات والتي تجلت بوضوح من خلال الأزمات المالية التي عصفت باقتصاديات كل من مكسيك 1994، وجنوب شرق آسيا 1997، وروسيا والبرازيل عامي 1998-1999.

¹ حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 119-121

² حمد على ابراهيم العامري ، مرجع سبق ذكره ص 61

³ شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 33-34

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

4- الاتجاهات الدولية للتدفقات المالية بين الدول المتقدمة والنامية :

الجدول رقم (1-3) : الاتجاهات الدولية للتدفقات المالية من سنة 1995 إلى سنة 2003

السنة	1995	2003
الدول المتقدمة	203.5	366.0
الدول النامية	127.6	193.0

المصدر : غانم عبد الله، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية .

وترجع هذه التدفقات الكبيرة بين الدول إلى الاسباب الآتية :

- 1-الهروب أو الخوف من بعض الظروف غير الملائمة مثل الحروب والتضخم و الاضطرابات السياسية ، حيث تتدفق الأموال الزائدة لبلد آخر يتمتع بظروف اقتصادية وسياسية مستقرة .
- 2-الرغبة في تحقيق دخل أكبر من شراء أصول أجنبية أو سندات أو ودائع لفترة قصيرة الأجل .
- 3-المضاربة عند توقع تغيرات في القيمة الدولية للعملة الوطنية لإحدى البلدان لإسباب اقتصادية وغير اقتصادية مباشرة ، حيث يقوم المضاربون بتحويل أموالهم لعملة البلد التي يتوقعون ارتفاع قيمة عملتها¹ .

المطلب الثالث: أشكال تحرير حساب رأس المال : يشمل تحرير حساب رأس المال بين الدول على شكلين هما:

الفرع الأول: التحرير الجزئي لحساب رأس المال :

ونقصد به قيام البلد بتحرير بعض مكونات رأسمالها بينما تحتفظ بقيود على بعضها الآخر كالقيود المفروضة على الإستثمار الأجنبي المباشر في تركيا ، وهذا الشكل من تحرير يحمي الدولة من الأزمات والتقلبات الاقتصادية العالمية ، ولكن في نفس الوقت تحرمها من المكاسب التي تنجم عن التحرير الكلي لحساب رأس المال.

الفرع الثاني: التحرير الكلي لرأس المال : وهو قيام البلد بتحرير جميع مكونات رأس المال في ميزان المدفوعات وهذا يتم بطريقتين :

2-1- تحرير حساب رأس المال دفعة واحدة :

اتبعت هذه الطريقة في بعض البلدان كالأرجنتين و الأرغواي والمملكة المتحدة ونيوزلندا في السبعينات حيث قامت بإزالة القيود على رأس المال خلال فترة قصيرة ، ولكن هذه الطريقة لم تحقق النجاح في تلك البلدان في حين استطاعت المملكة المتحدة ونيوزلندا من الإستفادة من المكاسب التحرير ، جاءت جهود الأرجنتين والأرغواي بالفشل ذلك أنه كان يتعين عليها القيام بسياسات إصلاحية قبل تقرير إنفتاح حساب رأس المال ، لذلك ينصح باستخدام هذه الطريقة في الدول ذات الأنظمة المالية القوية والتي تملك أدوات رقابية صارمة بحيث يحقق مكاسب سريعة ويحميها نظامها المالي من أي أزمات تنتج عن التحرير.

¹غانم عبد الله ص 128

2-2 - تحرير حساب رأس المال بشكل تدريجي :

إن تدرج في عملية التحرير يساعد في كسب الوقت في إحداث تغييرات هيكلية في الأسواق المالية حتى تستطيع العمل في المناخ الدولي، ولقد أشارت تجارب بلدان أمريكا اللاتينية إلى أنه كي يستطيع بلد ما تحقيق الإستمرار في قابلية حساب رأس المال لتحويل وتقليل المخاطر المالية المقترنة به ، ينبغي عليه إنتهاج سياسات معينة قبل تحرير حساب رأس المال ، فإن لم تستوفي هذه الشروط المسبقة فإن تدفقات رؤوس الأموال بغرض المضاربة ، قد تجعل من الصعب تحقيق الإستمرار في فتح حساب رأس المال ولقد أظهرت عدة وجهات نظر حول ترتيب التسلسلي في التحرير الخارجي الذي يستلزم فتح أسواق المالية المحلية أمام تدفقات المالية الدولية وإزالة الحواجز البنك الأجنبي وبين التحرير الداخلي المذكور آنفا.¹

ويكون التدرج الأمثل في التحرير القطاع المالي في ثلاث مراحل التالية :

➤ **المرحلة الأولى :** ينبغي أن يبدأ الإصلاح أولاً بتحرير قطاع الحقيقي من خلال مجموعة من الإصلاحات

الهيكلية في مختلف القطاعات الإقتصاد ، كما أن السيطرة المالية يجب أن تسبق عملية التحرير المالي ، بالإضافة إلى تحقيق استقرار الإقتصاد الكلي

➤ **المرحلة الثانية :** في المنهج تتمثل في التحرير الداخلي ، وهذا من خلال التدرج في التحرير معدلات

الفائدة على القروض والودائع وزيادة المنافسة في القطاع البنكي وفتح المجال أمام القطاع المصرفي الخاص

➤ **المرحلة الثالثة :** في الأخير يأتي التحرير المالي الخارجي من خلال تشجيع الأجانب بالدخول في

الأسواق المالية المحلية من أجل زيادة المنافسة والكفاءة ، وعند تحديد التسلسل في الإلغاء القيود على الصرف الأجنبي ينبغي تحرير حساب العمليات الجارية أولاً ثم تحرير حساب رأس المال بعد ذلك.²

فوجهة النظر التقليدية تفضل ترتيب التسلسلي في التحرير الخارجي أما وجهة النظر البديلة تفضل تحرير

حساب رأس المال المبكر الذي يمكن أن يكون عاملاً مساعداً للإصلاحات أو تحرير الخارجي أولاً ، وترى وجهة

نظر متوسطة أن تحرير يجب أن يكون جزءاً من أسلوب المعالجة المتزامن مع حركة الإصلاح الإقتصادي ذلك أن

عملي تحرير الداخلي والخارجي عمليات متكاملتان ومزايا وتكاليف هذه الإستراتيجيات الثلاث تختلف من بلد

لآخر تبعاً لظروف كل منها ولأهداف إقتصادية.³

¹ بوعبد الله علي ، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر - بسكرة - الجزائر ، 2014 ، ص ص (166-167)

² بن بوزيان محمد وآخرون ، التحرير المالي وأثره على النمو الإقتصادي (دراسة حالة الجزائر) ، ملثقي المنظومة البنكية في ظل التحولات الإقتصادية والقانونية ، بشار ، أبريل 2005

³ بوعبد الله علي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (166-167)

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

جدول رقم (1-4): قام villanuav and Mirakhor بدراسة برامج التحرير المالي :

المجموعة الأولى الأسلوب الأسرع في التحرير rapid liberalizas	المجموعة الثانية أسلوب التدرج في التحرير gradual liberalizes
الارجنتين - شيلي - ماليزيا - الفلبين - تركيا - الأرجواي	اندونيسيا - كوريا الجنوبية - سنغافورة - سيريلانكا - تايوان

- المصدر : من اعداد الباحثة من كتاب النقود والتمويل الدولي ل سي بول هالود ترجمة محمود حسن حسني .
- فقد وجدت الدراسة أن المجموعة الثانية حققت نجاح باهرا يتمثل في التمهيد من خلال تحقيق الاستقرار النسبي في البيئة الاقتصادية الكلية بمعنى وجود عجز في الموازنة يمكن التعايش معه ، ومعدلات بطيئة لنمو المعروض النقدي ، ذلك قبل القيام بتخفيض درجة التدخل في تحديد أسعار الفائدة وبالتالي يمكن تجنب عمليات الافلاس الواسعة الانتشار وبالتالي استعادة معدلات الاستثمار لمكانته .
 - ومن ناحية أخرى فقد واجهت الدول التي انتهجت سرعة التحرير مشكلة تمثلت في التخلي عن ادارة أسعار الفائدة وتخصيص الائتمان ، وذلك قبل تحقيق الاستقرار المالي وعندما أصبح لديها الحرية قامت البنوك برفع أسعار الفائدة بشدة وهو ما أدى إلى الانتشار الواسع لعمليات الافلاس ، وحدث خلل في الاستثمار ان كان مباشر أو غير مباشر .
 - وترتيب عملية التحرير التي اتفق بشأنها الاقتصاديون ، كانت طبقا للتتابع التالي :

تقليل العجز المالي ← التحرير المالي وإصلاح نظم التجارة ← إصلاح سعر الصرف ←
إصلاح حساب رأس المال¹

الفرع الثالث: الفرق بين المدرسة الكنزية والمدرسة الكلاسيكية الجديدة لتحرير حساب رأسمال وضع ضوابط:

1- حركة رأس المال في عهد بريتون وودز :

لقد كان الهدف الأساسي لتأسيس صندوق النقد الدولي IMF هو أساسا لوضع نظام دولي جديد للتعاملات المالية وكان ماجاء به جون كينز عام 1944 والذي دعم الرقابة على حركة رأس المال ، علما أن كينز فرق وميز بين المفهومين المحفظي و المباشر في حركة رأس المال على أساس تحرير الحسابات المتداولة والرقابة على حساب رأس المال .

وضمن أساسيات ميزان المدفوعات فقد فتحت الحسابات المتداولة الجارية ومولت التجارة من حركة رأس المال منذ بداية صندوق النقد الدولي IMF فقد كان التركيز على تحرير حركة رأس المال وثبات سعر الصرف حيث التركيز

¹ سي بول هالود ، مرجع سبق ذكره ص ص (666-667)

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

على السياسات الاقتصادية الكلية في التشغيل الكامل والنمو الاقتصادي للدولة والتي لم تعر اهتماما يذكر لحركة رأس المال دوليا.¹

2- مرحلة ما بعد بريتون وودز 1971:

بعد مرحلة أسعار الصرف المعومة لقد انتقل العالم بعد سنة 1971 إلى مرحلة جديدة ضمن النظام العالمي النقدي واتخذ صندوق النقد الدولي دورا جديدا وفي نهاية الثمانينات اتخذت الدول التجارية الكبيرة مكانتها و أعادت السيطرة على حركة رأس المال.²

تختلف الافكار التي تدعو لتحرير ضوابط حساب رأس المال من خلال تتبع تطور التاريخي للأفكار مواظفين صندوق النقد الدولي وصانعين القرار فيه من أصحاب الفكر الكينزي إلى الفكر الكلاسيكي الجديد و التغيرات التي يتوقعها المؤشر الكمي لضوابط رأس المال من خلال تتبع تحليل 53 اقتصاد ناشئ باستخدام بيانات مقطعية متسلسلة زمنية من 1977 إلى 1997³ فمجمّل القول يمكن توضيحه أن حركة رأسمال في عهد بريتون وودز قادتها حركتها الحكومات وما بعد بريتون وودز حركتها الشركات⁴، ولمزيد من تفصيل في الجدول الموالي :

جدول رقم (1-5): المدارس الاقتصادية و حساب رأس المال

الكلاسيكون الجدد	الكنزيون	المدرسة الاقتصادية الحدث التاريخي من حيث تحرير و ضوابط حساب راس مال
متفق مع الفكر الكنزي	مؤسسون الصندوق متفق مع الكلاسيكيون الجدد حول استقرار الاسعار نسبي أما حسابات طويلة الأجل مشروعة و القصير الاجل غير مشروعة	بعد الحرب العالمية الثانية ومؤتمر عصبة الامم 1944م
يرى أصحاب هذا الفكر حرية الأفراد في تبني سياسة لتنظيم حركة رأسمال لأي سبب ويجوز لهم ممارسة الضوابط اللازمة دونه موافقة الصندوق أو الرجوع إليه	معارض للفكر الكلاسيكيون الجدد	عام 1958 م
عدم استخدام الضوابط على حساب رأسمال	هدفهم المحافظة على أسعار الصرف واستخدام الضوابط على حسابات رأسمال	(1981-1971) إصلاح البنيان المالي الدولي ¹

¹ سرمد كوكب الجميل ، التمويل الدولي مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات ، الدار النموذجية للطباعة والنشر ، بيروت لبنان ، 2011 ، ص 204

² نفس المرجع ص 205

³ يتصرف

⁴ سرمد كوكب مرجع سبق ذكر

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

عام 1971م انهيار نظام بروتن وودز	هناك العديد من الأزمات الاقتصادية التي وقعت في 1971 حتى فقدت القدرة على تحويل الذهب من الدولار الأمريكي إلى الخارج بسبب تحركات رأسمال المضطرب	عام 1976م نجحو في الوصول إلى إتفاق في تعديل بنود الصندوق
عام 1985م	لم يعد يتمون لهذا الفكر	أصبحو جميع أعضاء الصندوق يتمون لهذا الفكر
1995 إلى يومنا هذا إصلاح البنيان المالي 2	/////	تعديل اتفاقيات الصندوق للوصول لتحرير حساب رأسمال بناء على مايلي : 1- تسلسل تحرير التدرجي من خلال تعزيز تبادل الحر 2- الاشراف على اللوائح و الطوابط الرقابية لتحرير الفعال لحساب رأسمال
الهدف العام من وضع الطوابط لحساب رأس المال	تدفقات حساب رأسمال الطويلة الأجل نتيجة مشروعة بينما تدفقات القصيرة الأجل كان كينز ووايـت ينظـران إلى حركات المضاربة قصيرة الأجل على أنها غير مستقرة وغير شرعية. ويتالي بناء على الفكر الكينزي الطوابط على حساب رأسمال أم ضروري وأداة سياسية مشروعة.	هدفهم التحرير التدرجي على المدى الطويل لظوابط حساب رأسمال وهو ما معارض للفكر الكينزي الذي أنكر الرغبة في تحقيق هذا الهدف حتى على المدى طويل الأجل.

المصدر : من اعداد الباحثة بناء عن معطيات¹ (2007) JEFFREY M. CHWIEROTH ,

الشكل رقم (1-5): المنحني يوضح الكلاسيكيون الجدد و الفكر الكينزي بالنسبة لمؤشر الانفتاح حساب رأسمال

Neoliberalism in the IMF

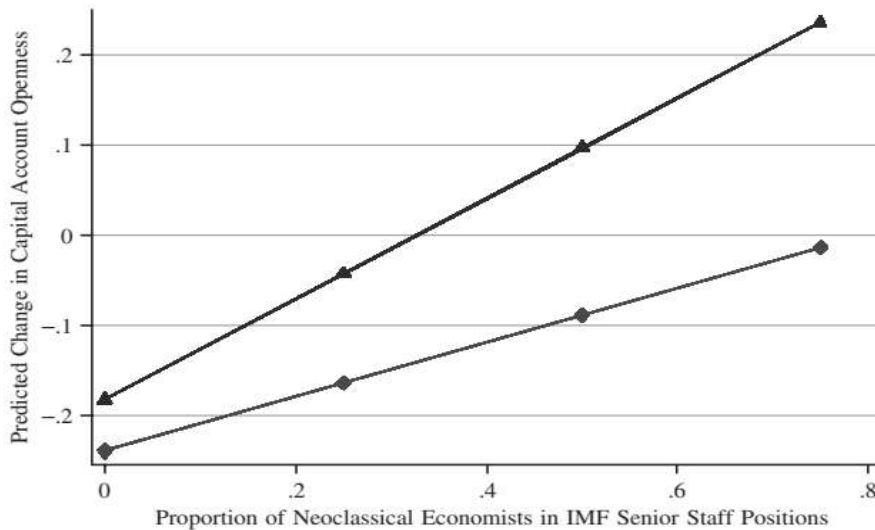


FIG. 1. Capital Account Openness

¹JEFFREY M. CHWIEROTH , Testing and Measuring the Role of Ideas:

The Case of Neoliberalism in the International Monetary Fund, International Studies Quarterly (2007) 51, 5–30

المطلب الرابع : مدة وسعة وتدفقات رأسمال في الاقتصادات الناشئة :

الفرع الأول: دورات تقلبات حساب رأس المال في ظل الأزمات المالية الدولية : في هذا القسم ، يتم التحقيق في استمرار وتقلب تدفقات رأس المال إلى الأسواق الناشئة. كما نعلم جميعاً ، زادت تدفقات رأس المال الوافدة في تسعينيات القرن الماضي حتى ما قبل أزمة العملة الآسيوية مباشرة ، وانخفضت بعد ذلك حتى نهاية عام 1999. وفي المقابل ، حدثت زيادات ونقصان في تدفقات رأس المال بشكل متكرر عدة مرات في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين ، مما يشير إلى أن رأس المال أصبحت التدفقات الوافدة أقل استمراراً في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين فيما يتعلق بتقلب تدفقات رأس المال الوافدة ، فإن الفرق بين حجم التدفقات الداخلة خلال التسعينيات حتى ما قبل أزمة العملة الآسيوية مباشرة ، عندما كانت تدفقات رأس المال في ذروتها ، وحجم تدفقات رأس المال في القاع أصغر مما شوهد خلال الأزمة المالية العالمية 2008 وبالتالي ، قد تكون تقلبات تدفق رأس المال قد زادت في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين

الشكل رقم (1-6): دورة تدفق رأس المال



المصدر¹:

HailPark, The cyclical properties of capital inflows in emerging market economies

الفرع الثاني: مدة تدفقات حساب رأسمال في الاقتصادات الناشئة: تظهر فترات تدفقات رأس المال إلى اقتصادات الأسواق الناشئة ففي الجدول رقم (1-6) تشير الدورة إلى الفترة التي تزداد فيها تدفقات رأس المال حتى الوصول إلى ذروة ثم تنخفض حتى تصل إلى القاع، يبلغ طول الدورة في أوروبا 11.8 ربعاً ، وهي أطول من 9.5 ربعاً في أمريكا اللاتينية و 10.8 ربعاً في آسيا. أما فيما يتعلق بدورات الفردية للدول ، فإن الأرباع الـ 19.5 في بولندا هي الأطول بين جميع البلدان تليها 15.0 ربعاً في تايلاند و 11.1 ربعاً في

¹HailPark, The cyclical properties of capital inflows in emerging market economies, International Review of Economics and Finance, journal homepage: www.elsevier.com/locate/iref , P 2-6

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

الأرجنتين ، يبدو أن الدورات الأقصر طولاً في البرازيل 7.5 (ربعا) وإندونيسيا 8.2 (ربعا) وتركيا (ربعا) 8.3 (ربعا) في غضون ذلك ، يبدو أن الفترات التوسعية الأطول من فترات الانكماش في معظم اقتصادات الاسواق الناشئة.

أما في ما يخص الفترة التوسعية في أوروبا أطول من تلك الموجودة في المناطق الأخرى ، في حين أن فترة الانكماش في آسيا قصيرة نسبياً مقارنة بتلك الموجودة في أوروبا وأمريكا اللاتينية وهذا يشير إلى أن تدفقات رأس المال تستمر على مدى فترة زمنية طويلة نسبياً في أوروبا ، بينما تنخفض في فترة زمنية قصيرة نسبياً في آسيا.

أما فيما يخص استمرار تدفقات رأس المال حسب نوع رأس المال من بين أنواع رأس المال الأربعة ، يعد استمرار الاستثمار الأجنبي المباشر هو الأطول بينما يبدو الاستثمار في الأسهم هو الأقصر ، مما يشير إلى السمة قصيرة الأجل للاستثمار في الأسهم. تظهر مقارنة إقليمية بين الاستثمار في الأسهم و القروض المصرفية أنه بالنسبة لكلا النوعين من رأس المال شهدت أوروبا أقصر فترات الانكماش أما فيما يتعلق بالاستثمار في السندات ولهذا كان استمرار الفترة التوسعية هو الأقصر بينما كان فترة الانكماش الأطول في أوروبا.

الجدول رقم (1-6): دورة التدفق رأس المال

مدة تدفقات رأس المال (الوحدة: ربع).

دورة	تقروض مصرفية		سندات		الجمالية		استثمار مباشر		المجموع		دورة	من الفاع إلى الذروة إلى - ذروة الحوض الصغير			
	دور من الحوض إلى الذروة إلى ذروة الحوض الصغير	دور من الحوض إلى الذروة إلى ذروة الحوض الصغير	دور من الحوض إلى الذروة إلى ذروة الحوض الصغير	دور من الحوض إلى الذروة إلى ذروة الحوض الصغير	دور من الحوض إلى الذروة إلى ذروة الحوض الصغير	دور من الحوض إلى الذروة إلى ذروة الحوض الصغير	دور من الحوض إلى الذروة إلى ذروة الحوض الصغير	دور من الحوض إلى الذروة إلى ذروة الحوض الصغير							
13.9	6.1	7.8	11.7	4.9	6.8	11.5	4.7	6.8	16.4	5.9	10.5	10.8	4.4	6.3	آسيا
20.0	10.0	10.0	17.0	6.3	10.7	10.3	3.8	6.5	11.4	5.8	5.6	8.2	3.3	4.8	إندونيسيا
8.8	4.2	4.6	10.0	3.8	6.2	10.2	5.4	4.8	17.7	9.0	8.7	9.7	5.4	4.3	كوريا
13.3	6.0	7.3	8.6	3.8	4.8	15.9	4.3	11.7	25.0	4.5	20.5	10.2	3.0	7.2	فلبيني
13.6	4.3	9.3	11.2	5.8	5.4	9.8	5.4	4.4	11.8	4.5	7.3	15.0	6.0	9.0	تايلاند
14.0	6.7	7.4	11.0	5.7	5.3	12.6	5.6	7.0	13.7	8.5	5.2	9.5	4.8	4.7	لاتيني
13.3	7.0	6.3	10.5	5.8	4.8	13.3	5.0	8.3	15.3	8.3	7.0	11.1	6.8	4.3	أمريكا
18.5	7.0	11.5	9.6	5.0	4.6	12.5	5.3	7.3	12.5	6.3	6.3	7.5	4.1	3.3	الأرجنتين
12.8	7.8	5.0	9.5	6.0	3.5	12.0	4.0	8.0	10.8	6.0	4.8	10.2	4.6	5.6	البرازيل
11.6	5.0	6.6	14.5	6.0	8.5	12.5	8.0	4.5	16.1	13.3	2.8	9.5	3.8	5.7	تشيلي
13.0	5.4	7.5	12.7	7.6	5.1	10.4	4.6	5.8	11.5	6.1	5.4	11.8	4.7	7.0	أوروبا
9.4	4.4	5.0	15.0	10.7	4.3	10.2	3.2	7.0	11.0	3.0	8.0	10.5	3.5	7.0	النشبة
12.8	5.0	7.8	13.8	9.3	4.5	8.3	3.5	4.8	13.2	10.5	2.7	19.5	8.5	11.0	بولندا
13.0	4.3	8.8	13.3	5.3	8.0	9.6	3.2	6.4	12.0	5.5	6.5	8.3	2.6	5.7	بنغول
16.7	8.0	8.7	8.7	5.0	3.7	13.7	8.7	5.0	9.8	5.4	4.4	8.8	4.3	4.5	روسيا
13.6	6.1	7.6	11.8	6.1	5.7	11.5	5.0	6.6	13.9	6.8	7.0	10.7	4.7	6.0	متوسط

ملحوظة: المدة الإجمالية (الدورة) تجمع بين الفترة التوسعية التي تزداد فيها تدفقات رأس المال ، وفترة الانكماش التي تنخفض فيها أو حتى تصبح سالبة.

المصدر:

HailPark, The cyclical properties of capital inflows in emerging market economies

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

الفرع الثالث: سعة تدفقات رأسمال: تظهر التغيرات في السعة تقلبات تدفقات رأس المال إلى الداخل ، فكلما زاد الاختلاف بين أحجام التدفقات الوافدة عند قممها زادت حدة الصدمة التي تتعرض لها الأسواق المالية. **الجدول رقم (1-6)** يوضح أن متوسط سعة الدورة هو 14.1% في آسيا وهو يعتبر أعلى من 12.3% في أوروبا و 9.9% في أمريكا اللاتينية حسب البلد ، و هو 20.6% في تايلاند حوالي ثلاث مرات أعلى من 6.3% في إندونيسيا ففي التحليل القائم على الفترتين التوسعية والانكماشية وجد أن متوسط الاتساع في آسيا أعلى من متوسط اتساع المناطق الأخرى في كلتا الفترتين. وهذا يعني أن حجم تدفقات رأس المال إلى آسيا كبير وأن هذه التدفقات الوافدة ستتنخفض بسرعة عندما تدهورت الظروف الخارجية في تايلاند كانت السعة تدفقات خلال تلك الفترة إنكماش ب 18.5% سنوياً ما يقرب من واحد ونصف و 11.8% للأسواق الناشئة ككل خلال تلك الفترة ، مما يشير إلى أن عمليات سحب رأس المال الأجنبي دفع بموجة صدمات كبيرة إلى أسواق العملات الأجنبية والمالية في البلاد.

الفرع الرابع: سرعة تدفقات رأس المال: كما ذكرنا كلما طالت مدة استمرار تدفقات رأس المال الوافدة زادت احتمالية اتساع نطاق سرعة تدفقات وبالتالي يجب أخذها بعين الاعتبار.

و تظهر مخططات التبعر بين سعة وسرعة تدفقات رأس المال الواردة في الشكل للصورة رقم (1-6) ويتم الحصول على السرعة بقسمة السعة على المدة بحيث يتم تحديدها على أنها السعة لكل وحدة واحدة (رع) من الفترة الزمنية كما هو موضح في الجدول رقم (1-6) فإن سرعة تدفقات رأس المال إلى آسيا 2.8% ع أسرع من تلك في أوروبا 2.5% ع وأمريكا اللاتينية 2.1% ع .

أما فيما يخص السرعات السريعة لتدفقات رأس المال فهي في الفلبين والتشيك بينما تعد بطيئة في بولندا و هناك اختلاف بسيط في سرعة تدفق رأس المال بين الفترتين التوسعية والانكماشية في أمريكا اللاتينية ، ولكن في آسيا وأوروبا تكون السرعة أسرع بمقدار مرة ونصف تقريباً خلال فترة الانكماش.

ففي الفلبين كانت السرعة خلال فترة الانكماش 5.3% فهي أعلى بكثير من 2.1% التي شوهدت خلال الفترة التوسعية وهذا يشير إلى أن حجم الانخفاض في التدفقات الفصلية لرأس المال هي الأكبر في الفلبين مما يجعله عرضة بشكل خاص للأزمات المالية.

- أما فيما يخص أنواع التدفقات هي الأسرع في القروض المصرفية واستثمارات السندات تليها تلك الخاصة بالاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في الأسهم.

- بالنظر إلى متوسط الأسواق الناشئة ، يبدو أن تدفقات رأس المال إلى القروض المصرفية كانت الأسرع خلال فترة الانكماش ، في حين أن التدفقات في الاستثمار في الأسهم هي الأبطأ خلال الفترتين التوسعية والانكماشية، بينما تدفقات رأس المال إلى الاستثمار في السندات تبدو الأسرع في أوروبا و

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

سرعة تدفقات رأس المال إلى الاستثمار في الأسهم أسرع في البلدان الآسيوية بما في ذلك كوريا وتايوان وهذا راجع إلى المستوى العالي لانفتاح سوق الأسهم¹.

- نستنتج من خلال الجدول كلما زاد الاختلاف بين أحجام التدفقات المالية الوافدة عند قممها ، زادت حدة الصدمة المالية أو الأزمة المالية التي تتعرض لها الاسواق الناشئة وكيف أن لكل دولة تركيزها على نوع واحد من تدفقات حساب رأسمال إن كان إستثمار أجنبي مباشر أو غير مباشر ، أما فيما يخص السرعة لاحظنا تدفقات رأس المال للاستثمار الأجنبي المباشر تستمر على مدى فترة طويلة من الزمن ، في حين أن تدفقات الاستثمار في الأسهم تتم لفترة قصيرة و السعات كبيرة والسرعة كبيرة فيما يتعلق باستثمار السندات والقروض المصرفية.

أما فيما يخص عوامل الدفع وعوامل الجذب، عوامل الدفع هي عوامل عالمية تؤثر على جميع البلدان ، وعوامل جذب خاصة بكل بلد. لا تزال عوامل الجذب تلعب دوراً كبيراً في تحديد تدفقات رأس المال في اقتصادات السوق الناشئة ، ولكن دور عوامل الدفع يتزايد باستمرار منذ الثمانينيات عندما بدأت العملة المالية².

¹HailPark, The cyclical properties of capital inflows in emerging market economies, International Review of Economics and Finance, journal homepage: www.elsevier.com/locate/iref , P 2-6

²بتصرف

المبحث الثاني : الإقتصادات الناشئة والآثار المترتبة على التدفقات الدولية لرأس المال :
المطلب الأول: ماهية الإقتصادات ومعايير تصنيف الاقتصاديات الناشئة :

إن مصطلح ناشئة : لا يمثل الترجمة الحقيقية للمصطلح **Emergente** والتي تعني الطفو والبروز والخروج فوق سطح الماء وهو يحمل أكثر معنى التميز والخروج عن المعتاد وهذا أقرب إلى المعنى من مصطلح النشوء والذي يحصر المعنى في المرحلة الابتدائية لنشؤ الظاهرة.

لقد بدأ استخدام مصطلح الاقتصاديات الناشئة عام 1981 عندما أعدت مؤسسة التمويل الدولية لأول مرة قاعدة بيانات الأسواق المالية الناشئة لتكون بمثابة دليل للاستثمار في تلك الأسواق من قبل المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء" ، وأول من استخدم مصطلح الاقتصاديات ناشئة هو **Antoine van agtmael** الاقتصادي هولندي في البنك الدولي سنة 1980 وفي مؤسسة تمويل الدولي في عام 1981 للإشارة إلى الدول نامية التي تقدم فرص للمستثمرين.

* فحسب **Antoine van agtmael** حيث قال : "هي الأسواق التي برزت خلال العشرينيتين الماضيتين كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي والمؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال دولياً".

وتعود كلمة " ناشئة " في الأصل إلى البنوك الاستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوى من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة فيها ، والمؤكد أن أغلبية الأسواق المصنفة حالياً كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة ، فكل سوق مالية قد مرت بمرحلة النشؤ في بداية تطورها ، فمع بداية القرن العشرين كانت السوق الأمريكي تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني ، كما كانت السوق اليابانية في الستينات والسبعينات .

تعريف الاقتصادات الناشئة : وهي الاقتصادات التي عرفت منذ انطلاقتها في عمليات الانفتاح الاقتصادي و التجاري والمالي بمعدلات نمو مرتفعة من وجهة نظر اقتصادية ومعدلات عوائد معتبرة من وجهة نظراستثمارية ، وعلى الرغم من تباينها الواضح وقلة تجانسها إلا أنها استطاعت تغيير شكل الخريطة المالية للعالم والتأثير على قرارات الاستثمار الدولي¹ . وعموما فإن الأسواق الناشئة تتميز بصغر حجمها وارتفاع درجة تركيزها وتطورها السريع ، ولكنها تعاني بشكل كبير من تذبذب كبير مقارنة مع الأسواق المتقدمة ، مما يؤدي إلى عدم استقرارها وزيادة تعرضها للأزمات وهذا التذبذب المرتبط بتزايد تحرير العمليات المالية في الاسواق² .

- علاوة عن ذلك إن إزدياد في سرعة تقلب تدفق الرساميل في الوقت الذي تباشر فيه الدول بتحقيق تكامل أسواقها المالية أزال فيه الكثير من الدول العقبات أو مايعرف " بالتحرير المالي " لإجتذاب رأسمال التمويل ، إن

¹ مصطفى يوسف ، عمولة الأسواق المالية المعاصرة ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، الطبعة الأولى ، ص (103-104)
² نفس مرجع

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

خطر تدفق الرساميل بالاتجاه المعاكس يبدو كبيراً ففي الماضي القريب ، شهد عدد من الدول التي هي في طور النمو هذا النوع من التدفق العكسي¹: كانت تركيا وفنزويلا أول من اختبر تدفقاً عكسياً هاما من التسعينات ، تلتها المكسيك في عام 1994 ، ثم دول جنوب شرق آسيا 1997 .² سوف يتم تطرق لها في مابعد .

الفرع الأول : معايير تصنيف الاقتصاديات الناشئة :

* ومن معايير تصنيف الاقتصاديات الناشئة المستخدمة في السبعينات هي الاقتصاديات الأقل تطوراً ثم مع العمولة المالية تطور المصطلح و أصبح يعني الاقتصاديات السريعة النمو أي تقاس حسب النمو من ناتج الحقيقي الاجمالي GDP ونصيب الفرد منه أو مستوي دخل وغير من التصنيفات إلى غير ذلك³

* مزايا ومساوي تحديد الاقتصاديات الناشئة حسب المعايير الدولية :

1- من بين المساوي فمثل هذه الاقتصاديات في محاولة لضمان نمو اقتصادي مستدام دائم التقلب ، بما أنها مركز استثمار دولي فلقد شهدت هزات مالية أو صدمات مالية عنيفة بسبب عدم استقرار تدفقات رأس المال الكبير وتقلباته وتوقفه المفاجئ مما يؤدي للعدوى الازمات المالية العالمية .

2- هي أهم مراكز جذب الاستثمار الدولي من خلال المستثمرين الأجانب في ضخ رؤوس أموال الناتج عن سوق المفتوح وليس الاعتماد المتبادل هذا السبب الرئيسي دافع للاستثمار الأجنبي المباشر لهذه البلدان وزيادة الناتج الحقيقي الاجمالي GDP، والاحتياطات من العملات الأجنبية و الوصول للهدف النهائي للدول النامية لخفض الديون وتحسين مستوى المعيشة من خلال عمليات تمويل التنمية .⁴

الفرع الثاني : دوافع تدفقات رأس المال إلى الأسواق الناشئة⁵:

- 1) المزيد من القيود على تدفقات رأس المال تقلل كمية تلك التدفقات الوافدة .
- 2) ارتفاع النمو المحلي المرتبط بتدفقات رأس المال الأكبر .
- 3) ارتفاع أسعار الفائدة في أسواق رأس المال الدولية يؤدي إلى انخفاض تدفقات رأس المال .
- 4) يؤدي النفور المرتفع من المخاطرة (أو الحركة المشتركة الدولية القوية لعائدات الأصول) إلى انخفاض التدفقات الداخلة في الأسواق الناشئة.

ومع ذلك ، هناك تأثير إضافي مهم لضوابط رأس المال: ارتفاع تدفقات رأس المال يقلل أيضاً من المعاملات على النمو ومعدل الفائدة الأجنبية والنفور من المخاطرة وهكذا ، فإن حساسية من تدفقات رأس المال إلى عوامل

¹التدفق العكسي أو التحويل المعاكس : ويعني به إعادة تحويل رؤوس الأموال التي حصلت عليها الدول النامية للخارج لتمويل الدول المتقدمة الدائنة وليس العكس.

²سنغ كفاليت ، ترجمة : رياض حسن ، عملة المال ، دار الفارابي -بيروت -لبنان ، الطبعة الأولى 2001، ص 215 "

³ راجع Daniela-Neonila, Mardiros, Roxana-Manuela, Dicu, THE EMERGING ECONOMIES CLASSIFICATION IN TERMS OF THEIR DEFINING, GROUPING CRITERIA AND ACRONYMS USED FOR THIS PURPOSE 2014,

⁴ بتصرف من المرجع السابق وعدة مقالات تتحدث عن الاقتصاديات الناشئة

⁵ 42. Diego A. Cerdeiro *, Andras Komaromi ,Financial openness and capital inflows to emerging markets: In search of robust evidence, International Review of Economics and Finance 73 (2021) 447

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

الجذب المحلي والدفع الخارجي تعتمد أيضاً على الانفتاح المالي للبلد و تتعارض هذه الملاحظة مع انحدار لوحة المعامل الثابت في الأدبيات التي تجمع العديد من البلدان ذات مستويات مختلفة إلى حد كبير من انفتاح الحسابات المالية¹.

المطلب الثاني: الآثار المترتبة على تدفقات الدولية لرأس المال: بحيث تعتبر أهم تلك الآثار المترتبة على انتقال رؤوس الأموال بين المناطق العالم ،حسب توزيعها وأطراف تداولها كمايلي :

الفرع الأول: البلد المصدر لرأس المال : إن المنافع التي يجننها البلد المصدر لرأس المال في الدول هي :

- 1-تحقيق الأرباح الحاصلة عن استثمار رؤوس الأموال في الخارج ، كما هو في حالة إقامة الاستثمارات الخارجية أو منح القروض وحصول الفوائد عليها أو بيع العملات في أسواق الصرف الدولية.
- 2-هيمنة وفرض السيطرة الاقتصادي و حتى السياسية على البلد المستورد لرؤوس الأموال طويلة الأمد في إطار الاستثمار الأجنبي المباشر أو حالة تقديم القروض الخارجية من مصدر معين لفترات طويلة مما يقود إلى ربط البلد المقترض بتبعية مالية واقتصادية للخارج .
- 3-وجود تسويق العديد من المنتجات البلدان وخاصة الصناعية منها إلى الدول المختلفة عن طريق فتح فروع لها أو بنوك.

الفرع الثاني : البلد المستورد لرأس المال : من المعلوم أن البلد المستورد لرأس المال سيحصل على المنافع التالية :

- 1-كثرة القوة الشرائية للبلد وخاصة القروض مما يؤدي إلى تعزيز موقف ميزان المدفوعات .
- 2-تزايد سرعة عملية التنمية الاقتصادية على الأمد البعيد ، حيث يتمكن بلد يعاني من العجز من تحقيق معدلات عالية للنمو دون الحاجة إلى اتخاذ الإنكماشية وكما في حالة القروض الانتاجية ، إضافة إلى نقل التكنولوجيا الحديثة .
- 3-الحصول على جزء من العوائد التي يحققها رأس المال الأجنبي ، ومثلها الضرائب المفروضة على الأرباح الاستثمار الأجنبي المباشر أو التأمين².

الفرع الثالث : الآثار المترتبة على الزيادة المستمرة في معدلات التضخم :

إن ارتفاع المستمر في معدلات التضخم في الآثار السلبية للمضاربات على العملة المحلية ، فإن لهذا الأثر السلبي أيضا آثار سلبية أخرى مترتبة عليه على المستوى المحلي أو الداخلي ، وأيضا على المستوى العالمي وتفاصيل ذلك على النحو التالي :أي أن السلعة التي كانت تساوي خمسة جنيهات مصرية (أو مايعادل دولارا أمريكا مثلا (أصبحت تساوي مائتمه عشرة جنيهات مصرية ، لأن قيمة الجنيه المصري أصبحت تساوي بعد تضخم 10/1

¹نادية العقون ، مرجع سبق ذكره ، ص 3

²مأمون علي ناصر وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص(175-176)

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

دولارا أمريكيا ، مما يعني ارتفاع أسعار السلع المستوردة إلى ضعف ، وبذا يمكن القول بأن العجز في ميزان المدفوعات أدى خفض القيمة الخارجية للعملة ، الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع أسعار السلع المستوردة بنفس النسبة . وحتى يتجنب المستثمر أو صاحب رأسمال آثار انخفاض جديد في قيمة العملة الذي يكون ناجم عن المضاربة فإنه يقوم بتحويل رأس ماله بالعملة المحلية إلى أرض أو أبنية أو ذهب أو إلى عملة مستقرة نسبيا أو أي أصول ثابتة أخرى يتوافر فيها عاملان ،

العامل الأول حفاظها على القيمة الحقيقية للنقود ، والثاني : زيادة هذه القيمة نتيجة زيادة الطلب عليها ¹ .

¹ محمد رشدي ابراهيم مسعود، مرجع سبق ذكره ، ص 200

المبحث الثالث : عدوى الأزمات المالية العالمية على الاقتصاديات الناشئة:

اتضح أن الأزمة التي تقع في إقتصاد ما لا تستقر فيه وحده ، بل قد تمتد بسرعة كبيرة لتشمل إقتصاديات أخرى كثيرة ومعنى ذلك ، أن تأثير المشكلة التي تواجه أي نظام مالي أو مصرفي في بلد ما لم يعد مقصورا على الحدود القطرية ، وإنما أصبح يمتد إلى أبعد من ذلك ، ويصل إلى أسواق العالم الخارجي ، وذلك على عكس ما كان يسود في الماضي حينما كانت الأسواق المالية منعزلة .

فلم يعد يكفي اتباع سياسات وطنية سليمة لتحاشي الأزمات المالية – وبالذات تلك التي تصيب الدول النامية – وذلك نظرا لأن تلك الأزمات أصبح من الممكن أن تنشأ بمفعول العدوى كنتيجة للتطورات والتغيرات التي اعترت النظام المالي الدولي في ظل العولمة المالية¹ .

المطلب الاول : مفهوم الأزمة المالية :

الفرع الأول :تعريف الأزمة : هي عبارة عن موقف حرج ومعقد ، وحالة من عدم توازن تتسارع فيه الأحداث وتتلاحق وتحتلظ فيه الأسباب بالنتائج ، وتسفر عن جملة من النتائج غير المتوقعة ، وصعوبة في اتخاذ القرار الشئ الذي يقتضي ضرورة البحث عن أساليب وحلول مستحدثة وغير تقليدية للخروج منها أو تقليل من حدتها .

● كما أن الأزمة " تعبر عن موقف وحالة يواجهها متخذ القرار في أحد الكيانات الادارية ، تتلاحق فيها الأحداث وتتشابك معها الأسباب بالنتائج ويفقد معها متخذ القرار السيطرة عليها وعلى اتجاهاتها المستقبلية"² .

الفرع الثاني :مراجعة الأدبيات للأزمات المالية :

يتضمن مفهوم الأزمة المالية (Financil Crisis) العديد من الأبعاد المعرفية القائمة على الجدل الفلسفي حول تفسير وتعريف مضمون الأزمة المالية، نظرا لاختلاف حالات الأسواق المالية التي تعرضت لأزمات مالية واختلاف درجة مخاطر وتداعيات واسباب كل أزمة مالية ، فضلا عن تداخل المفاهيم المعرفية المتعلقة بتفسير حالة الأسواق المالية عند تدهور نشاطها المالي .

كمضمون مفاهيمي فأن مصطلح (الازمة المالية) يشير للعديد من اشكال الأزمات المالية كأزمة المصارف ، القروض تبادل التجاري ما بين الأسواق المالية ،ولكن تفضيله يكون عند الاشارة إلى الاكبر أو الأوسع منها (the Big Oen) أو الازمة الشاملة أي الأزمة المالية الدولية .

يتميز (Delhaise , 1998) بين مفهوم الأزمة المالية بfinancial Crisisوالذعر المالي financial panic ، فالأول يستخدم عند الاشارة لتدهور حالة الأسواق المالية بعد ازدهارها ونموها كما حدث في أزمة أسواق جنوب شرق آسيا عام 1997 ، بينما يشير مفهوم الذعر المالي إلى انتقال الأزمة المالية من دولة لأخرى بسبب العدوى المالية (Delhaise , 1998) يتفق (Hamada,2002) مع (Delhaise , 1998)³ .

¹ مداني أحمد ، مرجع سبق ذكره ص 36

²نادية العقون ، مرجع سبق ذكره، ص 3

³محمد أبراهيم علي ، مرجع سبق ذكره ،ص 16

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

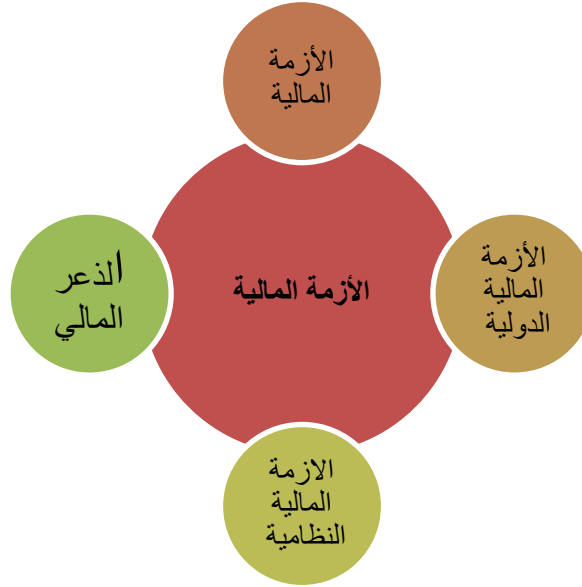
- تمييز مفهوم الأزمة المالية النظامية (Systematic financial Crisis) : وهي الأزمة التي يكون مصدرها القطاع المالي الدولي وتنشأ لأسباب خارجية دولية وليست محلية ويتباين مدى تأثير هذه الأزمة وفقا لعدة معايير منها درجة الانفتاح الإقتصادي للدولة وارتفاع درجة التكامل المالي مع المؤسسات المالية الدولية والترابط المشترك مع الأسواق المالية الدولية.¹
- فالأزمة المالية هي الحالة التي تتحرك فيها المتغيرات المالية (Financial variables) مثل أسعار الأسهم وأسعار صرف العملات باتجاه واحد صعودا ونزولا وغالبا ما تكون بشكل معاكس للتوقعات السابقة لها ، بينما يشير عدم الاستقرار المالي إلى الحالة التي تتقلب فيها تلك المتغيرات صعودا ونزولا و ان جزء من هذه التقلبات يمكن تنبؤ بها ولا يمكن ذلك للجزء الأكبر منها وحيث يمكن التأمين إزاء التقلبات المتوقعة والتغلب على غير متوقع منها (Hamada,2002).

الشكل رقم (1-7): كيف تشكل أزمة النظام المالي العالمي



¹ عبد الكريم شنجار العيساوي ، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية ، دار الصفاء ، الاردن عمان ، 2013، ص 183

الشكل رقم (1-8): سلوك الأزمة المالية.



الشكل : من اعداد الباحثة من المفاهيم السابقة

المطلب الثاني : إنتقال وانتشار عدوى الأزمات المالية الدولية :

الفرع الأول : مفهوم عدوى الأزمة المالية :

إتجهت آدييات الفكر المالي إلى التركيز على تحليل الأزمات المالية في ضوء الظواهر الحديثة المرتبطة بها كالعدوى المالية (Financial contagion) ، ودور المؤسسات المالية مثل صندوق النقد الدولي (International Monetary Funds IMF) لتلافي المخاطر الكبيرة للأزمات المالية من خلال التدخل الايجابي على وفق طبيعة كل أزمة مالية.¹

ويقضي التعريف الأول للعدوى المالية (بأنها حالة انتقال للصدمات التي تحدث في دولة ما ، يكون تأثيرها طاغيا وعاما)،

أما التعريف الثاني (بأنها عدوى انتقال الأزمات المالية لمجموعة دول تشترك فيها بينها من خلال روابط مشتركة في أداء أسواقها المالية) أما التعريف الثالث على حسب المدة :

و هي الظاهرة التي تنشأ حينما تزداد قوة الروابط المشتركة بين مجموعة دول أثناء فترة حدوث الأزمة وتناسب قوة العدوى المالية مع مقدار اشتراك الروابط أثناء فترة الاستقرار ، ويشار إلى العدوى المالية بأنها ظاهرة انتقال الاضطراب المالي من الدولة الاساس التي حدثت فيها الأزمة لدولة أخرى.²

¹ تصرف

² محمد علي ابراهيم العامري ، مرجع سبق ذكره ، ص 607

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

لقد حاولو الباحثون والاقتصاديون إعطاء تعريف دقيق وشامل لمفهوم عدوى الأزمات ، فخلصوا إلى تعريفها على أنها الحالة التي يؤدي فيها حدوث أزمة مالية ما في العالم الخارجي إلى زيادة نسبة احتمال حدوث أزمة مالية محلية في بلد محل الدراسة ، ويمكن رصد تلك الحالة عن طريق ملاحظة التزامن الذي يحدث في حركة كل من أسعار الصرف ، أسعار الأصول والسندات الحكومية وهروب رؤوس الأموال ، وذلك في كل بلد الأصلي للأزمة " بلد المنشأ" والبلد المصاب بعدواها .¹

الفرع الثاني: أسباب حدوث ظاهرة عدوى الأزمات المالية : يمكن تقسيم الأسباب الكامنة وراء انتقال وانتشار عدوى الأزمات المالية إلى مذهبين رئيسين :

● **المذهب الأول:** وهو المذهب الذي يرجع إنتقال آثار الأزمات وانتشار صداها ، وبالتالي حدوث عدوى ، إلى وجود علاقات اعتماد متبادل بين الدول المختلفة ، وكذلك وجود مجموعة روابط إقتصادية أو تجارية أو مالية فيما بين تلك الدول ، كأن يؤثر انخفاض قيمة العملة في بلد ما - كنتيجة لوقوع أزمة مالية بها - تأثيرا سلبيا على قدرة التنافسية لبلد آخر .

● **المذهب الثاني :** وفقا لهذا المذهب ، يمكن تفسير ظاهرة العدوى في حالة عدم وجود روابط وعلاقات اعتماد متبادل بين الدول محل الدراسة .

فالعدوى هنا تنشأ نتيجة سلوك المستثمرين و المضاربين الذي يسمى "سلوك القطيع" ، حيث أن حدوث أزمة في بلد ما قد يدفع المستثمرين المبالغة في رد فعل ، والانسحاب من العديد من الأسواق المالية الخاصة بالدول الأخرى ، وذلك بدون دراسة الوضع الاقتصادي لتلك الدول و الأسواق وبدون ملاحظة أية نقائص في السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة ، وهو ما يسمى "بالعدوى الخالصة" .

الفرع الثالث : قياس انتقال عدوى الأزمات المالية : قدم Yang Tracy سنة 2002 أربعة أساليب لقياس انتقال عدوى الأزمات المالية ، تتمثل فيمايلي :²

1- قياس درجة الارتباط : بين أسعار أسهم أسواق مجموعة دول ، وتعكس درجة الإرتباط العالية فيما بينها وجود عدوى مالية ، وتفسر تلك الدرجة العالية ظاهرة انتقال الأزمات بين الأسواق المالية .

2- الاحتمالية المشروطة لأزمات العملة : يشير هذا الأسلوب إلى قياس انتقال عدوى أزمات العملة عندما تكون هنالك روابط مشتركة بين أسعار العملات الدول التي تحدث فيها عدوى مالية مثل :ارتباط العملات المالية لجميع دول جنوب شرق آسيا بالدولار الأمريكي .

3- الانتقال السريع في المؤشرات المالية : وتعني قياس التغير في مؤشر مالي معين في سوق مالية ما ومقارنة ذلك مع التغير في نفس المؤشر لدولة أخرى .

¹ مداني أحمد ، الأزمات المالية الأسواق الأوراق المالية العربية ،الوراق للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى 2017 ،عمان الاردن، ص 37

² Yang Tracy , Crisis ,Contagion and Est Asia stock Market , Economics and financial ,No.1,2002,P:04

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

4- التغيرات المشتركة في حركة وتدفق رؤوس الأموال و معدلات العوائد .

-يوضح الجدول الجدول (1-7) :

مقدار اشتراك أسواق جنوب شرق آسيا مع بعضها للعام 1995 الذي يظهر فيه مشاركة الدول مع بعضها وارتباطها في نشاطها التصديري لفترة ما قبل الأزمة الذي كان أحد الأسباب المهمة لاعتبارها سوقا واحدة وانتقال العدوى المالية عند حدوثها في دول تايلند إلى الدول المجاورة الأخرى .

الجدول (1-7): المشاركة في التصدير بين أسواق دول جنوب شرق آسيا للعام 1995 نسبة مئوية

من اجمالي الصادرات¹

الدولة	تايلند	ماليزيا	الفلبين	اندونيسيا	كوريا
تايلند	-	4.6	1.2	2.0	1.8
ماليزيا	3.7	-	1.3	1.5	3.2
الفلبين	2.4	3.0	-	0.4	1.8
اندونيسيا	1.7	2.4	1.4	-	7.1
كوريا	2.0	3.1	1.6	2.9	-

المصدر: محمد علي ابراهيم العامري ، الإدارة المالية الدولية ، ص 609

الفرع الرابع:آلية حدوث الأزمة وديناميكيات تطورها:

بدأت ظروف نشوء الأزمة تتشكل بعدما رضخت هذه الدول لضغوط البلدان الصناعية ، والمنظمات الدولية (صندوق النقد الدولي- البنك الدولي - منظمة التجارة العالمية) بتنفيذ سياسات تدخل ضمن مايسمى بالعمولة ، أي الإندماج بسرعة في الاقتصاد العالمي من خلال نهج ليبرالي يزيح الدولة بعيدا عن الإشراف والرقابة ، وكان من أهم هذه السياسات :

1. إجراء عمليات تحرير مالي ونقدي واسعة شملت التخلص من القيود والظوابط التي كانت مفروضة على حركة رؤوس الأموال الأجنبية دخولا وخروجاً مع السماح بعمليات الإقراض والاقتراض بالعملة المحلية وفتح الأسواق المالية في هذه الدول أمام المستثمر الأجنبي .

2. زيادة سعر الفائدة في الداخل بفارق كبير عن الخارج.²

3. فروق سعر الصرف وتجارة العملات وهذا ماحدث في تجربة الماليزية سوف يتم شرحه في الفصل الثاني.

الفرع الخامس:آليات انتقال الأزمة المالية : هناك أربع أسباب مهمة لانتقال الأزمات بين القطاعات

المختلفة داخل دولة معينة وبين الدولة التي تحدث فيها الأزمة وشركائها من الدول الأخرى وهي كالآتي:

¹محمد علي ابراهيم العامري ، الإدارة المالية الدولية ، دار وائل ، الطبعة الأولى 2013، عمان الأردن ، ص 609

² Abulkalam Abdul Momen , Asia economic crisis :its Causes and Impact on the saudia Economy , jornal of development and economic policies by the arab planning institute , december 1999, P49-51

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

1. آلية أسعار الأصول المالية: أدت العولمة المالية إلى تحرير حركة رؤوس الأموال بشكل كبير سواء على شكل استثمار أجنبي مباشر أو غير مباشر في الأسهم والسندات الأجنبية ، هذا التوسع في انتقال رؤوس الأموال خاصة القصيرة الأجل "الساخنة" ترتب عليه انخفاض أسعار الفائدة في الدولة المتلقية مما يترتب عليه ارتفاع في الأسعار الأسهم فتزداد رغبة المضاربين في الأرباح هذا من جهة ومن جهة أخرى انخفاض أسعار الفائدة ينقل الأثر المالي والنقدي للإقتصاد الحقيقي من خلال قناة الاستثمار وقناة الاستهلاك

2. آلية التوقعات : وتمثل واحدة من أهم آليات نقل الأزمة المالية العالمية عبر الاقتصاد الذي تنشأ فيه الازمة وبقية دول العالم ، إذ أن المستثمرين المضاربين غالبا ما يستندون على التوقعات المستقبلية عند اتخاذ قراراتهم ، ويصنف الاقتصاديون التوقعات بين متفائل ومتشائم .

✓ فإذا تفاءل المضاربين حول المستقبل فإنهم يقومون بتوسع في استثماراتهم مما يؤدي لتوسع وتسارع عجلة الإقتصاد .

✓ أما في حالة التشاؤم فإنهم يجمعون عن الاستثمار أو ابرام الصفقات مما يؤدي إلى آثار انكماشية مضاعفة .

فإذا تحقق توقع المستثمرين بشكل صحيح إن الأزمة المالية واقعة لا محالة .

3. آلية التجارة الخارجية :يمكن للتجارة الخارجية أن تسهم في نقل اثر الأزمة بين الدول المختلفة فقد ازداد التبادل التجاري بين الدول ، ونتيجة لترابط التجاري فان أي ازمة مالية تحدث في دولة ما يمكن ان تنتقل الى بقية الدول من خلال الاستيراد و التصدير ، ويمكن أن تنتقل الأزمة المالية من خلال السلع المتاجر بها دوليا من خلال مبدأ " تعادل القوة الشرائية purchasing power party " ، فالولايات المتحدة يمكنها نقل الازمة إلى بقية الدول باتجاهين :

- الاتجاه الأول : فقد تستورد التضخم من خلال الصادرات القادمة اليها من الخارج .

- الاتجاه الثاني : تصدر التضخم من خلال ما تستورد الدول الأخرى من الولايات المتحدة .

4. آلية اسعار الصرف: منذ عام 1971 اخذت معظم دول العالم بتعويم عملاتها وخاصة الدول الأوروبية المتقدمة واليابان فيما قامت دول أخرى باستخدام نظام التعويم المدار أي التدخل المحدود في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على سعر صرف العملة ، أما الدول النامية فقد قامت بربط عملاتها بعملة أخرى أو مجموعة من العملات وكنتيحة لقوة الدولار الأمريكي فإن أغلب الدول ربطت عملاتها به ، ومن ثم أصبح للولايات المتحدة الأمريكية الحرية في إصدار ما تشاء من الدولارات وبشكل غير منضبط لتمويل الانفاق الاستهلاكي المتعاظم والانفاق العسكري مما تسبب في زيادة المديونية العامة وانخفاض قيمة الدولار أمام العملات الرئيسية .

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

إن أي انخفاض انعكس على ارتفاع الخسائر النقدية للاستثمارات بالدولار الأمريكي ، وعلى هذا الأساس فإن أي أزمة مالية في الولايات المتحدة تقود إلى سحب الاستثمارات من تلك الدول إلى دول أكثر أماناً لتخفيف النقص في السيولة الناجم عن خسائر في تلك الدول.¹

المطلب الثالث : امكانية التعرض لأزمات مالية مفاجئة :

في ظل تحرير بعض الدول حساب رأس المال والسماح لرؤوس الأموال الأجنبية بالتدفق الى الداخل والخارج عبر حدودها الوطنية تتنامى احتمالات تعرض أسواق راس المال إلى أزمات مالية مفاجئة وتزيد نسبة خطوره هذه التدفقات إذا علمنا أن معظمها يتم استثماره في أصول قصيرة الأجل بهدف تحقيق عوائد أكبر مما يؤدي لتهديد استقرار الاقتصاد .

الفرع الأول :حالة خروج رؤوس الأموال بصورة مفاجئة :

نظراً لكون هذه الأموال تسعى إلى المضاربات وقد يكون الدافع وراء تدفقها وجود اختلال في الأسواق المالية ، أو خطأ في السياسات تؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة المحلية والدولية ، كما يمكن أن تحدث هذه الحالة بسبب صدمة مواتية عن تطور سياسي غير متوقع . أو انخفاض في ثمن سلعة التصدير أو ارتفاع في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية ، أو تغير في نسبة الضرائب المفروضة والتي تؤثر على عائد مثل هذه التدفقات ، حيث يفضل المستثمر الأجنبي أن يحول أمواله إلى الخارج عن طريق بيع ماحوزته من أوراق مالية محلية² ، وهذا ما يعرف بسلوك القطيع³ إذا حدثت بصفة جماعية مما يخلق عنه آثاراً سلبية على بورصات الأوراق المالية والاقتصاد بأكمله .⁴

الفرع الثاني : حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل الدولة المضيفة :

يؤكد بعض المحللين أن المستوى العالي من الاقتراض الأجنبي (تدفق رأس المال إلى داخل البلد) على شكل دين قصير الأجل وبخاصة بالدولار أو بعملة خارجية. إن الإقراض والإقتراض الأكثر من اللازم له علاقة بفجائية تدفقات رأسمال المعاكسة ، وبعبارة أخرى فإن أزمة شرق آسيا هي أزمة رأسمالية آسيوية بالقدر نفسه هي أزمة رأسمالية غربية .⁵

الفرع الثالث : عدوى التدفق العكسي على الإقتصادات الناشئة :

نظراً لأن سرعة تقلب الأسعار هي الأعلى في الأسواق المالية للدول التي هي في طور النمو منها في أسواق الدول المتطورة المالية ، فإن آثار التدفق العكسي هي أشد قسوة . هناك عوامل أخرى تساهم في عكس تدفق الرساميل

¹ عبد الكريم شنجار العيسوي ، ص 187-191

² شذى خطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 135

³³ سلوك القطيع : هو أي قرار يتخذه بعض المستثمرين المؤسسين لبيع أسهمهم قد يؤدي إلى بيع مفاجيء للأسهم من قبل مستثمرين آخرين ، متسبباً هكذا بخلق دعر في الأسواق .

⁴ يتصرف

⁵ محمد صالح الفريشي ، المالية الدولية ، الطبعة الأولى 2008 ، الوراق ، عمان الأردن ، ص 227-228

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

بصرف النظر عن الركائز الاقتصادية الأساسية ، عوامل مثل " سلوك القطيع " تساهم بنسبة عالية في عكس تدفق الرساميل حتى ولو كانت ركائز الاقتصاد الأساسية قوية مثل ما حدث في اقتصاد كل من تركيا وفنزويلا في التسعينات بعدها الاقتصاد المكسيكي 1994 و دول جنوب شرق آسيا 1997. في حالة الدولة التي هي في طور النمو ، حيث الأسواق المالية صغيرة جدا بالمقارنة مع الدول المتطورة وحيث يحتل المستثمرون المؤسسيون الأجنب موقعا مسيطرا ، لا يمكن تجاهل دور سلوك القطيع في خلق التقلب السريع ، وبالتالي عدم الاستقرار ، في هذه الأسواق .¹ لمزيد من التفاصيل في الفصل الثاني

المطلب الرابع : سياسة التحوط ضد الأزمات المالية الدولية :

دفعت الأزمات المالية المتلاحقة خلال العقد الأخير من القرن الماضي راسمي السياسات الاقتصادية والمالية ومؤسسات التقييم الدولية إلى أخذ العديد من القضايا الهامة بعين الاعتبار و لكي تتمكن الاقتصادات الناشئة من الإندماج وتحرير حساباتها الرأسمالية بطرق آمنة فقد أوضحت العديد من الدراسات مجموعة من الأساليب لتحوط من الأزمات و هي :

الفرع الأول :أساليب فرض القيود على حركة رؤوس الأموال :

1-نظام الاحتياطي الشيلي : في شهر يونيو من عام 1991 بدأت الشيلي بفرض نسبة احتياطي من كافة تدفقات رؤوس الاموال قصيرة الاجل للاستثمار في المحفظة تودع لدى البنك المركزي بدون فائدة وقد كانت تتغير هذه النسبة بدأت بـ 20% تودع لدى البنك المركزي لمدة عام بالنسبة للأوراق التي تستحق في فترة تزيد عن عام واحد .

أما بالنسبة للأوراق المالية التي تستحق في فترة أقل من عام تظل مودعه لدى البنك المركزي مدة الاستحقاق

وفي يوليو 1993 رفعت النسبة لـ 30% من تدفقات رؤوس الأموال القصيرة الأجل ، وحددت مدة إبقاء هذه النسبة لدى البنك لسنة كاملة بغض النظر عن مدة استمرار التدفق .

ومع تزايد الضغوط على البيزو الشيلي ، قامت الحكومة بتخفيض النسبة الاحتياطي إلى 10% في يونيو 1998 وتم إلغائها تماما في سبتمبر 1998، وقد أكدت الدراسات فاعلية هذه السياسة نظرا لعدم تأثيرها على التدفقات الطويلة الأجل بالإضافة لفرع متوسط آجال تدفقات القصيرة الأجل من 96.3 % في عام 1992 إلى 2.3 % في عام 1997.²

لكن على الجانب الآخر

- فإن تطبيق هذه السياسة يتضمن تكلفة تتمثل ببعض الآثار المؤقتة في الأجل القصير مثل :³

¹ سنغ كفالجت ، ترجمة : رياض حسن ، مرجع سبق ذكره ص 215-216

² شذى جمال الخطيب مرجع سبق ذكره ص 147-148

³ محمد رشدي ابراهيم مسعود ، مرجع سبق ذكره ص 228

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

✓ رفع سعر الفائدة المحلي وبالتالي انخفاض في معدلات الاستثمار، ومعدلات النمو الاقتصادي بحوالي 0.5%

✓ كما أن تطبيق هذه السياسة يتطلب تغطية كاملة لكافة التدفقات حتى تحقق الفاعلية الكاملة منه .

2- الرقابة الحذرة : تعد الرقابة الحذرة أمراً ضروريا للحد من اقتراض البنوك في ظل تطور ابتكارات المشتقات المالية ، هذا بالإضافة لدورها من الحد من الاقتراض القصير الأجل لكل من الشركات والحكومات وقد أكدت الدراسات على فاعلية تلك الرقابة في امتصاص الأزمات المالية نظرا لمساهمتها في تخفيض نسبة الديون القصيرة الأجل .

3- القيود على خروج رؤوس الأموال : أشارت بعض الدراسات إلى فاعلية فرض قيود مؤقتة ونوعية على خروج رؤوس الأموال " مثل فرض قيود على عمليات خروج مبالغ ذات أحجام كبيرة ، أو على رؤوس الأموال قصيرة الأجل وشديدة الثقل " ويؤدي إلى حماية الاقتصاد من الصدمات المالية المفاجئة .

ولقد انتشر هذا الأسلوب بعد نجاح التجربة الماليزية سوف يتم شرحها في الفصل القادم وتجدد الإشارة أن انتهاج ماليزيا هذا الأسلوب ساعدها في تعافي من الأزمة المالية 1997 وآثارها أسرع من غيرها من الدول التي أضرت بها تلك الأزمة المالية في عام 1997 وتعافي أسرع من غيرها من الدول مثل اندونيسيا وتايواند اللتان طبقتا برنامج صندوق النقد الدولي بالإضافة لم يسفر على نتائج سلبية على حجم التدفقات الطويلة الأجل ، فقد استمرت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى ماليزيا بنسبة أكبر من كوريا و تيلاند .

4- أسلوب توفير السيولة في حالة خروج المفاجئ رؤوس الأموال :

4-1- توفير احتياطات تكفي لتغطية الدين قصير الأجل : أكدت العديد من الدراسات الحديثة على أن الاحتياطي الدولي يجب ألا يقل عن المبلغ الذي يساوي رأس المال الأجنبي المتدفق إلى الداخل والذي يمكن أن ينكمش نتيجة خروجه خلال عام (الدين القصير الأجل) وقد أشارت تلك الدراسات إلى أن المستوى الأمثل للإحتياطي يختلف باختلاف عوامل متعدد منها :

أ- نسبة العجز في الحساب الجاري : فكلما زادت نسبة العجز فإن الإحتياطي المطلوب يصل إلى مستويات تفوق حجم الدين قصير الأجل .

ب- نظام سعر الصرف : إن نظام الصرف الثابت يتطلب مستوى أعلى من الاحتياطي عما يتطلبه نظام سعر الصرف المرن .

ج- مستوى السيولة المحلية : لا بد ان يأخذ مستوى السيولة المحلية في الاعتبار ويتم بر مطو بالاحتياطي الدولي في حالة التدفق رؤوس الأموال إلى الخارج .

4-2- خطوط ائتمان للطوارئ : يعد هذا الاسلوب من أهم الأساليب التي تحد من تكلفة احتفاظ الدول باحتياطي مرتفع ، ويتمثل ذلك باتفاق بين دولة ما والمقرضين الدوليين يتعهد بموجبه المقرض الدولي بأن يقرض

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

الدولة صاحبة الاتفاق (أو أى مقترضين محددين وليكن بنوك داخل الدولة) مبلغا يتفق عليه مسبقا في حالة حدوث ظروف طارئة ، على أن يكون بسعر فائدة أقل من سعر فائدة على السندات السيادية في ذلك الوقت كما يتعهد صاحب الحق في الاقتراض بدفع رسوم محددة نتيجة حق الاقتراض في ظروف طارئة ، وهي أقل من 1 % من المبلغ المتفق عليه .

ومن مزايا هذا الأسلوب :

- ✓ إن تكلفة استخدام هذا الأسلوب تعد أقل من تكلفة الاحتفاظ باحتياطات دولية كبيرة .
- ✓ يمكن هذا الأسلوب الدولة من الحصول على قروض بسعر فائدة منخفض جدا مقارنة بذلك الذي كان يمكن أن تقتض به أثناء الأزمة.¹

المطلب الخامس : الاقتصادات الناشئة و قنوات الأزمات المالية الدولية :

الفرع الأول : قنوات الأزمات المالية الدولية:

وبالرغم من أن الاقتصادات الناشئة لم تكن سبب الأزمة المالية بل تم تصديرها إليها من دول المراكز العالمية وخاصة الاقتصاد الأمريكي وهو المسبب الأساسي للأزمة الأخيرة وبقية الاقتصادات عبر عدة قنوات وهي :

القناة الأولى : الدول الأكثر اعتماد بالدول الأزمات(الولايات المتحدة و دول أوروبا) بشكل مباشر أو غير مباشر كالمكسيك

القناة الثانية : الدول المصدرة للمنتجات التي تكون مرونة الطلب السعرية والداخلية عالية على سبيل المثال اسعار النحاس على زامبيا.

القناة الثالثة : الدولة التي تعتمد كثيرا على التحويلات المالية الخارجية مع انخفاض مكافآت مواطنيها العاملين في الخارج ، كإخفاض تحويلات الهنود في إنجلترا خلال الأزمة المذكورة مما انعكس على انخفاض عدد العمال المهاجرين إلى إنجلترا .

القناة الرابعة : الدول التي تعاني من عجز كبير في موازنتها الحكومية كإهند التي تعاني من ضعف تمويلي مما جعلها مضطرة لوضع الخطط المناسبة لتفادي آثار الأزمة المالية .

القناة الخامسة : الدول ذات العجزات في موازين حساباتها الجارية مع ارتفاع الضغط على عملاتها ومعدلات التضخم ، على سبيل المثال عدم قدرة جنوب افريقيا على تخفيض أسعار الفائدة لديها كونها بحاجة إلى استقطاب رؤوس الأموال لمواجهة العجز ، وكذلك قيام إهند بتخفيض معدلات التضخم المحلي المرتفع.²

¹ شذى جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ص 150-151

² عبد الكريم شنجار العيسوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 254-255

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

الفرع الثاني : أثر الازمة المالية العالمية 2008 على الاقتصادات الناشئة من خلال تدفقات رؤوس الأموال : هناك عدة مؤشرات نقيس بها أثر الأزمات المالية على الاقتصادات الناشئة نأخذ منها ما يخص تدفقات رؤوس الأموال وهي :

الجدول (1-8): صافي التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الدول النامية للأعوام 2007-2008-2009 (مليار دولار)

2009	2008	2007	الاعوام	البيان
597.8	943.9	110.5		صافي التدفقات الخاصة والرسمية
3.7	4.5	8.0		نسبة من الناتج المحلي الاجمالي
354.1	587.1	508.1		صافي الاستثمارات الاجنبية المباشرة
108.2	(53.2)	135.1		صافي تدفقات المحفظة (صافي الاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة)
135.5	209.9	467.3		صافي تدفقات الديون
6.4	(14.0)	184.2		صافي القروض القصيرة الأجل

Source :world Bank , Global Development finance, External debt of Developing countries, Washington DC, 2011, p 1

- الأرقام بين الأقواس تمثل نموا سالبا.

- تحليل الجدول :

منذ تبنيتها لسياسات التحرر المالي ازدادت تدفقات رؤوس الاموال إلى الدول النامية بمختلف أنواع كما ذكرنا وارتفعت حدة هذه التدفقات خلال التسعينات ، وعلى أثرها تعرضت هذه الدول الى جملة من الأزمات المالية والتي تم ذكرها .

ومع زيادة الوجود الاجنبي في القطاع المالي لهذه الدول ارتفعت تدفقات رؤوس الاموال عن طريق حركة الشركات والمؤسسات التابعة للدول المتقدمة نتيجة لرغبة نظيرتها في الاسواق الناشئة في جذب الاستثمارات الأجنبية عن طريق فتح أسواقها ، اذا أن سياسات التحرر المالي تم اتباعها لتلبية هذه الاحتياجات من تمويل رؤوس الاموال في هذه الدول والتي تسعى إلى جذب الاستثمارات المالية من خلال الآتي:

1. قيام الدول بفتح حدودها أمام أشكال جديدة وكميات أكثر من التدفقات المالية الدولية
2. تخفيف وسائل التنظيم والرقابة من اجل تشجيع المستثمرين الاجانب عن طريق الميزات التي توفرها سياسات التحرر المالي كونها تنطوي على تحرير الظروف على تدفقات رأس المال الداخلة والخارجة ، مما زاد من

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

مستوى الهشاشة المالية لدى الدول والاقتصادات الناشئة الأمر الذي يجعلها عرضة للأزمات (المالية والنقدية) الدورية .

3. وطبقا للجدول () فان بعض التدفقات الرأسمالية قد تراجعت وبعضها شهدا نموا ملحوظا خلال الأزمة المالية العالمية ، إذ انخفض مجموع التدفقات الرأسمالية الخاصة والرسمية الصافية من (1.1) تريليون دولار عام 2007 الى (943.9) مليار دولار عام 2008 في حين تراجعت عام 2009 إلى (597.8) مليار دولار .

4. وتراجعت الاستثمارات الأجنبية المباشرة من 587.1 مليار دولار عام 2008 إلى 354.1 مليار دولار عام 2009

5. وشهدت فترة الأزمة المالية العالمية تراجع في تدفقات الديون الصافية من 467.3 مليار دولار سنة 2007 إلى 209.9 مليار دولار سنة 2008 وتدفقات الدائنين الخاصين من 467.3 مليار دولار إلى 182.1 مليار دولار في نفس المدة¹.

¹ نفس المرجع السابق ذكر

المبحث الرابع : الدراسات السابقة :

المطلب الأول: الدراسات المؤيد والمعارضة لفرضية التحرير المالي يعزز النمو الاقتصادي: و المتعلقة بتحرير حسابات رأس المال والنمو والانفتاح المالي في الاقتصادات الناشئة :

الفرع الأول : الدراسة الأولى المؤيدة للفرضية:

Sumati Varma ,CAPITAL MOBILITY AND GROWTH IN THE DEVELOPING WORLD:AN EMPIRICAL INVESTIGATION¹

تبحث هذه الورقة في العلاقة بين تحرير حساب رأس المال والنمو ل17 دولة نامية بما في ذلك الهند محل الدراسة ، حيث خلصت الدراسة إلى أن الانفتاح حساب رأسمال ، إلى النمو من خلال قناتين رئيسيتين: هما زيادة الاستثمار الكلي وتحسين الانتاجية والكفاءة بينما توصلت الدراسة عن طريق الانحدار الخطي متعددة وخلصت النتائج الدراسة القياسية إرتباطا إيجابيا بين الانفتاح المالي والنمو لبعض البلدان في العينة ومع ذلك وجدت الدراسة أن تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر ضعيف وليس له أهمية بالنسبة لغالبية دول محل الدراسة . ولكن من حيث أن هذه الدراسة خلال الفترة 1971 الى 2015 لم تشمل حركة التدفقات حساب رأس المال على نمو اقتصادات الناشئة خلال الفترة الأزمات المالية عكس دراستي التي شملت فترة الأزمة المالية الاخيرة وبعدها بعشرة سنوات .

وكشفت الدراسة أن العلاقة بين انفتاح حساب رأسمال ونمو الناتج المحلي الحقيقي والخاصة حيث كشفت أن دول النمرور الآسيوية لها علاقة إيجابية بين انفتاح حساب رأسمال ونمو ناتج محلي حقيقي GDP للدول النمرور الآسيوية عكس بلدان أمريكا اللاتينية بشكل أقل من انفتاح حساب رأسمال ونمو ناتج المحلي الحقيقي GDP.

الفرع الثاني: الدراسة الثانية المؤيدة للفرضية :

Joscha Beckmann Robert Czudaj ,Title: Capital Flows and GDP in Emerging Economies and theRole of Global Spillovers²

1- تقدم هذه الورقة تحليلا شاملا لتأثيرات تدفق رأس المال على الناتج المحلي الاجمالي لبعض الاقتصادات الناشئة ، ولقد فرقت الدراسة بين التدفقات الاجمالية والصافية ولقد قامت الدراسة أيضا بتقييم تأثير كل من الاستثمار الأجنبي مباشر وتدفقات المحافظة.

¹ Sumati Varma ,CAPITAL MOBILITY AND GROWTH IN THE DEVELOPING WORLD:AN EMPIRICAL INVESTIGATION ,olume I Issue 2 July-September20 09, IMJ (IIM, INDORE) 1

²Joscha Beckmann Robert Czudaj, Capital Flows and GDP in Emerging Economies and theRole of Global Spillovers , *Journal of Economic Behavior & Organization*, 25-7-2017,http://dx.doi.org/10.1016/j.jebo.2017.07.031

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

- 2- وقد خلصت الدراسة على نتائج التالية على هذه العوامل المشتركة السابقة ذكره كانت المحرك الرئيسي لتدفقات حسابات رأسمال .
 - 3- وأن العوامل الخاصة بكل بلد (عوامل الجذب) من 24 اقتصاد الناشئ هي سرعة الاستجابة في مثل هذه الصدمات حيث استخدمت الدراسة الانحدار الخطي المتعدد لكل بلد لدراسة الصدمات التي تتعرض لها.
 4. تظهر النتائج التأثير السلب والايجابي بين أسعار الصرف الفعالة والنتائج المحلي الاجمالي وهو مايفسر الانتقال محتمل لتدفقات حسابات رأسمال .
 5. كما وجدت الدراسة أن تأثيرها في التدفقات الحافظة أكثر ايجابية من الاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصادات الناشئة وأن العوامل العالمية تزداد في أوقات الأزمات المالية .
- *الانتقادات الموجهة له :**

وجد المؤلف أن تأثير وحركة مشتركة للمتغيرات الدراسة FDI, FPI , GDP ولكن لم يدرس السببية أي سبب تفاعلات في التدفقات الوافدة للاقتصادات الناشئة في حساب رأسمال بمعنى لماذا دولة تتأثر بتدفق حافظة ودولة لا تتأثر بتدفقات الحافظة .

الفرع الثالث: الدراسة الثالثة المؤيدة للفرضية:

Diego A. Cerdeiro *, Andras Komaromi, Financial openness and capital inflows to emerging markets: In search of robust evidence¹

اختبرت الدراسة العلاقة بين إنفتاح حساب رأس المال وتدفقات رأس المال في إطار تجريبي يركز عن النظرية ويستفيد من التباين القياسي .

تشير النتائج الدراسة عبر البلدان محل الدراسة ، حيث وجدة الدراسة عدد قليل جدا من البلدان لها علاقة قوية بين تقييد حساب رأسمال وأنواع مختلفة من مؤشرات تدفقات رأسمال ، بينما البلدان التي تتمتع بدرجة أعلى من الانفتاح المالي تكون أكثر عرضة لعوامل الدفع والجذب وفي الأخير وصل الباحث على الاقتصادات الناشئة وواضعين السياسات فيها أن يوازن بين حماية الاقتصاد المحلي من بعض مسار التقلب تدفق رأسمال مع الاستفادة على قدر الإمكان من الانفتاح المحلي والاستفادة من عوامل دفع والجذب .

- حيث وجدنا دليلاً قوياً نسبياً على أن تدفقات حافظة الأسهم في البلدان الأكثر انفتاحاً أكثر عرضة للتغيرات في أسعار الفائدة الأمريكية مقارنة بتدفقات الأسهم ، ففي حالة تدفقات الديون الوافدة تبدو البلدان الأكثر انفتاحاً أكثر عرضة للتغيرات في العوائد المحلية المتوقعة وأقل استجابة للتغيرات في أسعار الفائدة الأمريكية لم نجد دليلاً قوياً على الإنفتاح المالي الأعلى يترك البلدان أكثر عرضة لتقلبات من المخاطر العالمية أو للتغيرات في توقعات النمو العالمي ، حيث تختلف النتائج في تلك الحالات اعتماداً على كيفية قياس انفتاح المالي وتميل الدقة في التقديرات إلى الانخفاض بالنظر إلى ما هو أبعد من تدفقات الحافظة ، يكمن الجانب السلبي كبير لإنخفاض

¹Diego A. Cerdeiro *, Andras Komaromi ,Financial openness and capital inflows to emerging markets: In search of robust evidence, International Review of Economics and Finance 73 (2021) 444–458.

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

الانفتاح المالي في ضعف ردة فعل استجابة تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر للنمو المحلي ، في الواقع لا توجد نتيجة قوية ومهمة مثل تلك التي تظهر أنه عندما يكون النمو المحلي المتوقع أعلى ، إذ أن تدفقات الإستثمار الأجنبي الوافدة تتوسع بشكل ملحوظ في البلدان الأكثر إنفتاحا .

أما النقطة الثانية ترى الورقة أن مؤشر تشين إيتو¹* kao هذا القياس مناسب تماما للهدف عكس مؤشر لين ميلسي فيرتي²* غير مناسب تماما للهدف هذه الورقة من خلال قياس سياسة إدارة تدفقات رأسمال القابلة للتنفيذ في البلدان تؤثر على التدفقات الرשמالية الفعلية .

● **الانتقادات:** تم دراسة الورقة من وجهة نظر محاسبية بجته من خلال تركيز القانون مقياس الانفتاح المالي التي تلتقط القوانين واللوائح المقننة بشأن معاملات الحسابات المالية .

الفرع الرابع : الدراسة السابقة الرابعة حول الاقتصاد الجزائري :

محفوظ جبار جامعة سطيف وسامية عمر عبدة من جامعة عنابة ، بعنوان: التدفقات الدولية لرؤوس الأموال وتأثيرها على تنمية الاقتصادية في الجزائر³

- حيث قامت هذه الدراسة بقياس أثر تدفقات الدولية لرؤوس الأموال على التنمية الاقتصادية في الجزائر ، من خلال التركيز على تدفقات المتوسطة وطويلة الأجل ، والتي تأخذ شكل الإستثمار أجنبي مباشر FDI وغير مباشر FPI ، قروض أجنبية ومساعدات رسمية ، و استخدمت في ذلك النموذج الانحدار المتعدد وطريقة المربعات الصغرى ، وباستخدام بيانات سنوية تغطي الفترة 1980 إلى الفترة 2011
- وخلصت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن كل من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والقروض الخارجية ساهمت في تفسير التغيرات الحاصلة في المؤشرات التنمية الاقتصادية خلال فترة الدراسة ، تبين أيضا أنه لا توجد علاقة ذات معنوية احصائية بين المساعدات الرسمية للتنمية ومؤشرات التنمية الاقتصادية للجزائر .
- برغم من أن هذه الدراسة قامت بقياس تدفقات رؤوس الأموال على التنمية الاقتصادية في الجزائر ولكن لم تدرس تدفقات رؤوس الأموال في الجزائر في فترات الأزمات العالمية خاصتا أن سلسلة مرة بأغلب الأزمات المالية العالمية .

¹*مؤشر تشين إيتو : هو مؤشر لقياس انفتاح حساب رأسمال

²مؤشر لين ميلسي فيرتي : هو مؤشر لقياس انفتاح حساب رأسمال

³محفوظ جبار جامعة سطيف وسامية عمر عبدة من جامعة عنابة ، عنوان الدراسة : التدفقات الدولية لرؤوس الأموال وتأثيرها على تنمية الاقتصادية في الجزائر ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد الثامن والاربعون 2016

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

الفرع الخامس: الدراسات المعارضة والتي لا تدعم الفرضية القائلة "التحرير المالي يعزز النمو الاقتصادي":

فبدراسة يستشهد بها على نطاق واسع ، ألقى (رودريك 1998) بظلاله من الشك على آثار تحرير حساب رأس المال على النمو الاقتصادي في عينة تضم ما يقرب 100 دولة منها دول نامية ودول متقدمة ، لم يجد أي تأثير كبير لتحرير حساب رأس المال على النسبة للتغير في الدخل الحقيقي GDP لكل رأس المال خلال الفترة من 1975-1989 في انحدار الخطي مع النمو والتي تشمل الدخل الأولي للفرد منها مؤشر جرد المؤسسات الحكومية و معدل التعليم ، كما أنه لم يجد أي علاقة بين التحرير حساب رأس المال والاستثمار إلى الدخل ، ولا بين التحرير حساب رأس المال والتضخم وتتوافق هذه النتائج مع (kraay 1998) الذي أجرى فحصاً أكثر شمولاً لتأثير تحرير حساب رأس المال على الاستثمار والنمو و التضخم ، فتضمنت الدراسة بيانات من 117 دولة خلال الفترة 1985-1997 وقد استخدمت ثلاث مقاييس مختلفة لتطوير الأسواق المالية وبيئة السياسات وتأخذ انحداراته شكلاً للمقاطع العرضية ، مع ملاحظة واحدة لكل بلد ، حيث المتغير التابع هو نمو الناتج بين عامي 1985 و 1997 ويستخدم كلا من ols ونهج المتغير الآلي ، حيث تم استخدام متغيرات تحرير حساب رأس المال من خلال القيم الماضي¹ .

المطلب الثاني : الدراسات المتعلقة بتنظيم ضوابط تدفقات حسابات رأس المال في الأسواق الناشئة في فترات الأزمات المالية العالمية :

الفرع الأول: دراسة السادسة:

Kristin J. Forbes a, Francis E. Warnock b, Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment, Journal of International Economics²2012

تحلل هذه الورقة موجات التدفقات الرأسمالية الدولية وتقوم بتطوير منهجية جديدة لتحديد فترات حركات تدفق رأس المال المتطرفة باستخدام البيانات التي تميز نشاط الأجنبي و الاقتصاد المحلي و تحدد فترات "الزيادات المفاجئة" و "التوقفات" (الزيادات والنقصان الحادة ، على التوالي ، في إجمالي التدفقات الداخلة) و "الهروب" و "الانكماش" (الزيادات والنقصان الحادان ، على التوالي ، في التدفقات الإجمالية الخارجة). ينتج عن هذا النهج نتائج مختلفة اختلافاً جوهرياً عن الأدبيات السابقة التي استخدمت مقاييس صافي التدفقات.

و ترتبط العوامل العالمية وخاصة المخاطر العالمية ارتباطاً وثيقاً بفترات تدفق رأس المال الشديد و ترتبط بالعدوى المالية أيضاً ، سواء من خلال البنوك أو تجارة أو بنوبات التوقف والتخفيض ، في حين تكون خصائص الاقتصاد الكلي المحلية أقل أهمية بشكل عام ، ونجد ارتباطاً ضعيفاً بين ضوابط رأس المال واحتمال حدوث ارتفاعاً أو

¹ Rodrik, Dani (1998). "Who Needs Capital Account Convertibility?" in Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Princeton Essays in International Finance No.207, Princeton University, Department of Economics, International Finance Section, Princeton, NJ.

²Kristin J. Forbes a, Francis E. Warnock b, Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment, Journal of International Economics, 29-03- 2012, vol. 88, no. 2,

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

توقفات مدفوعة بتدفقات رأس المال الأجنبي فقد خلصت نتائج المقاربات لنظريات مختلفة تشرح الأزمات وتقبلات تدفق رأس المال.

طورت هذه الورقة منهجية جديدة لتحليل التحركات المتطرفة في تدفقات رأس المال باستخدام بيانات عن التدفقات الداخلة والخارجة من قبل المستثمرين المحليين والأجانب وبالمقارنة مع العمل السابق الذي ركز فقط على صافي تدفقات رأس المال ، فإن هذه المنهجية الجديدة تنتج تعريفات مختلفة إلى حد كبير لفترات "الزيادات المفاجئة" و "التوقفات" عندما يزيد المستثمرون الأجانب أو ينقصوا تدفقات رأس المال إلى بلد ما بشكل كبير. كما نحدد فترات "الهروب" و "التخفيض" عندما يقوم المستثمرون المحليون بزيادة أو خفض تدفقات رؤوس أموالهم إلى الخارج بشكل كبير .

وهذا مايفسر أكثر تفصيلاً لتدفقات رأس المال و لفهم ما الذي يدفع موجات تدفق رأس المال.

الفرع الثاني: دراسة السابعة:

Shaghil Ahmed Andrei Zlate, Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?¹

درست هذه الورقة تدفقات رأسمال الخاص إلى اقتصادات الأسواق الناشئة وقد تم حساب تدفقات رأسمال من ميزان المدفوعات ربع السنوى من عام 2002 إلى سنة 2012 بيانات ربع سنوية شملت الدراسة فترة الأزمة المالية العالمية 2008 وما بعدها .

- ومن النتائج التي خلصت لها الورقة هي :
- ✓ في فترة الدراسة حدثت تغيرات كبيرة قبل الأزمة المالية 2008 خاصتا سلوك حافظة الأوراق المالية أو الإستثمار الغير مباشرة الأجنبية FPI بسبب فروق أسعار الفائدة وزيادة المخاطر .
- ✓ في ما يخص اجراءات مراقبة رأس المال وضوابط ، بحيث رأى الباحث من خلال دراسته قد يثبط التنظيم من عزيمة التدفقات الإجمالية وحافظة الاستثمارات الأجنبية .
- ✓ أما النقطة الثالثة هي ملاحظة تدخل الأكبر في أسعار الصرف للحد من ضغوط ارتفاع العملة قد أدى إنخفاض تدفقات رأسمال بشكل أكبر .
- أما الانتقادات الموجهة للدراسة هي :
- أولاً : لم يتمكن الباحثون في هذه الدراسة من تحديد التأثير التدفقات رأسمال في الفترة ما بعد الأزمة ولا يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة احصائية .

¹ Shaghil Ahmed Andrei Zlate, Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers ,Number 1081 , June 2013

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

ثانيا : لم تتمكن الدراسة من تحديد حركة تدفقات حسابات رأسمال على الاقتصادات الناشئة في الفترة مابعد الأزمة المالية العالمية هل التغيرات كانت بزيادة أم بالسلب خاصة FPI , FDI ، و التدفقات الرسمية للأسواق الناشئة .

الفرع الثالث: الدراسة الثامنة :

Luiz Fernando de Paula* and Daniela Magalhães Prates, Financial Flows to Emerging Economies and Policy Alternatives in Post-2008¹

قامت هذه الورقة بدراسة على 8 إقتصادات ناشئة من خلال مؤشرات FPI , FDI ، GDP ، سعر الصرف من سنة 1996 إلى 2015 تشير الدراسة لحجم تدفقات للإقتصادات الناشئة مع زيادة التكامل المالي الدولي مما أدى إلى تقلبات إقتصادية في إقتصادات الأسواق الناشئة (E M E S) بعد الأزمة المالية العالمية 2008، وأصبحت أصول عملات الأسواق الناشئة موضع رغبة لدى المستثمرين الأجانب بهدف المضاربة على العملة ، ووضع إقتصادات الناشئة في معضلة أمام معدلات نمو مرتفعة والتضخم المتسارع ، والارتفاع المفرط في اسعار العملات ، في حين وضح الباحث أن بعض الأسواق الصغيرة الناشئة اختارت تنظيم تدفقات رأسمال من أجل تعامل مع المعضلات السابقة الذكر .

ولقد هدفت الدراسة تحليل بعض المشاكل الإقتصاد الكلي من تنظيم تدفقات رأس المال . ولكن لم يدرس الباحث كيف أثرت الأزمة المالية العالمية على حركة تدفقات رأسمال وتأثير المشاكل الناتج عنها كما الهدف الذي تم وضعه في أول الدراسة ولقد قام بدراسة تنظيم حساب رأسمال CAR نظريا ولم يدرسها على الدول محل الدراسة تطبيقيا أي مامدى تأثير تنظيم تدفقات رأسمال .

المطلب الثالث : الدراسات المتعلقة بعدوى الأزمات المالية الدولية عن الإقتصادات والأسواق الناشئة: الفرع الأول: الدراسة التاسعة:

F. Gulcin Ozkan and D. Filiz Unsal, Global Financial Crisis, Financial Contagion, and Emerging Markets.²

الأزمة المالية العالمية والعدوى المالية للأسواق الناشئة : قامت هاته الورقة العلمية بدراسة بلدين حسب نموذج DSGE ثنائي البلدان في حالة نشوء أزمة مالية عالمية لاقتصاد ناشئ صغيرا ومفتوحا و يواجه توقفا مفاجئا لتدفقات رأس المال من ضائقة المالية في الاقتصاد العالمي ومن المرجح حسب وجهة نظر الباحثين أن يواجه هذا الاقتصاد أطول أزمة من حلقات التوقف المفاجئ من

¹ Luiz Fernando de Paula* and Daniela Magalhães Prates, **Financial Flows to Emerging Economies and Policy Alternatives in Post-2008**, December 2015.

² F. Gulcin Ozkan and D. Filiz Unsal, **Global Financial Crisis, Financial Contagion, and Emerging Markets**, © 2012 International Monetary Fund WP/12/293 IMF Working Paper Strategy, Policy, and Review Department, December 2012.

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

أصل محلي وهذا ما ينتج عنه صعوبة لردة فعل الاستجابة لصدمة مالية عالمية وهذا مايفسر قدرة البلد على تصدير طريقتها للخروج من الأزمة بسبب الركود في العالم ومن نتائجه :

يؤدي إلى انكماش الناتج الانتاج في الاقتصاد الأجنبي ينتقل إلى اقتصاد المحلي عن طريق الانخفاض في الطلب على الموائى مما يقلل الطلب على السلع المنتجة محليا و هو ما توافق مع دراستنا في الاقتصاد الماليزي ،وهذا بدوره يزيد من مدة وشدة الأزمة لكلا البلدين .

قد يتساءل البعض لماذا الأزمة المالية الأخيرة القصيرة الأجل نسبيا لعدد من الأسواق واقتصادات الناشئة ، لاحظة الدراسة أن كلما كان تكامل التجاري بين الاقتصادات الناشئة يقل التوقف المفاجئ لحسابات رأس المال وهذا ما يؤدي لعدم الاستجابة لصدمة مالية عالمية وانتقال العدوى الأزمات¹

ملاحظة: وهي دراسة أكثر من رائعة صادرة عن صندوق النقد الدولي ولكن مدروسة على بلدين صغيران مفتوحان على بعض ولم تدرس الاقتصادات الناشئة الكبرى ، فهل تكون نفس النتائج ؟

-الفرع الثاني : الدراسة العاشرة :

Helena Glebocki Keefe, The transmission of global monetary and credit shocks on exchange market pressure in emerging markets and developing economies²

- كان هناك تركيز كبير في الآونة الأخيرة على انتقال الصدمات من الاقتصادات المتقدمة إلى الناشئة والنامية ، وقد قام هذا الباحث بدراسة كيفية تأثير الصدمات النقدية والإئتمانية العالمية على مؤشر ضغط سوق الصرف في 40 دولة من الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية .
- فقد قامت الدراسة بتقييم التأثير بناء على درجة الانفتاح التجاري وانفتاح حساب رأس المال في هذه الاقتصادات باستخدام تحليل الانحدار الذاتي (PVAR) من 1998 إلى 2016.
- وخلصت النتائج التالية وهي كالتالي :
- 1. البلدان الأكثر انفتاحا في التجارة والتمويل أقل عرضه للصدمات في السيولة النقدية العالمية وشروط الائتمان العالمية .
- 2. هناك أدلة على أن الاستجابة لهذه الصدمات تتغير في فترة مابعدعام 2009 أي بعد الأزمة المالية العالمية 2008.
- 3. فمن خلال ملاحظة الباحث لهذه دراسة أصبح حجم وقوة ردة فعل الاستجابة للصدمات وخوفا من العدوى أصبح أكثر أهمية في كل من الاقتصادات شديدة الانفتاح والاقبل إنفتاحا .

¹ص 30 /58

²Helena Glebocki Keefe, The transmission of global monetary and credit shocks on exchange market pressure in emerging markets and developing economies, Journal of International Financial, Markets, Institutions & Money J. Int. Financ. Markets Inst. Money 72 (2021) 101320

الفصل الأول: التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية الدولية على الاقتصاديات الناشئة

- وهذا ما سيتم إختباره من خلال دراستنا في الفصل القادم.

خلاصة الفصل الأول :

يمكن القول إن تلك الاضطرابات في تدفقات رؤوس الأموال إلى أمريكا اللاتينية في منتصف التسعينات و إلى جنوب شرق آسيا و الأسواق الناشئة الأخرى في أواخر التسعينات ، إنما تعكس غياب شروط القاعدية الضرورية لنجاح تحرير عمليات حساب رأس المال ، فهذه الأسواق قد تميزت لفترة بضعف كفاءة أنظمتها وعدم استقرار توازناتها الاقتصادية الكلية ، الأمر الذي ساهم في توفير المناخ الذي يسبق الأزمات ، كما أن أنظمتها المالية غالبا ما تبدو ضعيفة جدا لاستيعاب تلك التدفقات الكثيفة لرؤوس الأموال ، كما تفتح العولمة المالية المجال أمام المضاربات ضد العملات والأصول بهذه الأسواق مما قد يتسبب في انهيارها ، والأكثر من ذلك قد تتوسع آثار الاضطرب لتنتقل إلى أسواق مجاورة جغرافيا أو مشابهة من حيث الظروف الاقتصادية بفعل ما يعرف بآثار العدوى والسلوكيات القطعية للمستثمرين ، لتؤدي في النهاية لاضطراب النظام المالي العالمي ككل.

الفصل الثاني:

دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير

حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة

وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

المبحث الأول: صندوق نقد الدولي و دور أجهزة الرقابية في تحرير حساب رأس المال في

الاقتصادات الناشئة: كان صندوق النقد الدولي بمثابة المفتاح الرئيسي أو اللاعب الأساسي في تنسيق

الدعم النقدي للاقتصادات النامية:

المطلب الأول: هيكل صندوق النقد الدولي:

الفرع الأول : نشأة الصندوق :

قدم الاقتصادي الإنكليزي كينز وهو مستشار للحكومة الإنكليزية مشروعاً لإنشاء مؤسسة تسمى اتحاد المقاصة الدولي " تسمح لدول الأعضاء بالحصول على العملات الأجنبية لتصحيح الاختلال في موازين مدفوعاتها ، ولكن الولايات المتحدة وكندا قدمتا مشروعاً بديلاً عن المشروع كينز قدمه وايت ، وتم اعتماد مشروع الولايات المتحدة الأمريكية وكندا الذي قدمه وايت ، وهو إقامة صندوق النقد الدولي في أول يوليو عام 1944 ضمن مؤتمر برويتون وودز وقد وضع المؤتمر نصوص واتفاقيات الصندوق¹ أصبحت اتفاقية صندوق النقد الدولي سارية المفعول في 27 ديسمبر 1945 ويدار الصندوق من قبل مجلس المحافظين ومجلس المديرين، ويتكون مجلس المحافظين من محافظ المركزي ونائب المحافظ عن كل دولة مشتركة في الصندوق تعينهم الدول الأعضاء ولمدة خمس سنوات ، ويبت مجلس المحافظين في قضايا السياسات الكبرى ، وينعقد المجلس مرة في السنة على الأقل .

إن أية مساعدة أو مساندة عالمية يجب أن تكون عن طريق صندوق النقد الدولي ، وقد تم الاتفاق على أن الدول المتقدمة يمكن لها ان تدير أزمته المالية وأن يتولى الصندوق النقد الدولي مهمة إدارة الازمات الإقليمية في دول العالم النامي أو الاقتصادات الناشئة ، ولقد أصبح الصندوق في السنوات الأخيرة بمثابة المدير المسؤول عن الأزمات المالية في الدول النامية بحكم الإقراضية و التمويلية لأزمات المالية .²

¹ هيل عجمي جميل الجنابي ، مرجع سبق ذكره، ص 335

² سرمد كوكب الجميل ، التمويل الدولي ، صسرمد كوكب الجميل ، التمويل الدولي ، ص363

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

الفرع الثاني: الحصص والعضوية :

في البداية انشاء صندوق النقد الدولي عام 1945 كان عدد الأعضاء 39 دولة ، خصص لكل دولة عضو حصة في رأسمالها أقصاها 2750 مليون دولار أمريكي كانت من حصة الولايات المتحدة تبلغ حصتها حاليا (17.6%) من إجمالي الحصص وأدائها 500 ألف دولار لدولة سيشيل وهي أصغر دولة في الإقتصاد العالمي بلغت حصتها (0.004%) وقد ازداد عدد الدول الأعضاء في الصندوق إلى أكثر من 150 بلدا، وتدفع كل دولة حصتها 25 % بالذهب أو بعملات أجنبية و 75% بعملتها الوطنية ، وفي نهاية 1975 بلغ مجموع الحصص 126 بلدا عضوا في صندوق أكثر من 29 مليار وحدة سحب خاصة*¹. وقد زادت الحصص في الصندوق منذ عام 1990 بنحو 45% لتبلغ حاليا 290 مليار دولار أمريكي وتبلغ موجوداته 214 مليار وحدة سحب الخاصة .

ودفع الحصص البالغ 75% من حصة البلد بعملته الوطنية يتيح للصندوق امتلاك أرصدة من مختلف العملات ، ولذلك يستطيع أن يقدم لأعضائه العملات الأجنبية المختلفة لتصحيح الاختلال في موازين مدفوعاتها و تجدر الإشارة أن الصندوق لا يمنح شئ من موارد البلد ولكن إذا احتاجة الدول فعليها أن تشتري من الصندوق من العملات الأجنبية التي تريدها مقابل قدر معين من عملتها تدفعها لصندوق ، وتحدد حصة كل بلد في الصندوق بناء على حجم ناتجه المحلي واحتياطياته الدولية وحجم تجارته الخارجية.²

المطلب الثاني: نهج صندوق النقد الدولي الجديد لإدارة حسابات رأس المال ونقاط الضعف :

انتقدا جون ماينارد كينز وهاري ديكستر وايت النظام المالي الليبرالي الذي كان سائدا حتى أوائل الثلاثينات على وجه الخصوص ، بحيث رأوا أن تحركات رأس المال الحرة هي أحد مصادر الرئيسية لعدم الاستقرار المالي والذي سبب اختيار الإقتصاد العالمي في الثلاثينات وبالتالي في المناقشات التي سبقت عام 1944:³

- بحيث دافعوا بقوة عن حقوق البلدان في تحقيق أقصى استفادة حرة إدارة حسابات رأس المال الخاص بهم.
- وهذا ماعكس وجهة نظرهم القائلة بأنه لا ينبغي السماح لتحركات رأس المال الدولية في تعطيل استقلالية سياسات الدول لتثبيت أسعار الفائدة وفقا لأولوية كل دولة .

¹ وحدة حقوق السحب الخاصة : هي أصل احتياطي دولي استحدثه صندوق النقد الدولي في عام 1969 ليصبح مكملا للأصول الرسمية الخاصة بالبلدان الأعضاء. ويتم تحديد قيمة هذا الأصل اعتمادا على سلة من أربع عملات دولية أساسية "اليورو والين الياباني والجنيه الإسترليني والدولار الأمريكي" ، ويمكن مبادلتها بأي من العملات القابلة للتداول الحر.

² هيل عجمي مرجع سبق ذكره ص 337

³Ocampo, José Antonio (2015) : Capital account liberalization and management, WIDER Working Paper, No. 2015/048, ISBN 978-92-9230-937-4, The United Nations University World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER), p2
Helsinki, <http://dx.doi.org/10.35188/UNU-WIDER/2015/937-4>

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

- كما كان ينظر إلى النظام المالي الليبرالي على أنه غير متوافق مع أسعار الصرف المستقرة التي كان تصورها ضروري لإعادة بناء التجارة الدولية في سنوات بعد الحرب ، فقد كان ينظر لتدفقات حسابات رأس المال المسيرة للدورة الاقتصادية على أنها مصدر لضطرابات الصرف الأجنبي من خلال تخفيض تنافسية قيمة العملات التي أدت لإنتشار الحمائية وإنهيار النظام التجاري متعددة الأطراف في الثلاثينات .

الفرع الأول : بنود و اتفاقيات صندوق النقد الدولي لضبط تحركات حسابات رأسمال :

كجزء من الالتزام بإعادة بناء النظام التجاري الدولي ، تضمن إتفاق بریتون وودز مايلي :
"يجوز للأعضاء ممارسة الضوابط اللازمة لتنظيم تحركات رأس المال الدولية ، ولكن لا يجوز لأي عضو ممارسة هذه الضوابط بطريقة تقيّد المدفوعات الخاصة بالمعاملات الجارية" (3من مواد الإتفاقية- Article VI)¹ ولتعزيز ذلك حددت أيضا المبدأ القائل "بضرورة تسهيل أموال صندوق النقد الدولي لتمويل عجز ميزان المدفوعات المرتبطة بعجز الحساب الجاري ، ولكن ليس تلك الناشئة في حساب رأس المال " لذلك تم الإتفاق أيضا على أنه " بإستثناء شريحة الإحتياط لايمكن للأعضاء إستخدام المواد العامة لصندوق لمواجهة تدفق كبير أو مستدام لرأس المال " (Article VI-1)²

- ولقد تضمنت بعض الأحكام المتعلقة بتعاون ولا سيما مايلي :
" يجب أن تكون لوائح مراقبة الصرف الخاصة بذلك العضو التي يتم الإحتفاظ بها أو فرضها مع هذه الإتفاقية الغير قابلة للتنفيذ في أراضي أي عضو ، بالإضافة إلى ذلك يجوز للأعضاء بالإتفاق المتبادل التعاون في تدابير لغرض وضع لوائح مراقبة الصرف لكل الأعضاء " (Article VIII-2b)³ ، وبرغم من ذلك قد تم استخدام وتطبيق الإتفاقية حرية تنظيم تدفقات رأسمال على نطاق واسع من قبل أعضاء صندوق النقد الدولي ولكن هذه الأحكام لم تكن تعني الكثير من ناحية العملية.

الفرع الثاني : نهج صندوق النقد الدولي الجديد لإدارة حسابات رأس المال:

منذ عام 2008 أتمم الاقتصاد العالمي بالاضطرب المالي والركود الحاد في الاقتصادات المتقدمة جراء الأزمة المالية العالمية في حين كان أداء معظم الاقتصادات الناشئة أفضل بكثير من الناحية المالية والاقتصادية بسبب الطفرة الجديدة في تدفقات رأسمال للإقتصادات الناشئة والنامية وهي تعتبر القفزة الرابعة من حقبة بریتون وودز .
ولكن أعلن الإحتياطي الفدرالي الأمريكي نيته الخروج بسياسة التيسير الكمي*⁴ ، ومنذ ذلك الحين أصبحت أغلب الحكومات قلقة بشكل متزايد بشأن عدم استقرار تدفقات وتحركات حساب رأس المال و أصبح شديد

¹Ocampo, José Antonio, p2

²Ocampo, José Antonio, p2

³Ocampo, José Antonio, p3

⁴ سياسة التيسير الكمي: هي سياسة قام بها محافظ البنك المركزي الأمريكي بعد الأزمة المالية العالمية 2008 بطبع أوراق نقدية لعملة الدولار بدون مايقابلها من الذهب وضخها في السوق للخروج من الأزمة

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

التقلب ، حتى صندوق النقد الدولي IMF الذي ظل معاديا منذ فترة لأي نوع من الأنظمة التي تحكم في رأس المال والانخراط في النقاش حول إدارة تدفق رأس المال ، ساعيا لوضع مجموعة من القواعد التنظيمية¹ .

الشكل (2-9) : يوضح التسلسل الهرمي ثلاثي يبين أدوات إدارة تدفق حساب رأس المال :



المصدر : من إعداد الباحثة من معطيات و أوراق صندوق النقد الدولي والمرجع التالي :

Barbara Fritz & Daniela Prates (2014) The new IMF approach to capital account management and its blind spots: lessons from Brazil and South Korea

¹ Barbara Fritz & Daniela Prates (2014) The new IMF approach to capital account management and its blind spots: lessons from Brazil and South Korea, International Review of Applied Economics, 28:2, 210-239, DOI: 10.1080/02692171.2013.858668, To link to this article: <http://dx.doi.org/10.1080/02692171.2013.858668>, p(210-211)

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

الفرع الثالث: من التحرير المالي الكلي إلى إدارة تدفقات رأس المال وتغير مواقف صندوق النقد الدولي:

قدم صندوق النقد الدولي بنقطتين رئيسيتين لتبرير هذا النهج الشديد الحذر :
أولاً : لا ينبغي استخدام إدارة تدفقات رأس المال كبديل من دون التطرق للخطوات السابقة من الشكل كما ينظر إليه على أنه عمليات تعديل و إصلاح ضرورية وينطبق هذا بشكل خاص على الموصفات المعيارية للسياسة التقليدية مثل السياسة المالية المتوازنة والسياسة التقليدية الموجهة نحو استقرار الأسعار على السبيل المثال .
"إذا تسبب عجز مالي مسامر للتقلبات الدورية في قيام البنك المركزي المحلي برفع أسعار الفائدة من أجل موازنة الآثار التضخمية المحتملة لزيادة الطلب العام ، فيجب كبح الاتفاق العام و /أو زيادة الضرائب¹ "

يقال أن هذا الاجراء المطبق بدلا من ظوابط رأس المال ، يمكن أن يسمح بتسيير السياسة النقدية .
ثانيا : يضع صندوق النقد الدولي تحذيرا مهما للآثار المتعددة الأطراف المحتملة لظوابط رأس المال التي تستخدمها الدول الفردية نظرا لأن هذا يمكن أن يعوض تعديل العملات المقومة بأقل من قيمتها في الاقتصادات الناشئة ، وينظر إليها على أنها تشكل تهديدا محتمل قد يؤدي إلى اختلالات على المستوى عالمي ، بالإضافة إلى ذلك قد يكون للظوابط التي يفرضها بعض البلدان آثار خارجية سلبية في شكل آثار غير مباشرة على البلدان المجاورة ، وحتى لم يكن هناك دليل تجريبي واضح .

وتقول الحجة "أن ضوابط الناجحة على رأس المال قد تؤدي إلى انحراف التدفقات الدولية إلى الاقتصاديات الناشئة الأخرى التي لا ترغب في وضع مثل هذه الضوابط أو غير قادرة على ذلك وقد تكون أقل قدرة على استيعاب هذه التدفقات² "

المطلب الثالث :ضوابط رأس المال وإرشادات لإستخدام لوائح لإدارة حساب رأس المال CAR :

الفرع الأول : ضوابط رأس المال ورأي صندوق النقد الدولي :

هي تقييد حقوق المقيمين أو غير المقيمين في الدخول في المعاملات رأسمالية أو لإجراء التحويلات والمدفوعات المرتبطة بهذه المعاملات تشمل التدابير النموذجية للضرائب على التدفقات من غير المقيمين ، ومتطلبات الاحتياطي الغير مدفوع على هذه التدفقات أو متطلبات الترخيص الخاصة وحتى القيود أو الحظر التام ، قد تكون التدابير على مستوى الاقتصاد الكلي ، أو خاصة بقطاع معين "عادة القطاع المالي " ، أو صناعة محددة "على سبيل المثال الصناعة الاستراتيجية " قد تنطبق التدابير على جميع التدفقات أو قد تفرق حسب نوع التدفق أو

¹Barbara Fritz & Daniela Prates (2014) ,p 214

²Barbara Fritz & Daniela Prates (2014) ,p214

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

مدته (الدين ، حقوق الملكية ، الاستثمار المباشر قصير الأجل أي أقل من سنة بإستثناء متوسط وطويل الأجل)¹ ، في حين أن هذا التصنيف مفيد من ناحية التحليلية ، إلا أنه يجدر الإشارة على أن هذا التصنيف ليس دائما واضحا ، وغالبا ما يكون هناك فقط فروق دقيقة بين المقاييس² .

• انتقادات الصندوق النقد الدولي للضوابط تدفقات رأسمال :

أولا : ضع في اعتبارك التنظيم الذي يضع متطلبات احتياطي أعلى على الالتزامات البنوك تجاه غير المقيمين مقارنة بالمقيمين وهذا من شأنه أن يشكل رقابة على رأس المال لكن التنظيم الذي يرسم الحدود ليس من حيث الإقامة ولكن من حيث الفئة وينطبق بالتساوي على المقيمين وغير المقيمين لن يكون بمثابة سيطرة على رأس المال ، على الرغم من أن معظم الالتزامات بالعملة الأجنبية قد تكون من الناحية العملية لغير المقيمين .

ثانيا : ضع في اعتبارك الحالة التي يضع فيها بلد ما متطلبات احتياطي هامشية أعلى على الودائع المصرفية بالعملة المحلية لغير المقيمين منها على ودايع المقيمين مثل هذا الاجراء ، بينما ينظر إليه عموما على أنه تحوطي بطبيعته ، سيكون له نفس التأثير مثل الرقابة على رأس المال .

ثالثا : يمكن للتدابير الاحترازية من البنوك دفع ضريبة على الالتزامات غير الأساسية كما اقترحه " شين 2010" أن يعمل بشكل جيد مثل الرقابة على رأس المال إذا كان معظم التمويل الذي يتحصل عليه البنوك يأتي من غير المقيمين على سبيل المثال لأن أسواق التمويل بالجملة ضعيفة ، كما هو الحال في العديد من الأسواق والاقتصاديات الناشئة.

رابعا : تعتبر نسبة LTV وهي الضريبة على غير المقيمين إجراء احترازي ، ولكن إذا اختلفت نسب LTV وفقا لفئة معينة لعملة فسيكون من الأنسب تصنيفها كإجراء متعلق بالعملة الأجنبية³ .

الفرع الثاني : إرشادات لإستخدام لوائح لإدارة حساب رأس المال CAR:4

1. يجب أن ينظر إلى CAR على أنها جزء أساسي من مجموعة أدوات سياسة الاقتصاد الكلي ولا ينظر إليها على أنها تدابير الملاذ الأخير .

2. يجب النظر إلى CAR بشكل مختلف في الدول التي لا يزال فيها حساب رأس المال مقيدا إلى حد كبير على عكس تلك الدول التي تعتبر فيها CAR لوائح احترازية تستخدم لإدارة حساب رأس المال مفتوح .

¹ INTERNATIONAL MONETARY FUND ,Managing Capital Inflows: What Tools to Use? , Prepared by Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne , Authorized for distribution by Olivier Blanchard ,April 5, 2011, p11

² بتصرف

³ INTERNATIONAL MONETARY FUND ,Managing Capital Inflows: What Tools to Use?,P12

⁴Ocampo, José Antonio (2015) , P22

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

3. تتمتع CAR المستندة إلى السعر بميزة كونها أكثر حيادية في السوق ، ولكن قد تكون CAR التي تعتمد على الكمية أكثر فعالية ، لاسيما في الدول ذات الحسابات الرأسمالية المغلقة نسبيا أو البنوك المركزية الأضعف ، أو عندما تكون حوافز جلب رأس المال كبير جدا
4. لا ينبغي إقصاء CAR فقط اللوائح المتعلقة بتدفقات رأسمال ، قد تكون قيود تدفق رأسمال من بين أهم العوائق للتدفقات الوافدة غير مرغوب فيها ويمكن أن تقدم استخدامات أخرى أيضا .
5. يمكن النظر إلى CAR على أنها بدائل لتراكم احتياطي النقد الأجنبي ، لاسيما لتقليل تكاليف تراكم الاحتياطي .
6. لا ينبغي النظر إلى CAR على أنها مجرد تدابير مؤقتة ، ولكن يجب النظر إليها على أنها آليات دائمة يتم استخدامها بطريقة معاكسة للتقلبات الدورية لتهدئة فترات الإزدهار والانهيار ، ويؤدي استمرارها إلى تعزيز القدرة المؤسسية على تنفيذها بفاعلية .
7. يمكن للمستثمرين التحايل بشكل متزايد على CAR من خلال تدفقات التجارة الخاطئة أو عمليات المشتقات أو الاستثمارات الأجنبية المباشرة
8. يجب النظر إلى CAR على أنها ديناميكية ، وتتطلب درجة كبيرة من مراقبة السوق " الضبط الدقيق " حيث يتكيف المستثمرون مع اللوائح التنظيمية وتحايل عليها .
9. قديكون من المفيد المراكز السياسات الفعالة التمييز بين المقيمين والغير مقيمين .
10. لا ينبغي أن يقع العبء الكامل لإدارة تدفقات رأس المال على عاتق الأسواق الناشئة والبلدان النامية ، ولكن يجب أن تلعب بلدان المصدر لتدفقات رأس المال أيضا دورا في إدارة تدفق رأسمال بما في ذلك دعم فعالية تلك اللوائح التي وضعتها البلدان المتلقية .
11. لا يجب على الدول الصناعية ولا المؤسسات الدولية أن تحد في القدرة الدول على نشر سياسة المناسبة لها ، سواء من خلال معاهدات التجارة والاستثمار أو من خلال شروط القروض .
12. يجب على الدول الصناعية أن تدرس بشكل تام الآثار الغير مباشرة لسياساتها النقدية وتقييم التدابير للحد من التدفقات المفرطه لرأس المال قصير الأجل التي يمكن أن تكون غير مدروسه بالنسبة لها وللاقتصاديات الناشئة على حد سواء .

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

الفرع الثالث : تصنيف صندوق النقد الدولي 2019 لتدابير إدارة تدفق رأس المال.¹

وهو تصنيف تدابير إدارة تدفق رأس المال (التصنيف) يحتوي على معلومات حول التدابير التي تم تقييمها من قبل موظفي الصندوق كإجراءات لإدارة تدفق رأس المال (CFMs) وتمت مناقشتها في تقارير خبراء صندوق النقد الدولي المنشورة منذ اعتماد وجهة النظر المؤسسية بشأن تحرير وإدارة تدفقات رأس المال (في نوفمبر 2012). طاقم العمل يناقش سياسات تدفقات رأس المال مع البلدان الأعضاء عندما يتم تقييم هذه السياسات على أنها وثيقة ذات صلة بالموضوع الكلي (أي أن لها تأثير كبير على استقرار البلد المحلي أو استقرار ميزان المدفوعات)، أو أن تداعياتها لها آثار على الاستقرار العالمي، على النحو المبين في أبريل 2013 وتم وضع ملاحظات إرشادية في ذلك في ديسمبر 2015 حول تدفقات رأس المال بناءً على طلب الدولة العضو. بحيث تعتبر الممارسة هي تقييم التغييرات في سياسات تدفق رأس المال، وليس المخزون الكامل للتدابير الحالية التي تحدد مستوى انفتاح حساب رأس المال.

اقتصرت التقييم حول ما إذا كان يجب اعتبار تدبير CFM تم تقديمها بعد اعتماد، في حين تم تقييم التدابير الموجودة قبل ذلك إذا تم تعديل إعداداتها أو معاييرها وطرق تنفيذها (أي تشديد أو تخفيف الإجراءات) أو إزالتها.

ومع ذلك لا يزال من الممكن تقييم مدى ملاءمة التدابير التي تم تقديمها قبل الاعتماد الرابع، على سبيل المثال إعادة فرض تدابير التجارة الخارجية يعد تحرير سابق لأوانه.

يعمل التصنيف كمرجع لمختلف أنواع التدابير التي اتخذتها البلدان لإدارة وتحرير تدفقات رأس المال تم نشره لأول مرة في سبتمبر 2018 وهو جزء من جهود الصندوق النقد الدولي حيث دعت اللجنة المالية IMFC في أبريل 2017 إلى "ضمان التنفيذ الفعال والمتسق للاعتماد الرابع، وإلى اهتمام أكبر لآليات تمويل رأس المال واتخاذ موقف واضح بناءً على ظروف الدولة بشأن ما إذا كان هناك ما يبررها."

• نذكر تصنيف الدول الثلاثة محل الدراسة الهند وماليزيا والمكسيك بالنسبة لتصنيف صندوق النقد الدولي

الجديد 2019 لتدابير ادارة تدفقات رأس مال :أنظر الملحق 1 و2

¹ International Monetary Fund ,2019 Taxonomy of Capital Flow Management Measures (CFMs) , www.imf.org , 11-11-2020

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

المطلب رابع: الصندوق النقد الدولي والأزمات المالية الدولية :

الفرع الأول: تشخيص الصندوق لأسباب الأزمات وعوامل تشكلها :

تقع الأزمات الاقتصادية والمالية - بحسب وجهة نظر الصندوق وتشخيصاته - لأسباب متباينة ومتشابهة . ويمكن أن تتضمن أهم العوامل وراء ذلك ، ضعف النظم المالية المحلية ، أو ضخامة الاختلالات الخارجية أو الداخلية ، وطول استمرارها (بما في ذلك عجز الحساب الجاري أو عجز المالية العامة أو كلاهما) أو ارتفاع مستويات الدين الخارجي و/أو العام ، أو تثبيت أسعار الصرف عند مستويات غير ملائمة ، أو انتقال تداعيات الأزمات الاقتصادية والمالية من البلدان أخرى ، أو الكوارث الطبيعية أو النزاعات المسلحة ، أو تذبذبات الكبيرة في أسعار السلع الأولية أساسية كالغذاء والوقود ومن الأسباب الشائعة من وجهة نظر الصندوق وراء العسر الاقتصادي وقوع الصدمات الخارجية التي تتراوح بين الكوارث الطبيعية وتقلب معدلات التبادل التجاري أو صدمات الطلب الخارجي .

أ- الأزمات الاقتصادية :

يمكن أن تتسم بمشكلات حادة في ميزان المدفوعات ، وهو ما يؤدي في الغالب إلى الضغط على العملة ، وحدوث تراجع كبير في الطلب المستهلكين واستثمار الشركات ، وارتفاع البطالة ، وانخفاض الدخل وغالبا ما تفتقر الأزمات بزيادة عدم اليقين في الأسواق المالية وانخفاض أسعار الأسهم والسندات ، وكذلك قيمة العملة المحلية في كثير من الأحيان .

ب- الأزمات المالية :

فقد تنشأ في القطاع المالي ، أو أن تؤثر فيه ، كما يمكن أن تكون ناشئة عن زيادة عدم اليقين في الأسواق المالية أو مصاحبة له ، ما يؤدي إلى تراجع أسعار الأسهم والسندات . ويمكن أن تؤدي هذه الأزمات أيضا إلى مشكلات في البنوك ونظام المدفوعات ، ما يلحق الضرر بالقطاع العيني وعلى النشاط الاقتصادي بشكل أعم . وغالبا ما تأتي الأزمات الحادة (سواء كانت اقتصادية أو مالية) مصحوبة بركود عميق ، وحالات توقف عن سداد ديون ، وما يعرف باسم "التوقف المفاجئ" ويقصد به تحول مسار التدفقات الرأسمالية الدولية .

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

الفرع الثاني: برامج صندوق النقد الدولي لمواجهة أزمات العولمة المالية : تجدد دور الصندوق النقد الدولي في إدارة النظام النقدي العالمي في ظل أزمة المديونية وأزمات العولمة المالية ، وذلك بإشرافه على برامج معدة على أساس مؤشرات محددة لمحاولة التحسس بالأخطار المحتملة وقريبة الوقوع هذا من جهة ، و من جهة أخرى تفرض سياسات على الدول الأعضاء لتصحيح الاختلالات ومعرفة أسبابها وبالتالي المساعدة في معالجتها ، ومن أهم هذه البرامج سيتم التركيز على ثلاثة منها هي :

أ- برامج الثبيت والتكيف الهيكلي : هي برامج تحاول تصحيح الاختلالات الناتجة عن الإفراط في الطلب الكلي المحلي والخارجي على المدى القصير والمتوسط ، بالتركيز على أدوات السياسة النقدية والمالية والتجارية والاستثمارية (أسعار الفائدة ، تخفيض قيمة العملة ، الضرائب ، فتح المجال للقطاع الخاص وتقليص دور الدول في الأنشطة الاقتصادية ، تشجيع الاستثمار الخاص المحلي والأجنبي) ، بينما تستهدف سياسات الإصلاح الهيكلي معالجة جانب العرض وكفاءة استخدام الموارد ، والتركيز على قطاعات معينة مثل التجارة والمالية والصناعة¹.

ب- برامج الانذار المبكر : في إطار سعي الصندوق لاستشعار الأزمات والتنبؤ بوقوعها لجأ هذا الأخير إلى اعتماد نماذج من الاقتصاد القياسي تعرف بنماذج من الاقتصاد القياسي تعرف بنماذج الانذار المبكر ، الذي يعتمد في تحليل والتنبؤ بوقوع الأزمات على مجموعة من المتغيرات والبيانات التاريخية (12-24 شهر) التي تؤدي إلى أحداث الأزمة وأهمها : نسبة الدين قصير الأجل إلى احتياطات النقد الأجنبي ، وارتفاع في سعر الصرف السائد ، والعجز في الحساب الجاري للمعاملات الخارجية ، بحيث كلما ارتفعت قيمة متغير من هذه المتغيرات ازداد احتمال وقوع الأزمة ، هنا يتدخل الصندوق بمنح مهلة كافية لتبني سياسة تصحيحية ، ويستند الصندوق في استشعار الأزمة والتنبؤ بوقوعها إلى مجموعة من المؤشرات²:

✓ **وسائل مراقبة السيولة :** يعتبر صندوق النقد الدولي ان نقص الاحتياطي من السيولة يعد من المؤشرات الرئيسية للتنبؤ باحتمال حدوث أزمة العملة ، خاصة في ظل عدم قدرة البلد على الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية ، وهروب رؤوس الأموال بسبب الشكوك القائمة حول عدم صلاحية السياسات المحلية ، في هذه الحالة يؤكد الصندوق على ضرورة وضع التقديرات التالية :

احتياجات البلد من التمويل الخارجي ، بما في ذلك عجز الحساب الجاري والتزامات الديون التي يحل موعد استحقاقها في آجال لاحقة وحجم الأموال المحولة من طرف المقيمين إلى الخارج .

¹ باسل محمد زينة ، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية العالمية الراهنة (التحديات والإمكانيات) ، بحث مقدم لنيل شهادة ماجستير في العلاقات الاقتصادية الدولية ، جامعة دمشق سوريا ، سنة 2012، ص 58-60

² نفس المرجع سبق ذكره ص 63

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

مختلف مصادر التمويل المضمونة من طرف الاستثمار الأجنبي المباشر ، والاقتراض من الأسواق المالية في شكل سندات وقروض مضمونة والتمويل الرسمي .

الفجوة التمويلية المتبقية ، هذه الحالة تتطلب تجميع البيانات بصورة منتظمة ، وترتيبها في جداول تحدد الاحتياجات التمويلية التي يعتمد عليها في فحص التدقيق احتياجات التمويل العالمية وحجم الطلب على موارد صندوق النقد الدولي .

✓ **نبض السوق** : يعتمد هذا النوع من التقييم على معلومات المتعلقة بالأسواق المالية في البلدان الناشئة بتحديد مخاطر التسديد ، وتحليل سلوك السوق لمساعدة الدول على امكانية استخدام سياسات مالية توسعية تساعد على تعويض بعض الآثار السلبية للأزمة.

✓ **التطلع إلى المستقبل** : لتسهيل عملية التنبؤ بحدوث الأزمات يحاول واضعي السياسات الاقتصادية اتخاذ واعتماد مجموعة من الاجراءات لتفادي وقوعها بمجرد ظهور بوادرها ويتدخل صندوق النقد الدولي لمتابعة مدى سلامة القطاع المالي في هذه البلدان ، ومدى التزامها بالمعايير والمقاييس الدولية لزيادة قدرته على تنبؤ بحدوث الأزمات ومواجهتها .

لكن بالرغم من ايجابيات هذا البرامج في بعض النواحي وأهميتها إلا أنها تميزت بجمع كل البلدان والأزمات في سلة واحدة وإهمالها لحجم كبير من المعلومات التي لا يمكن قياسها بسهولة كما ان هذا البرنامج لا يوفر بسهولة الحلول والسياسات للبلدان المعرضة لمخاطر الأزمات لأنها تركز على التنبؤ.

الفرع الثالث : إختبار الإجهاد: ويتم إجراء عملية الإختبار الإجهاد وفق عدة مراحل :

أولاً : تنطق من جوانب التعرض للمخاطر وجمع المعلومات حول الاقتصاد الكلي أداء النظام المالي والبيانات المرتبطة بالملكية والخصص في السوق التي تساعد على التحديد المنتظم للمؤسسات والقطاعات المهمة ، ومعرفة الميزانية المالية ومصادر الدخل أي تركيز على معرفة مصادر المخاطر المختلفة .

ثانياً : بعدها يتم وضع الخطط باستخدام نماذج الاقتصاد القياسي الذي هو أساس برنامج اختبار الإجهاد حيث يتم اعتماد على بيانات تاريخية و أخرى افتراضية لتحليل الروابط الرئيسية بين الاقتصاد الحقيقي والنظام المالي ، وبعض الحالات يتم اللجوء تجارب بلدان أخرى للاسترشاد.

ثالثاً : بعد وضع الخطط يتم استقراء وترجمة النتائج المختلفة لنموذج الاقتصاد الكلي إلى ميزانيات وقوائم الدخل المؤسسات المالية، لمساعدة المؤسسات ذات النظم المتطورة في إدارة المخاطر من زيادة قدرتها الرقابية أما المؤسسات ذات النظم البدائية فأنها تساعد على وضع نماذج إدارة المخاطر وفي الأخير تأتي مرحلة التحليل أي تحديد اثر التغيير في المخاطر على هيكل المحفظة في المدى القصير ، ومدى تأثير ذلك على النظام المالي ككل .¹

¹ مرجع سبق ذكره ص 65

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات

الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

رابعاً: برامج اختبار الإجهاد: تعد برامج اختبار الاجهاد من أهم الأدوات المستخدمة في ادارة المخاطر واختبار السلامة المالية، وتقدير نقاط القوة ونقاط الضعف للنظم المالية التي يجريها صندوق النقد الدولي بالتعاون مع البنك العالمي منذ 1999، حيث تحاول قياس مدى حساسية مجموعة من المؤسسات (البنوك مثلاً) والنظام المالي بأكمله لصدمة معينة بدراسة وقياس التغير الحاصل في المحفظة الناتج عن التغيرات في عوامل المخاطرة الجدول التالي يوضح أهم أنواع المخاطر و الصدمات الناتجة عنها وألية معالجتها.

الجدول (2-9) :تقييم برنامج اختبار الاجهاد للمخاطر وكيفية معالجتها :

نوع المخاطرة	الصددمات المحتملة	كيفية التطبيق
سعر الفائدة	*تحول متوازي في منحى العائد مثل حدوث زيادة قدرها -300 100 نقطة أساس بالنسبة لكافة الاستحقاقات *التغير في شكل منحى العائد سواء كانت التعرجات قصيرة،متوسطة أو طويلة الأجل *امكانية حدوث الصدمات في أسعار المحلية والأجنبية	*يطبق على دفتر التداول (خاصة على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت) كما يمكن تطبيقه على دفتر البنوك (الائتمان)
أسعار الصرف	*تغير في أسعار الصرف ، مثلاً انخفاضه بـ 10%-20% وارتفاعه مقابل عملة البلد يعد شريكاً تجارياً رئيسياً ويتوقف ذلك على طول الفترة الزمنية *امكانية خفض عملات أخرى تكتسي أهمية في المحفظة .	*على العموم تطبق على دفتر التداول وأحياناً على دفتر الائتمان إذا كانت القروض بالعملة الاجنبية كبيرة
الائتمان	*زيادة في احتمالات التوقف عن الدفع *زيادة نسب القروض المشكوك فيها	تطبق على دفتر البنوك بالاعتماد على وقائع سابقة خاصة بارتفاع حالات التوقف عن التسديد
أسعار الأسهم	*انخفاض مؤشر البورصة مثلاً انخفاض المؤشرات الرئيسية بمعدل 20-30%	يطبق في دفتر التداول
درجة التذبذب	*زيادة درجة التذبذب في أسعار الفائدة ، أسعار الصرف ، أسعار الأسهم والخيارات	يطبق في محافظ الخيارات ، ويمكن معايرته على أساس الوقائع السابقة لزيادة تذبذب السوق
السيولة	*نقص في سيولة الأوراق المالية المتداولة ، مثلاً حدوث انخفاض في قيمة كافة السندات *انخفاض درجة سيولة البنوك من خلال ارتفاع معدلات سحب والطلب على الطلب على الودائع انخفاض مستوى التسهيلات الائتمانية ما بين البنوك	*غالباً مايطبق على دفاتر التداول ، ويمكن تحليله على أساس نسب الأصول السائلة قبل وبعد الانخفاض

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

البضائع	*انخفاض أسعار سلع التصدير الرئيسية (انخفاض أسعار البترول بالنسبة للدول النفطية)	يطبق على الدول التي تتركز تجارتها الخارجية على تصدير السلع بشكل كبير (الدول النفطية والمصدرة للمواد الأولية)
---------	--	---

المصدر : باسل محمد زينة ، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية العالمية الراهنة (التحديات والإمكانيات) ، 2012 .¹

¹ باسل محمد زينة ، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية العالمية الراهنة (التحديات والإمكانيات) ، بحث مقدم لنيل شهادة ماجستير في العلاقات الاقتصادية الدولية ، جامعة دمشق سوريا ، سنة 2012، ص 58-60

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

المبحث الثاني : فعالية أنظمة الإنذار المبكر وأزمات ميزان المدفوعات :

حفزت الأزمات المالية الدولية التي حدثت سابقا العديد من الباحثين والمهتمين على القيام بمحاولات لبناء وتطوير أنظمة الإنذار المبكر التي يمكن بواسطتها تتبع تغيرات وسلوك العديد من المتغيرات المنتقاة و إرسال إشارة مهمة عن احتمال حدوث الأزمات المالية خلال الفترة المستقبلية .

- تعريف أنظمة الإنذار المبكر :

تعريف 1: المقصود باكتشاف إشارة الإنذار المبكر عملية رصد وتسجيل وتحليل الإشارة تبنيء عن قرب حدوث الأزمة ، والوسائل المستعملة في الرصد تتمثل في البنوك و إقرارات الإيرادات والمصرفيات¹ .

التعريف 2: أما صندوق النقد الدولي فيعرف نظام الإنذار المبكر على أنها نماذج الاقتصاد القياسي تستخدم من طرف الصندوق في سعيه للتنبؤ بالأزمات قبل حدوثها ، وترتكز هذه النماذج على التقلبات الخارجية ، وتستغل العلاقة المنتظمة التي تظهر من البيانات التاريخية بين المتغيرات التي من شأنها أن تسبب في حدوث الأزمات² .

التعريف 3: بأن نظم الإنذار المبكر هو عبارة عن آلية تعمل على ترقب تغيرات المؤشرات بحدوث أزمة مالية وتعمل على إرسال إشارات عند قيم معينة لتلك الاشارات وكما أن نتائج الإنذار المبكرة يمكن أن تكون وفق أربع احتمالات كالآتي :

- التوفيق : حيث يتم رصد إشارات للإنذار فيعتقد وجود أزمة وتقع أزمة .
- الإنذار الكاذب : إذ يتم رصد اشارات للإنذار فيعتقد وجود أزمة وشيكة بالوقوع بينما لا تقع الأزمة أصلا
- الفشل : حيث لا يتم رصد اشارات الإنذار بوقوع الأزمة وتقع الأزمة
- الرفض الصحيح : حيث لا يتم اكتشاف إشارات بوقوع الأزمة ولا تقع الأزمة بالفعل³ .

المطلب الأول : أنظمة الإنذار المبكر لجيل الأول .

ناقشنا أن هناك افتراضا بأن أي نظام لسعر الصرف الثابت يجب أن ينهار في نهاية المطاف ، وهو افتراض تدعمه البيانات .

¹ جليل نوالدين ، تصميم نظام الإنذار المبكر وعدوى الأزمات المالية ، مجلة علوم الاقتصاد والتسويق والتجارة ، العدد 28 المجلد 1-2013 ، جامعة خميس مليانة الجزائر ، ص 150

² العيد صوفان ، الطيب بوليفية ، فعالية نظم الإنذار المبكر في التنبؤ بالأزمات - الأزمة المالية العالمية 2007 نموذجاً - ، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية - العدد الاقتصادي 33(02) جامعة زيان عاشور الجلفة الجزائر ، ص 240

³ ليلي عشوب ، آليات و إستراتيجيات التصدي للأزمات المالية العالمية دراسة حالة أزمة الديون السيادية الأوروبية 2010 ، دكتوراه علوم غير منشورة ، جامعة أم بواقي الجزائر ، ص

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

أجبرت بريطانيا والولايات المتحدة على تخلي عن المعيار الذهبي خلال الحرب العالمية الأولى والكساد العظيم بحيث حدث المزيد من الانهيارات الأخيرة في مواجهة هجمات المضاربة الساحقة على احتياطات البنك المركزي . وتتضمن بعض أزمات الصرف الأجنبي المعروفة انهيار الأسعار الثابتة التابع لصندوق النقد الدولي IMF (1946-1971).

فبداية هذه نوع من الأزمات كانت في المكسيك والأرجنتين خلال السبعينيات وأوائل الثمانينات ، والنظام النقدي الأوروبي في عام 1992 ، والمكسيك في عام 1994 ، والأزمة الآسيوية 1997 من الواضح أنه لم يتم تحديد أي نظام سعر الصرف ثابت بالفعل نبدأ بنماذج Flood and Marion لقد طوراً نماذج الجيل الأول لشرح الأزمات ميزان المدفوعات التي عانت منها البلدان النامية خلال السبعينيات والثمانينيات كانت هذه الأزمات في كثير من الأحيان مدفوعة بالعجز المالي الحكومي الكبيرة بشكل غير مستدام ، والذي تم تمويله من خلال خلق الائتمان المحلي المفرط الذي استنفد في نهاية المطاف احتياطات النقد الأجنبي للبنك المركزي ، وبالتالي تؤكد نماذج الجيل الأول من الإنذار المبكر على سوء الإدارة الكلية باعتباره السبب الرئيسي في ذلك . وهم يقترحون أن حجم المطلوبات المالية للدولة (العجز المالي للحكومة ، والديون قصيرة الأجل ، وعجز الحساب الجاري) بالنسبة لقدرةًها على المدى القصير على دفع احتياطات الصرف المتداولة والارتفاع الحقيقي للأسعار المحلية ويجب أن يشير مستوى التضخم إلى احتمالية متزايدة بحدوث أزمة .

في تجربة أحداث أزمة النظام النقدي الأوروبي عام 1992 أو الأزمة الآسيوية عام 1997 ، بدأ أن القليل من البلدان المتضررة وقعت ضحية لسوء إدارة الإقتصاد الكلي حيث أثرت هذه الأزمات على أساسيات الإقتصاد الكلي ولا تتناسب مع قالب النماذج الجيل الأول ومن هنا بدأ تطوير نماذج الجيل الثاني من أنظمة الإنذار المبكر.¹

المطلب الثاني : أنظمة الإنذار المبكر الجيل الثاني :

الميزة الرئيسية لنماذج الجيل الثاني هي أنها تراعي خيارات السياسة المتاحة للسلطات للدفاع عن سعر الصرف ، قد تضطر الحكومة إلى اقتراض احتياطات النقد الأجنبي ورفع أسعار الفائدة المحلية ، وتقليل عجز الميزانية ، و/أو فرض ضوابط على الصرف وبالتالي فإن الدفاع عن سعر الصرف يعد أمر مكلفا . ويعتمد استعداد الحكومة لتحمل هذه التكاليف جزئياً على حالة الإقتصاد ، فإذا كانت ستعمل على إلغاء سعر الصرف أو إعادة تنظيمه ، تعتمد التكاليف التي تتحملها السلطات للحفاظ على سعر الصرف الثابت وعلى توقعات الجمهور بشأن السياسة المستقبلية وبالتالي فإن الحدث الخارجي الذي يغير توقعات الجمهور بشأن

¹Nelson c. Mark , **International Macroeconomics and financetheory and econometric Methods** , BLACKWELL ,P 256_257

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

السياسة المستقبلية وبالتالي فإن الحدث الخارجي الذي يغير توقعات الجمهور يمكن أن يرفع تقييم الحكومة لتكلفة الحفاظ على سعر الصرف .

الملخص: تستخدم نماذج الجيل الأول في التنبؤ بحدوث أزمة ، وتشير هذه النماذج إلى أن الاقتصاد الكلي مثل عجز الميزانية وعجز الحساب الجاري والدين الخارجي بالنسبة لمخزون الاحتياطات الدولية يجب أن يكون لها محتوى تنبؤي للأزمات المستقبلية في حين نماذج الجيل الثاني هي نماذج للأزمات التي تتحقق من تلقاء نفسها ، والتي تجعل صنع سياسات الحكومية داخليا وتؤكد التفاعل بين قرارات السلطات وتوقعات الجمهور ¹ . تخفيف وسائل التنظيم والرقابة من أجل تشجيع المستثمرين الأجانب عن طريق الميزات التي توفرها سياسات التحرر المالي كونها تنطوي على تحرير الطوابط على تدفقات رأس المال الداخلة والخارجة ، مما زاد من مستوى المشاشة المالية لدى الدول النامية الأمر الذي يجعلها عرضة للأزمات (المالية والنقدية الدولية) الدورية .

المطلب الثالث : فعالية نظم الإنذار المبكر في التنبؤ بالأزمة المالية العالمية 2008:

بالنظر إلى مدى فعالية نظام الإنذار المبكر هناك من الأكاديميين من يعترف بأن عدد كبيراً من الأزمات لم تكن متوقعة ، فمثلاً تعرضت وكالات التصنيف للإنتقاد بسبب فشلها في التنبؤ بالأزمة الآسيوية ، كما تعرضت للمسألة بسبب أزمة الرهن العقاري 2008، إذ يشير **EICHENGREEN 2008** إلى أن وكالات التصنيف فشلت في التمييز بين المخاطر الأوراق المالية المختلفة ، كما أنها فشلت في تصنيف درجة الأوراق المالية المدعومة برهن العقاري ، فالأزمة المالية العالمية 2008 بتداعياتها وإنعكاساتها تدل على فشل نماذج الإنذار المبكر في رصدتها .

الفرع الأول : عيوب نماذج الإنذار المبكر :

أنها تحاول أن تجمع كل البلدان والأزمات في سلة واحدة ، مع إغفال كم هائل من المعلومات والمتغيرات التي لا يمكن قياسها بسهولة ، وعليه فإن الأدبيات الحديثة تركز على الوضع المالي التفصيلي لمختلف القطاعات (الحكومة ، البنك المركزي ، البنوك التجارية ، قطاع الأعمال) بدلا من التركيز على الوضع المالي للبلد ككل والذي يمكن أن يخفي بعض الإختلالات على المستوى القطاعي . لكن الواقع أثبت عكس ذلك ، فالمؤسسات المالية والبنوك العالمية أكدت عجزها وعدم قدرتها على توقع هذه الأزمة وهذا حسب تقرير الصندوق النقد الدولي .

الفرع الثاني : أهم النقاط لتصميم نظام الإنذار المبكر : هناك بعض النقاط يجب أخذها بعين الاعتبار لتصميم نظام الإنذار المبكر وهي كالتالي :

¹Nelson c. Mark , P 262

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

✓ إذا كان تطبيق نظام الإنذار المبكر للأزمات المالية سوف يختلف تأثيره من دولة متقدمة إلى دولة نامية ، فلن يكون هذا الاختلاف في النظام ذاته ، ولكن في حدوده الدنيا والعليا التي يتم تصميمها داخل النظام .

✓ العدوى المالية عبر الحدود ، فهذا المؤشر يصب قياسه أو التنبؤ به عند تصميم النظام (مثل دول جنوب شرق آسيا التي تأثرت بشكل كبير بدور العدوى المالية فيما بينها)

✓ نشير أيضا إلا أن الأزمات المالية والاقتصادية قد تحدث في بعض الدول المتشابهة في ظروفها الاقتصادية وهيكلها الانتاجية ، ولكن قد تكون الأسباب التي أدت إلى حدوث مثل هذه الأزمات مختلفة ما بين دولة وأخرى مثل (تايلندا وماليزيا في الأزمة الآسيوية التعميم) غير مطلوب في التصميم¹.

المبحث الثالث :مجموعة العشرين G20 ودورها في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة والمتقدمة بعد الازمة المالية العالمية 2008:

مجموعة العشرين (Group of Twenty) :هي منتدى عالمي يجمع الاقتصادات المتقدمة والصاعدة في العالم. يوجد حاليًا 8 اقتصادات متقدمة (مثل أستراليا وكندا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة) و 11 اقتصادًا ناشئًا (الأرجنتين والبرازيل والصين والهند وإندونيسيا وكوريا والمكسيك وروسيا ، المملكة العربية السعودية وجنوب إفريقيا وتركيا) والاتحاد الأوروبي².

وهي مُنتدى دولي يجمع الحكومات ومُحافظي البنوك المركزية من 19 دولة والاتحاد الأوروبي. تأسست المنظمة سنة 1999، وذلك بهدف مناقشة السياسات المتعلقة بتعزيز الاستقرار المالي الدولي، وأيضاً معالجة القضايا التي تتجاوز مسؤوليات أي شخص. وسعت مجموعة العشرين جدول أعمالها منذ عام 2008، حيث أصبح يُشارك في قممها رؤساء الحكومات أو رؤساء الدول، فضلاً عن وزراء المالية ووزراء الخارجية ومراكز الفكر.

تتكون مجموعة العشرين من 19 دولة عُضو بالإضافة إلى الاتحاد الأوروبي يُمثل هذا الأخير في قمم المجموعة كحل من المفوضية الأوروبية والبنك المركزي الأوروبي. تُمثل اقتصادات الدول الأعضاء في مجموعة العشرين مُتجمعة حوالي 90% من إجمالي الناتج العالمي، و80% من التجارة العالمية (أو 75% في حالة عدم احتساب التجارة البينية في الاتحاد الأوروبي)، وتُثني سكان العالم، وحوالي نصف مساحة اليابسة في العالم.

مع تزايد مكانة مجموعة العشرين بعد القمة الافتتاحية لقادتها في عام 2008، أعلن قادة المجموعة في 25 سبتمبر 2009 أن المجموعة ستحل محل مجموعة الثماني باعتبارها المجلس الاقتصادي الرئيسي للدول الغنية منذ نشأتها،

¹ العيد صوفان ، الطيب بولحية، مرجع سبق ذكره ، ص 245

² Xiaochen Ding and Lu Sui ,The Complexity of Global Capital Flows: Evidence from

G20 Countries: تاريخ التحميل :https://www.hindawi.com/journals/ddns/2021/1162155/2021-12-12، من الموقع :

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

تعرضت سياسات عضوية مجموعة العشرين لانتقادات من قبل بعض المثقفين، وكانت قممها مكانا لاحتجاجات كبيرة¹.

المطلب الأول : مجموعة العشرين G20 وتدفقات رأس المال العالمي :

يسعى قادة العالم إلى حلول تعاونية لمنع المزيد من الأزمات ، تعمل قمة مجموعة العشرين على أطر السياسات الاحترازية الكلية ، بما في ذلك الأدوات (أي ضوابط رأس المال واحتياطات العملات الأجنبية) للتخفيف من تأثير التدفقات الرأسمالية المفرطة في المستقبل ، التي تعمل لإدارة الفعالة لتدفق رأس المال ، من منظور عملي لإدارة المخاطر الاقتصادية والمالية ، على تسهيل استقرار تدفقات رأس المال بين الدول المتقدمة والناشئة.

مجموعة العشرين هي منصة أساسية لمناقشة وتصميم أطر ومعايير السياسة العابرة للحدود إن تنوع أعضائها ، مع مستويات مختلفة جدًا من التنمية الاقتصادية والمالية ، يضمن تمثيل مجموعة واسعة من الآراء

"يصف هذا القسم تدفقات رأس المال وعوامل الدفع والجذب الشكل التالي يسלט الضوء على صافي رأس مال كل بلد إلى الداخل (أو الخارج) إلى صافي رأس المال العالمي إلى الداخل (أو الخارج) تساهم اقتصادات الولايات المتحدة والمملكة المتحدة بشكل أكبر ، بحوالي 20 ٪ من تدفقات رأس المال العالمي من الاقتصادات المتقدمة الأخرى ، مثل ألمانيا وفرنسا واليابان و لديها رأس مال داخلي أكبر بكثير من إجمالي رأس المال العالمي.

يبدو أن بقية الدول لديها رأس مال خارجي أكثر من رأس المال الداخلي باستثناء كوريا الجنوبية بالنسبة لجانب البلدان المتقدمة ، وتساهم معظم الدول الناشئة في مجموعة العشرين : مثل روسيا والصين والبرازيل والمكسيك والهند وإندونيسيا ، بمستويات عالية جدًا من الاستثمار الأجنبي المباشر FDI في الداخل والخارج و تظهر هذه النتائج أن كلا من أعضاء مجموعة العشرين المتقدمين والناشئين هم مشاركون مهمين في تدفقات رأس المال العالمية على النقيض من ذلك ، الجدول 1 و 2² يوضحا صافي تدفقات رأس المال إلى الداخل والخارج إلى الناتج المحلي الإجمالي في جميع البلدان المتقدمة ، لديها بعض رأس المال الخارج / الناتج المحلي الإجمالي أعلى من رأس المال الداخلي / الناتج المحلي الإجمالي باستثناء أستراليا من الدول المتقدمة ، في حين أن معظم الدول الناشئة هي عكس ذلك تمامًا باستثناء كوريا الجنوبية وروسيا³.

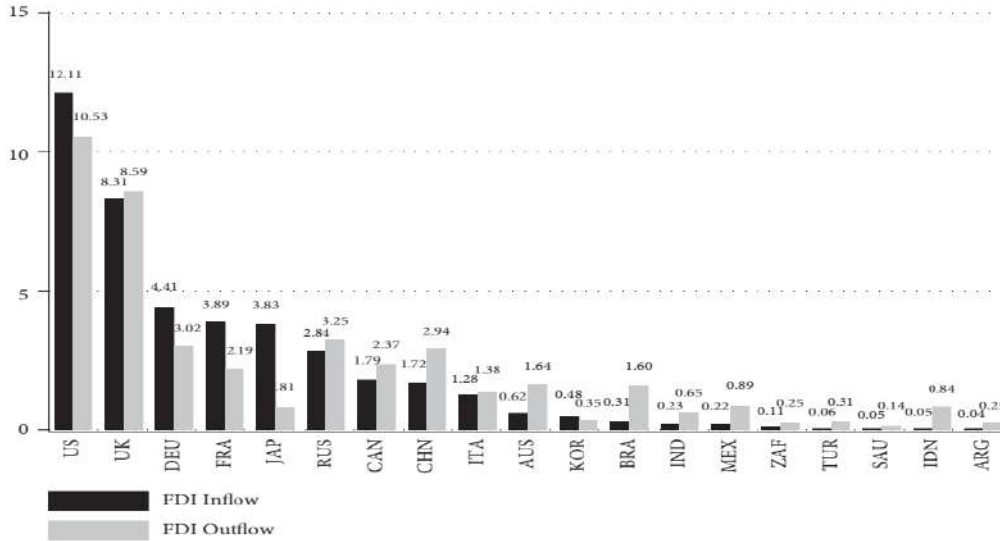
¹ ، تاريخ تحميل 10-12-2021 من موقع <https://ar.wikipedia.org/wiki/2021-12-10>

² G20 Countries Xiaochen Ding and Lu Sui ,The Complexity of Global Capital Flows: Evidence from , p 7

³Xiaochen Ding, P5

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

الشكل (2-10): يوضح حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في الداخل والخارج



Xiaochen Ding and Lu Sui ,The Complexity of Global Capital Flows: Evidence from G20 Countries, P6

تستكشف هذه الدراسة كيف تؤثر عوامل الدفع والجذب على التدفقات الرأسمالية العالمية في دول مجموعة العشرين بحيث تصف وتحلل التدفقات الرأسمالية لمجموعة العشرين وتدفقات رأس المال العالمية ، والتي تم جمعها من الإحصاءات المالية الدولية لصندوق النقد الدولي من عام 2000 إلى عام 2015 بتواتر سنوي. ويتم احتساب الجذب والدفع لتحركات وتدفقات حساب رأس المال من "الاستثمار الأجنبي المباشر أو الغير مباشر / الناتج المحلي الإجمالي "

فمجموعة العشرين تستمد معطياتها كالتالي :تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر FDI و الاستثمار الغير مباشر FPI الخارج / الناتج المحلي الإجمالي " من بيانات صندوق النقد الدولي " .

أما معطيات تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر FDI والاستثمار الأجنبي الغير مباشر FPI / الناتج المحلي الإجمالي " من بيانات ومؤشرات التنمية العالمية WDI .

وتشمل تدفقات رأس المال الدولي بشكل أساسي الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمار المحافظة الأجنبية (FPI) والإقراض المصرفي . يمثل الاستثمار الأجنبي المباشر إنشاء أعمال تجارية طويلة الأجل في بلد أجنبي ، مثل عمليات الدمج والاستحواذ الدولية ، وتحويلات التصنيع إلى البلدان ذات القوى العاملة الرخيصة علاوة على ذلك يشير مؤشر الاستثمار الأجنبي في العادة إلى الاستثمار قصير الأجل في الأصول المالية مثل أسهم المحافظة وديون المحافظة .

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

المطلب الثاني: مجموعة العشرين G20 ودورها في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008:

تميل جميع البلدان إلى توسيع تدفقات رأس المال الدولية حسب دراسة Forbes a, Francis E. Warnock¹ شرحاً موجزاً تدفق رأس المال: الاندفاعات والتوقفات والهروب والانكماش. وجدوا أن العديد من الاستثمارات انتقلت من البلدان المتقدمة إلى البلدان الناشئة منذ أن زاد الناتج المحلي الإجمالي وأسواق الأسهم العالمية بسرعة في بعض البلدان الناشئة من عام 2000 إلى عام 2007. في حين بعد عام 2010 تباطأ التطور الاقتصادي العالمي وأصبح الدولار الأمريكي أقوى بينما عادت الاستثمارات إلى التقدم للاقتصادات في الوقت الحاضر، من المتوقع أن ينخفض الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي بسبب هشاشة الاقتصاد العالمي وضعف الرئيسي في الطلب الكلي، تتحكم هذه الدراسة في الأزمة المالية 2007-2009 و تشير إلى العلاقة السلبية بين الأزمة المالية وتدفقات رأس المال إلى أن جميع البلدان تميل إلى الحد من تدفقات رأس المال الداخلة والخارجة خلال الأزمة المالية.

فخلال الأزمة المالية العالمية 2008: شهد عدد غير مسبوق من البلدان توقفات مفاجئة لتدفقات وتنقلات حساب رأس المال بحيث حدث تقليص النفقات فليس من المستغرب أن يكون هناك ارتفاع في حالات التوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال إلى 78٪ من إجمالي تدفقات رأس المال العالمي.

• نتائج التي خلصت لها مجموعة العشرين G20 لإدارة تدفقات رأس المال 2011²:

انعقدت القمة السادسة للمجموعة في كان في نوفمبر 2011 للخروج من تداعيات الأزمة المالية 2008 وإدارة تدفقات رأس المال 2011 كما أقرها وزراء مالية مجموعة العشرين ومحافظو البنوك المركزية وخلصت لنتائج التالية:

- يمكن أن تكمل تدابير إدارة تدفق رأس المال تستخدم جنباً إلى جنب، بدلاً من أن تحل محل إدارة النقد وسعر الصرف وإدارة الاحتياطيات الأجنبي والسياسات الاحترازية.
- ينبغي تناول القرار المتعلق بما إذا كان ينبغي استخدام تدابير إدارة تدفق رأس المال وكيفية استخدامها من منظور عملي لإدارة المخاطر الاقتصادية والمالية، مع الأخذ في الاعتبار أن الاستخدام المنسق لأدوات السياسة المختلفة هو أمر ضروري.
- لا ينبغي استخدام تدابير إدارة تدفق رأس المال لتجنب أو تأخير التعديلات الضرورية في الاقتصاد على وجه الخصوص، سوف نتحرك نحو أنظمة سعر الصرف الأكثر تحديداً في السوق وتعزيز مرونة سعر

¹ Kristin J. Forbes a, Francis E. Warnock b, Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment, Journal of International Economics, 29-03-2012, vol. 88, no. 2, pp. 235-251

² G20 Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences, October 15, 2011, PP1-3

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات

الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

- الصرف لتعكس الأساسيات الاقتصادية الأساسية والامتناع عنتخفيض قيمة العملات بشكل تنافسي لكي لا تقع في حرب العملات.
- لا يوجد نهج واحد يناسب الجميع أو تعريف صارم لشروط استخدام تدابير إدارة تدفق رأس المال. يجب أن تؤخذ الظروف الخاصة بكل بلد في الاعتبار عند اختيار نهج السياسة العامة للتعامل مع تدفقات رأس المال.
- يلعب حجم وعمق ومستوى تطور القطاع المالي المحلي ، فضلاً عن القوة المؤسسية والتنظيمية للبلد دوراً رئيسياً في تقييم الملاءمة والقوة النسبية وعيوب تدابير السياسة المختلفة.
- يجب أن تعمل تدابير إدارة تدفق رأس المال بطريقة معاكسة للتقلبات الدورية ، وفقاً لحالة الاستقرار المالي والاقتصادي الكلي العالمي والمحلي المحدد و يجب أن تتسم إجراءات إدارة تدفق رأس المال بالشفافية ، وأن يتم إبلاغها بشكل صحيح ، وأن تكون موجهة لمخاطر محددة تم تحديدها. من أجل الاستجابة بشكل صحيح للمخاطر المحددة ، يجب مراجعة تدابير إدارة تدفق رأس المال بانتظام من قبل السلطات الوطنية أو الإقليمية حسب الاقتضاء على وجه الخصوص ، و يجب تكييف ضوابط رأس المال أو عكسها مع انحسار الضغوط المزعزعة للاستقرار. تحتاج أطر إدارة تدفق رأس المال إلى الحفاظ على مرونة كافية من أجل أن تكون فعالة في ظل ظروف وتحديات مختلفة ، بما في ذلك من أجل المساعدة في منع جهود التحايل.
- من المهم زيادة تعزيز القطاعات المالية المحلية. يمكن أن يساعد تطوير أسواق رأس المال والسندات المحلية وتعميقها على امتصاص تدفقات رأس المال والتعامل مع تقلباتها ، وتوجيهها إلى الأنشطة الإنتاجية في القطاع الحقيقي ، وتعزيز نمو وتطور الاقتصاد المحلي والحفاظ على قاعدة التمويل في حالة التمويل الدولي. نظراً لأن السوق المالي الأكثر تطوراً يميل إلى جذب تدفقات رأس المال ، وبالتالي يمكن أن يؤدي إلى تدفقات خارجية مفاجئة ، فمن المهم وضع لوائح تنظيمية وممارسات احترازية تتناسب مع تنمية القطاع المالي والحفاظ على توازن حكيم مع اقتصاد القطاع الحقيقي كما ينبغي النظر في إطار احترازي كلي مناسب.
- تلعب عوامل الدفع والجذب في مثل ظروف السيولة العالمية وآفاق النمو طويل الأجل وإدراك المخاطر العالمية ، دوراً في تحديد حجم وتكوين تدفقات رأس المال.
- يجب على أي بلد لديه القدرة على التأثير على الآخرين من خلال قرارات سياسته الوطنية (بما في ذلك في هذا السياق بالذات سياسات إدارة سعر الصرف ، والسياسة النقدية في البلدان والمناطق المصدرة للعملات الاحتياطية ، والسياسات التنظيمية والإشرافية ، وتدابير إدارة تدفق رأس المال) التأثير

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

المحتمل لمثل هذه التداعيات في الاعتبار عند الموازنة بين خيارات السياسة المختلفة المتوافقة مع أطر الاقتصاد الكلي الوطنية. يجب أن تكون هذه السياسات موضوع مراقبة متعددة الأطراف منتظمة وذات مصداقية ومنصفة لتقييم كل من تأثيرها الفردي وآثارها غير المباشرة الإجمالية.

► يمكن أن يكون لسياسات الاقتصاد الكلي التي تتبعها جهات إصدار العملات الاحتياطية تأثير مركزي على السيولة العالمية ، وبالتالي على تدفقات رأس المال. وتتحمل تلك البلدان مسؤولية خاصة في الحفاظ على سياسة اقتصاد كلي سليمة ومستدامة بهدف تجنب الاختلالات المفرطة والانعكاسات الحادة للسياسة.

الفصل الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية في تحرير حسابات رأس المال للاقتصادات الناشئة وتجنب مخاطر الأزمات المالية الدولية

خلاصة الفصل :

لا يوجد أي التزام لتحرير حساب رأس المال بموجب الإطار القانوني لصندوق النقد الدولي ومع ذلك هناك اتفاق على أن تدفق رأس المال قد ينطوي على فوائد مهمة للاقتصادات الناشئة وكذلك للاقتصاد العالمي ، شريطة تلبية الشروط المسبقة المهمة لنجاح فتح حساب رأس المال ، بما في ذلك على وجه الخصوص إطار تنظيمي ورقابي قوي.

يجب أن يكون أحد الأهداف المهمة طويلة الأجل لدول مجموعة العشرين هو إيجاد الظروف المحلية والدولية من خلال التعاون المعزز التي تسمح للأعضاء بجني الفوائد من تحركات رأس المال الحرة مع منع وإدارة المخاطر للاستقرار المالي والاستدامة و النمو وتجنب الحمائية المالية.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحليل حساب

رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

تمهيد :

شهدت التسعينات عددا من الأزمات المالية التي تفجرت في كثير من الدول النامية ، وخاصة تلك التي وصفت بإطراء "كإقتصادات نموذجية " من قبل المؤسسات المالية الدولية فمع الأزمة المكسيكية أو الأزمة المالية العالمية 2008 مثلا تحملت الدول التي أطلق عليها لقب "النامور الآسيوية " نتائج عدوى هذه الأزمات .

رغم التوسع الكبير والتطور الذي عرفته الأسواق والاقتصادات المالية الناشئة منذ بداية التسعينات من القرن العشرين ، والدور الفعال الذي لعبته الحركية الدولية لرؤوس الأموال ، إلا أن هذا النجاح الذي حققته لم يخلوا من الاضطرابات ثم الأزمات وقد أرجعها البعض إلا ضعف هيكلية كامن تتميز به هذه الأسواق والاقتصادات بشكل عام.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

المبحث الأول تجربة الاقتصاد الناشئ المكسيكي 1994:

المطلب الأول طبيعة الاقتصاد المكسيكي :

يحتل اقتصاد المكسيك المرتبة الخامسة عشرة في العالم من حيث القيمة الاسمية والمرتبة الحادية عشرة في العالم من حيث تعادل القوة الشرائية، وذلك بحسب صندوق النقد الدولي منذ أزمة 1994 حسّنت الإدارات من أساسيات الاقتصاد الكلي للبلاد. لم تتأثر المكسيك بشكل كبير بأزمة أمريكا الجنوبية عام 2002 وحافظت على معدلات نمو إيجابية وإن كانت منخفضة، بعد فترة وجيزة من الركود في عام 2001 ومع ذلك كانت المكسيك إحدى دول أمريكا اللاتينية الأكثر تضرراً من الركود في عام 2008 مع تقلص الناتج المحلي الإجمالي لأكثر من 6٪ في تلك السنة.

شهد الاقتصاد المكسيكي استقراراً غير مسبوق في الاقتصاد الكلي، ما أدى إلى خفض معدلات التضخم المالي وأسعار الفائدة إلى مستويات قياسية وزيادة دخل الفرد على الرغم من هذا لا تزال هناك فجوات هائلة بين سكان الحضر والريف والولايات الشمالية والجنوبية والأغنياء والفقراء تتضمن بعض القضايا التي لم يُتوصل لحل لها تحسين البنية التحتية وتحديث النظام الضريبي وقوانين العمل والحد من التفاوت في الدخل شكّلت عائدات الضرائب مجتمعة ما نسبته 19.6 في المئة من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2013، إذ تعتبر الأقل بين 34 دولة في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية¹.

يحتوي الاقتصاد على قطاعات صناعية وخدمية حديثة وسريعة التطور مع تزايد في الملكية الخاصة وسّعت الإدارات الحديثة نطاق المنافسة في الموانئ والسكك الحديدية والاتصالات وتوليد الكهرباء وتوزيع الغاز الطبيعي والمطارات بهدف تحسين البنية التحتية كالاقتصاد موجه نحو التصدير، فإن أكثر من 90٪ من التجارة المكسيكية تخضع لاتفاقيات التجارة الحرة FTAs مع أكثر من 40 دولة بما في ذلك الاتحاد الأوروبي واليابان وإسرائيل ومعظم دول أمريكا الوسطى والجنوبية تُعتبر اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية NAFTA أكثر اتفاقيات التجارة الحرة نفوذاً والتي دخلت حيز التنفيذ في عام 1994 وجرى توقيعها في عام 1992 من قبل حكومات الولايات المتحدة وكندا والمكسيك في عام 2006 شكلت التجارة مع شريك المكسيك الشماليين ما يقارب 90٪ من صادراتها و 55٪ من وارداتها في الآونة الأخيرة وافق كونغرس الاتحاد على الإصلاحات الضريبية والتقاعدية والقضائية الهامة، وتُجرى حالياً مناقشة عملية الإصلاح في صناعة النفط كان لدى المكسيك 15 شركة ضمن قائمة تصنيف «فوربس غلوبال 2000» لأكبر الشركات في العالم لعام 2016².

¹ تاريخ الاطلاع 10-11-2020 <http://www.compareyourcountry.org/tax-revenues?cr=oced&cr1=oced&lg=en&page=0#>

² تاريخ الاطلاع 15-01-2021 <https://www.forbes.com/lists/global2000/?sh=7efb27ac5ac0#/country:Mexico2021-01-15>

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

بلغ مجموع القوى العاملة في المكسيك 52.8 مليون بدءاً من عام 2015 تصنّف كل من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDC) ومنظمة التجارة العالمية (WTO) العمال المكسيكيين على أنهم الأكثر عملاً في العالم من حيث عدد ساعات العمل سنوياً، على الرغم من أن الربحية لكل ساعة عمل للشخص لا تزال منخفضة¹

جدول (3-10) أهم الإحصائيات للإقتصاد المكسيك²

الإحصائيات	
الناتج الإجمالي	1.15 تريليون دولار أمريكي (2017)
نمو الناتج الإجمالي	2.3 نسبة مئوية (2016)
نصيب الفرد من الناتج الإجمالي	8910 دولار أمريكي (2017)
التضخم الاقتصادي (CPI)	3.4 نسبة مئوية (2016)

الفرع الأول: برنامج استبدال الواردات ومشاريع البنية التحتية:

كان الاستقرار الاقتصادي في البلاد والتصنيف الائتماني العالي الذي يسمح بالافتراض والقوة العاملة المتعلمة على نحو متزايد والمدخرات التي تسمح بشراء السلع الاستهلاكية ظروفاً ممتازة لبرنامج الحكومة لتصنيع بدائل الاستيراد يمكن إنتاج السلع الجاهزة التي تم شراؤها في الخارج محلياً عن طريق شراء الآلات أما الصناعة ناجحة هي صناعة النسيج أنشأت الشركات الأجنبية فروعاً في المكسيك مثل كوكا كولا بيبسي وسيرز (المكسيك) بموجب القوانين المكسيكية التي تنظم الاستثمار الأجنبيتم بالفعل إنشاء صناعة السيارات في المكسيك بعد فترة قصيرة من انتهاء المرحلة العسكرية للثورة المكسيكية حيث أصبح بويك أول منتج للسيارات الذي تم تأسيسه رسمياً في المكسيك في عام 1921 إلى عام 1925 تم تأسيس شركة فورد للسيارات أيضاً وبدأ تصنيع المركبات

¹ <https://web.archive.org/web/20190328120444/https://www.businessinsider.com/the-hardest-working-countries-in-the-world-2011-4> تاريخ الاطلاع 2020-10-11

² نفس المرجع السابق .

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

في البلاد مع نمو السوق الاستهلاكية من الطبقة المتوسطة مثل هذه السلع الاستهلاكية باهظة الثمن ومن هنا توسعت القاعدة الصناعية في المكسيك لتلبية الطلب.

عززت الحكومة تطوير صناعات السلع الاستهلاكية الموجهة نحو الأسواق المحلية من خلال فرض رسوم حماية عالية وغيرها من الحواجز أمام الواردات ارتفعت حصة الواردات الخاضعة لشروط الترخيص من 28 في المائة في عام 1956 إلى ما يزيد عن 60 في المائة خلال الستينيات وحوالي 70 في المائة في السبعينيات. شكلت الصناعة 22 في المائة من إجمالي الإنتاج في عام 1950 و 24 % في عام 1960 و 29 % في عام 1970 وانخفض نصيب إجمالي الإنتاج الناتج عن الزراعة والأنشطة الأولية الأخرى خلال الفترة نفسها في حين ظلت الخدمات ثابتة.

عززت الحكومة التوسع الصناعي من خلال الاستثمار العام في البنية التحتية الزراعية والطاقة والنقل نمت المدن بسرعة خلال هذه السنوات مما يعكس تحول العمالة من الزراعة إلى الصناعة والخدمات مما أدى إلى زيادة عدد سكان الحضر بمعدل مرتفع بعد عام 1940 وقد تجاوز نمو القوى العاملة في المناطق الحضرية معدل نمو العمالة الصناعية حيث حصل فائض العمال على وظائف خدمة منخفضة الأجر¹.

الفرع ثاني: التحرير المالي للإقتصاد المكسيكي :

عرف اقتصاد المكسيك لأكثر من عشرية كاملة معدلات نمو مرتفعة ناتجة عن تغير هيكلية وتثبيت الاقتصاد الكلي ، اتبع البلد مخططا واسعا من الإصلاحات خلال الفترة (1985-1995) ترجمة إرادة السلطات العمومية بوضع آليات السوق بشكل موسع في إطار إعادة البناء الاقتصادي ، وقد بدأ المكسيك عمليات التحرير من خلال برامج الخوصصة وتعزيز الأوضاع المالية وتخفيف الضوابط التنظيمية ، كما بذل جهود في انفتاح التجارة من خلال اتفاق تجارة الحرة لأمريكا الشمالية **NAFTA** ، واستقرت الديون الخارجية بعد إعادة جدولتها وتخفيضها في إطار مخطط برادي وقد نتج عن هذه السياسات انتعاش ونمو اقتصادي كبيرين كما أعطى انطباع باستقرار المكسيك وفي هذا السياق تدفق عليه كميات هائلة من رؤوس الأموال بما أنها فرص أكثر ربحية مقارنة بما تقدمه البلدان الصناعية²

¹ تاريخ <https://web.archive.org/web/20200221090423/https://archive.org/details/mexicosdemocracy0000unse>

12-10-2021 التحميل

² نادية العقون ، مرجع سبق ذكره ، ص 96

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

المطلب الثاني: الأزمة المالية المكسيكية : أول أزمة مالية حادة للنظام المالي العالمي:

نجمت الأزمة المكسيكية عن تدفق مذهل لرؤوس الأموال إلى الخارج ، وكانت سرعة هذا التدفق مثير للإهتمام وممهدة للإختيار النظام المالي العالمي ، فحسب MICHEL CAMDESSUS المدير التنفيذي السابق لصندوق النقد الدولي " فإن الأزمة المكسيكية عام 1995 كانت الأزمة الأولى والكبيرة في عالمنا الجديد عالم الأسواق المعولمة التي جرت وراءها أزمات في عدد كبير من دول العالم .

الفرع الأول: أزمة المكسيك 1994:

شهدت المكسيك في بداية التسعينات ، فترة تحرير شملت إزالة القيود على تدفقات رؤوس الأموال وخصخصة عدد من البنوك ، صاحبها مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بلغت قيمتها الإجمالية 91 مليار دولار خلال الفترة (1993-1990)¹، ولقد ظهر السوق المالي المكسيكي في الحقة الزمنية التي سبقت الأزمة كفرصة استثمار مثالية للأجانب ، نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة ، والذي نجم عن الإصلاحات الإقتصادية الشاملة بالبلد تمثلت هذه الإصلاحات في خصخصة المؤسسات، ورفع القيود على التجارة الخارجية ، إضافة إلى إصلاحات أخرى في السياسة المالية²، مثلت استثمارات الحافظة FPI منها نحو 67% وقد ساهمت تلك التدفقات في زيادة حجم الائتمان الممنوح من البنوك للقطاع الخاص بمعدل نمو سنوي بلغ في المتوسط 66%، وكذا في إخفاء حقيقة العجز في حسابات العمليات الجارية بلغ عام 1994 نحو 9% من الناتج المحلي الإجمالي كما تدهور المدخرات المحلية و انخفضت نسبتها من الناتج المحلي الإجمالي ، كما تدهورت المدخرات المحلية أيضا حيث انخفضت نسبتها من الناتج المحلي الإجمالي من 15% إلى 5% خلال الفترة (1994-1990)، وأصبحت العملة الوطنية مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية .

وظلت الحكومة المكسيكية تتغاضى عن إجراءات تخفيض عملتها ، وأطلقت لها العنان لترتفع مدعومة بالتدفقات الرأسمالية الداخلة الممولة للعجز الحادث في الحساب الجاري بذريعة أن السلع المستوردة تساهم في تمويل السلع الرأسمالية ، وبالتالي توليد عائد الصادرات يكفي ويزيد لسداد الإلتزامات المتراكمة على المكسيك ، وهو الأمر الذي لم يتحقق .

وفي عام 1993، ظهرت العديد من المخاوف حول كفاءة عمليات الإقتراض من البنوك نتيجة ارتفاع نسبة الديون غير قابلة للسداد في محفظة البنوك ، مما أدى إلى انخفاض حاد معدل نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص صاحبه ارتفاع في سعر الفائدة وتخفيض شديد للبيزو المكسيكي في 31 يناير 1995 بحوالي 40%

¹ شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 45

² مصطفى يوسف الكافي ، الأزمة المالية الإقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (حذورها . أسبابها . تداعياتها . أفاقها) ، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، 2013، عمان الأردن ، ص 37

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

عن قيمته في منتصف ديسمبر 1994 وما ترتب عنه تدهور البنوك وعدم قدرة الشركات على تسديد التزاماتها المالية خاصة خدمة ديونها بالعملة الأجنبية .

وفي ظل هذه الأجواء استشعرت الأسواق المالية قلقا متزايدا حول استمرار العجز الكبير في الحساب الجاري وحدوث تخفيضات متتالية للعملة ، عكست التدفقات الرأسمالية اتجاهها وانسابت إلى خارج البلاد ، حيث شهدت رؤوس الأموال المستثمرة في محفظة الأوراق المالية FPI الانخفاض الأكثر حدة ، فبعد أن كانت التدفقات الداخلية تقدر بـ 23 مليار دولار في 1993 تحولت إلى صافي تدفق يقدر بـ (-14) مليار دولار في عام 1995¹.

وقد تمت حماية البيزو في البداية وغير أن استمرار عدم الثقة اتجاه قيمة البيزو وجعل كل متغيرات تتجه نحو الأزمة ولقد أدى كل ضغوطات إلى نمو المضاربة ، لقد عملت السلطات في البداية بحجة على توسيع شريط تذبذب البيزو في 20 ديسمبر بتخفيض قيمته بنسبة 12% ، تم مواجهة الهروب المستثمر لرؤوس الأموال ، بتعوم البيزو بعد ذلك بيومين وانهارت بذلك سوق الصرف ، حيث لم تكن الاحتياطات الكافية لحماية العملة .

الفرع الثاني : أهم أسباب وتدبير لمعالجة الأزمة:

✓ أهم أسباب أزمة المكسيك في مايلي :

1. ضعف النظم المالية المتسمة بعدم كفاية الاشراف واللوائح التنظيمية .
2. اختلال الموازين الخارجية ، وارتفاع كبير في قيمة العملة ، نتيجة ارتباطها بسعر صرف ثابت مع الدولار.
3. حدوث توسع نقدي بدرجة تؤدي إلى ارتفاع الضغوط التضخمية .
4. أدى الارتفاع في قيمة الصرف "سعرالصرف الحقيقي" والدين الخارجي القصير الأجل المتنامي ، وحجم العجز في حساب الجاري ، وهي التي تعقدت بفعل ضعف النظام المالي إلى ممارسة ضغوطا قوية على سوق النقد الأجنبي .
5. أدت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى فائض في سيولة نظامها المالي ، مما أدى إلى توسع البنوك في الاقراض للقطاع الخاص وخاصتا قطاع العقارات ، مما ترتب عليه تفاقم المشكلات الديون المدومة .
6. الاعتماد على القروض مقومة بالدولار واتباعها لنظام سعر الصرف غير مرن مما جعله أكثر عرضة للصدمات الخارجية ، والمضاربة على قيمة العملة "بيزو" .

¹ جمال شذا الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص ص(45-46)

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

7. تدفق رؤوس الأموال المفاجئ إلى الخارج على نطاق واسع والتوقف المفاجئ لرؤوس الأموال إلى داخل مما أدى إلى أزمة في نظام المالية الداخلية على نحو هدد استقرار القطاعات الانتاجية.

✓ تدابير التصحيح الفوري لمعالجة الأزمة المالية المكسيكية:¹

(1) تخفيض في العجز الحساب الجاري الخارجي وذلك بدعم مالي استثنائي مما سمح بتقليص العجز من 6.7% خلال الفترة (1992-1994) إلى 1% من ناتج محلي الاجمالي خلال الفترة (1995-1997)

(2) علي مستوى نظام المالي تم اتخاذ اجراءات تعويم سعر الصرف وتحرير الأسواق .

(3) تم اللجوء إلى صندوق النقد الدولي والبنك العالمي لمنع امتداد الأزمة لبلدان أخرى .

(4) أما على المستوى الداخلي حيث قام البنك المركزي بمساعدة صندوق النقد الدولي والبنك العالمي تحت تصرف المصارف التجارية لمساعدتها في دفع المستحقات المالية دون تأخير .

المطلب الثالث : الأزمة المالية المكسيكية وتحرير حساب رأسمال :

في أواخر الثمانينات و أوائل التسعينيات ، وصفت المكسيك بإطراء كاققتصاد نموذجي . فقد تم خلال هذه الفترة تنفيذ عدة إصلاحات اقتصادية ، حيث حلت سياسات التحرير والخصخصة محل النموذج القديم الذي يعتمد على توجيه الحكومة .

ونتيجة لسياسة التحرير المنتهجة قام المستثمرون الأجانب باستثمار تدفقات رأسمالهم في المكسيك قدرت بـ 90 مليار دولار ما بين 1990 إلى 1993 ، 30 مليار دولار من هذه الإستثمارات على شكل استثمارات المحفظة وكان وراء توافد رؤوس الأموال الأجنبية للمكسيك عدة عوامل .

الفرع الأول: العوامل الخارجية للإستثمارات الأجنبية في المكسيك : هو تدني معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الذي حث المستثمرين على توظيف أموالهم في المكسيك وفي أماكن أخرى سعياً وراء كمية أكبر من الأرباح .

- لقد كانت خطة برايدي Brady لعام 1989 ودخول المكسيك في اتفاقية نافتا NAFTA مع الولايات المتحدة المتحدة وكندا من العوامل التي عززت ثقة المستثمرين الأجانب بالمكسيك .

الفرع الثاني: العوامل الداخلية للإستثمارات الأجنبية في المكسيك : هي ازدياد الناتج المحلي بمعدل 1%، 3 سنويًا بين 1988 و 1994، ومعدل التضخم المتدني الذي هبط من حوالي 145% إلى 6% وعملياً خصخصة واسعة النطاق للقطاعات المملوكة من قبل الدولة .

¹نادية عقون ، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية " ، أطروحة الحاج لخضر باتنة ، الجزائر ، سنة 2013 ، ص (96-98)

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

كان هناك سبب هام وراء هذه الفورة في الاستثمارات الأجنبية وهو رجوع الرساميل التي هربت من المكسيك إلى الولايات المتحدة أثناء أزمة الدين في الثمانينات.

فالرساميل التي دخلت مجددا إلى المكسيك كانت غالبا قصيرة الأمد و لكي يتم الحصول على ربح سريع عبر مضاربات مالية في الأسهم والأوراق المالية في أسواق المكسيك المالية .

فقد استخدمت جزء بسيط من استثمارات المحفظة المالية لخلق موجودات مادية جديدة ، كالمصانع والمعدات وهكذا كانت الاستثمارات الأجنبية وهمة أكثر منها حقيقية .¹

الجدول رقم (3-11) :صافي تدفقات المالية أثناء الأزمة المكسيكية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي GDP(%):

المحفظة المالية FPI	Private loans	FDI	Total التي تدفقات المالية الإجمالي	المكسيك 1994
1.8	- 0.1	2.6	3.8	

المصدر : ozan sula , THE Reversibility of different types of capital flows to emerging markets , Emerging markets review ,02 AUGUST 2009

الفرع الثالث :الدروس المستفادة من الأزمة المكسيكية : توضح الحالة المكسيكية مخاطر الاعتماد المفرط على التدفق المتقلب للرساميل قصيرة الأجل ، من أجل تمويل عجز مالي لا يمكن صيانته . فلا يمكن لتدفق الرساميل الخاصة أن يكون بديلا عن الادخارات المحلية فقط ، ويمكن للدولة أن تخفض من تعرضها لتقلبات الرساميل الخارجية بزيادة إدارتها الوطنية .

طالب الكثير من المحللين باعتماد خطوات مرحلية ومتتابعة في ما يتعلق بالاستيراد وسياسات التحرير المالي الخارجية . وهم ما يدعون أنه لا يمكن لعمليات تحرير المالي النجاح في غياب سياسة اقتصادية كلية وسليمة ، حيث طالبة يوجينا كورديا قالت : "من غير المحتمل أن تنجح سياسات التحرير الواسعة النطاق إذ لم نرسم اقتصادا سليما كليا"².

إن مزيج التحرير المالي والاستيرادي عندما يتبنى في سياق سياسات ضريبية ومالية متراخية ، قد يؤدي إلى دورات ازدهار - انهيار .

ومن المحتمل أن تتفاقم هذه النتيجة إذا اعتمدنا بإفراط على تكهنات تدفق الرساميل لتمويل مرحلة الازدهار ، لأن هذه التدفقات هي دورية بحد ذاتها ومن الممكن أن تتدفق خارج البلد عندما تسود الأوضاع ويكون البلد

¹ سنغ كفالجيت ، ترجمة رياض حسن ، مرجع سبق ذكره ص 78

² نفس المرجع السابق ص 99

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

بأمس الحاجة إليها " وهذا ماتم تحليله في فصل الأول حول دورات وسرعة تدفقات حساب رأسمال في ظل العولمة المالية¹.

المبحث الثاني: تجربة الاقتصاد الناشئ الماليزية 1997:

لقد أدى اندماج الأسواق المالية الناشئة بالأسواق الناضجة والذي يظهره الحجم الكبير للتدفقات المالية وهو الأمر اقتضى التحرير المالي أو العولمة المالية إن صح التعبير ، ولكن إذا كان لهذا التحرير والانفتاح فوائد فإنه ينقص من قدرة الدولة في التحكم في سياساتها الداخلية والتي تقوم على الموازنة بين أسعار كل من : سعر الصرف ، سعر الفائدة ، الأوراق المالية والسلع والخدمات ومن ثم عدم قدرة الدولة على السيطرة على الأزمات التي قد تظهر ، وبالفعل هذا ما التمسناه في الأزمة المالية التي ضربت الأسواق المالية الآسيوية سنة 1997 والتي امتدت آثارها إلى الأسواق المالية الناشئة وحتى الناضجة بسبب الاندماج .

المطلب الأول: طبيعة الإقتصاد الماليزي :

لدى ماليزيا سوق اقتصادي صناعي حديث، ومفتوح نسبياً وذو توجه دولي تلعب الدولة دوراً هاماً لكنه متراجع في توجيه النشاط الاقتصادي من خلال خطط الاقتصاد الكلي ففي عام 2012 كان اقتصاد الماليزي ثالث أكبر اقتصاديات منطقة جنوب شرق آسيا بعد إندونيسيا الأكثر سكاناً وتايلاند وهو الاقتصاد الـ 29 على العالم من حيث تعادل القوة الشرائية مع الناتج المحلي الإجمالي البالغ 492.4 مليار دولار أمريكي ونصيب الفرد 16,922 دولار في عام 2010، بلغ الناتج المحلي الإجمالي للفرد في ماليزيا 14,700 دولار في عام 2009 أما الناتج المحلي الإجمالي 383.6 مليار دولار، وكان نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي 8,100 دولار.

- باعتبار ماليزيا إحدى الدول الثلاث التي تسيطر على مضيق ملقا، لعبت مستويات التجارة الدولية دوراً مهماً للغاية في الاقتصاد الماليزي كانت ماليزيا آنفاً أكبر منتج لتصدير المطاط، وزيت النخيل في العالم.

- للقطاع الصناعي تأثير كبير في اقتصاد البلاد، إذ يشكل أكثر من 40% من الناتج المحلي الإجمالي و تُعد ماليزيا أيضاً أكبر مركز مالي ومصرفي إسلامي في العالم.²

لقد تبنت العديد من البلدان منذ الثمانينات سياسات لتعزيز المزيد من المنافسة المحلية من خلال إلغاء القيود التنظيمية وفتح اقتصاداتها أمام رأس المال الأجنبي. ومثلما أشارت إليه دراسة موريس أوبستفيلد (Maurice Obstfeld, 1998)

أن الانفتاح أمام التدفقات المالية الأجنبية يتمثل في دورها الإيجابي في دفع النمو الاقتصادي على

¹ بتصرف

² https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF_%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%B2%D9%8A%D8%A72021-05-15 تاريخ

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

المدى الطويل ، حيث تسمح لأسواق رأس المال الدولية بتوجيه المدخرات العالمية نحو أكثر الاستخدامات إنتاجا في جميع أنحاء العالم، كما تستطيع الاقتصادات النامية ذات الرأس المال الضئيل أن تقترض لتمويل الاستثمار، ومن ثم تعزيز نموها الاقتصادي دون أن يقتضي الأمر زيادة مدخرتها بصورة حادة.¹

فقد قال مهاتير محمد في برنامج شاهد على العصر على قناة الجزيرة² : "فافي نهاية الثمانينات بلغ معدل النمو بعد مرور عقد على توليه رئيسا للوزراء على السلطة 8 % سنويا كان مرتفع جدا لأن الحكومة كانت تحافظ على علاقة ودودة مع قطاع المال والأعمال في شكل موحد

فالحكومة لم تكن تفرض ضرائب على القطاع الخاص ، خلال فترة حكمه بتخفيض الضرائب على دخل الشركات 43 % إلى 26 % لأنه كلما خفضت من الضرائب يزيد نشاط في قطاع المال والأعمال حيث بحيث يحتفظ الناس بما يحققونه من أرباح ، ولهذا تسارع النمو نتيجة لضرائب الأقل ، فقد كنا بحاجة للقطاع الخاص ، وكان لدينا سياسة نسميها "ماليزيا المتعاونة" وهذه السياسة تعني: أن القطاع العام والخاص يعملان كأن ماليزيا شركة واحدة من أجل تحقيق أرباح ، وأن أغلب الأرباح ستعود عليهم لهذا كان القطاع الخاص نشيطا "

ففي 8 فيفري 1991 وضع مهاتير محمد رؤية نفضة ماليزيا 2020 إلى المجلس المهني الماليزي ما يعرف برؤية 20/20³

الفرع الأول: أهم التحديات التي واجهت دولة ماليزيا حسب مهاتير محمد :

◀ أننا نجتمع من ثلاث أعراق مختلفة لها ثلاث قيم مختلفة وهم الصينيون الذين يعملون بجد واجتهاد وابتكار للحصول على المال بجد واجتهاد، أما الملاويون (سكان الأصليون لماليزيا) يعملون بوتيرة اقل ويتركون الاقدار على الله دون الأخذ بالأسباب ، أما جزء الأخير هم الهنود يعملون بشكل عام في سكك الحديد.

- " التركيبة السكانية في البلاد هي كما يلي وتشمل هذه الملايو ، الصينية ، الهنود ، وغيرها من مجموعات أصلية. 50.1 % من السكان هم من الملايو ، و 22.6 % من الصينيين ، و 11.8 % من مجموعات أصلية بخلاف الملايين ، و 6.7 % من الهنود ، ومجموعات أخرى تمثل 0.7 % . غير المواطنين يمثلون

¹ عبد الحميد مرغيث ، تجربة ماليزيا الناجحة في التصدي للأزمة المالية الآسيوية ، كلية العلوم الاقتصادية جامعة جيجل الجزائر

² مهاتير محمد شاهد على العصر على قناة الجزيرة الحلقة 09 والدقيقة:20:36 دقيقة

³ نفس المرجع الدقيقة 43:00 دقيقة

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

8.2 ٪ من سكان ماليزيا المقيمين. يجعل هذا السياق متعدد الثقافات ماليزيا مجتمعًا غنيًا للغاية ، حيث تنوع الديانات والأطعمة والثقافة والعادات.¹

- الرؤية التي قدمها مهاتير محمد تستند إلى ما رآه في دول ناجحة كاليابان وكوريا والصين
- فقد وفراه حوافز للقطاع الخاص لكي يحقق مزيد من العمل لتحقيق أرباح أكبر و تقوم الحكومة بتحصيل الإيرادات الضريبية أكثر ومن ثم تقوم الحكومة بإنشاء مشروعات البنية التحتية أكثر الأمر كل يرتبط ببعضها البعض إنهما سياساتة نفسها لكن تطبيقها يأخذ نهج آخر.

جدول (3-12) حصة صادرات ماليزيا من الأقطار الآسيوية والدول المتقدمة (٪)

اليابان	أمريكا	كوريا ج	اندونيسيا	الفلبين	تايلندا	ماليزيا
12.4	18.3	3.2	1.5	1.3	3.7	

المصدر TAMUR BALG and ILAN GOLD Fajn , financial market contagion in the asian crisis , IMF, staff paper , vol 46, N2 (june1999), p170

الفرع الثاني: التحرير المالي للإقتصاد الماليزي :

استطاعت ماليزيا الحصول على مركز مرموق على المستوى العالم :وتعتبر من الدول النامية التي حققت تطورا اقتصاديا في فترة وجيزة .

على عكس غيرها من الدول النامية ، التي قامت بتفكيك كل الضوابط على أنظمتها المالية وتحرير أسواقها المالية فجأة ، اعتمدت ماليزيا نهج التدريجي في عملية التحرير

أ- تحرير أسعار الفائدة (1978-1985) أجرت ماليزيا سلسلة من الإصلاحات قبل تحرير أسعار الفائدة :

- تعويم العملة الماليزية في سنة 1973، ثم تم ربطها بسلة من العملات سنة 1975 استنادا إلى شركائها التجاريين الرئيسيين :

- إعتقاد نظام الصرف أكثر ليبرالية

- انشاء سوق مستقل لصرف الأجنبي ، وإنشاء سوق كوالالمبور للأوراق المالية

➤ إنطلقت المرحلة الرئيسية للتحرير في أكتوبر 1978 عندما سمح البنك المركزي الماليزي للبنوك التجارية بحرية تحديد حجم الائتمان ومعدلات الاقراض ، والحد الأقصى لأسعار الفائدة والتدخل الوحيد في هذه المرحلة تم إثر الصدمة النفطية (1979-1980) وإنعكاسها على نشاط الإقتصادي الماليزي .

¹<https://ar.history-hub.com/almgmoaat-alaarky-fy-malyzya2022-03-11> المجموعات العرقية في ماليزيا تاريخ المشاهدة

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

ب- التحرير المالي الاضافي (1987-1997):

انتعش الاقتصاد الماليزي سنة 1987 بعد فترة الركود ، مع أهداف تحرير الأسواق المالية استؤنفت عملية تحرير أسعار الفائدة بإستثناء أسعار الفائدة على بعض القروض الخاصة بقطاعات الأولية بقيمة خاضعة للبنك المركزي .

شهد بداية تسعينات عدد خطوات لإزالة معوقات تدفقات رأسمال ، ثم تم فصل سوق كوالالمبور للأوراق المالية عن بورصة سنغافورة لتصبح سوق مستقل ، كما تم انشاء سوق أفشور المالي العالمي ، والسماح للمؤسسات المالية الخارجية بالعمل بحرية وتحويل العملات الأجنبية ونق الأموال من وإلى ماليزيا دون الخضوع لأي رقابة وهو الأمر الذي أدى إلى استقطاب رؤوس الاموال التي كانت سبب في زعزعة استقرار ماليزيا.

ح- التحرير المالي بعد الأزمة المالية 1997:

بعد الأزمة المالية 1997 وخلال عامين تمكنت من الخروج من الأزمة ومواصلة مسيرتها التنموية .¹ ومن ذلك الحين أصبح ماليزيا تفرض بعض الضوابط على تدفقات وحساب رأس المال سوف يتم شرحها في المطلب الموالي .

المطلب الثاني: الأزمة المالية الآسيوية 1997:

حسب رواية مهاتير محمد رئيس وزراء ماليزيا في برنامج شاهد على العصر على قناة الجزيرة²: " ولدت فكرة تجمع آسيا عام 1967 في عهد تون رزاق كانت ماليزيا واندونيسيا والفلبين وتايلندا وسنغافورة ثم انضمت لاوس وميانمار وكموديا ، لأنهم كانت كل دولة تريد ضم الأخرى فكانت تكاليف الحرب مكلفة ولهذا عملوا تجمع اقصادى وهو من أنجح التجمعات .

عوامل نجاح تجمع آسيان :

فهو يضم هذا التجمع عشرة دول ، وعدد سكانهم مجتمعا 600 مليون نسمة ويشكل سوق كبيرة جدا وقد حقق أرباح بسبب الأسعار الزهيدة لأن المسافة أقل بينهم ، فأصبحت دول أخرى مهتمه بدخول لهذا السوق "لأن هذه الدول تريد بيع منتجاتها عندهم ولهذا كانوا يريدون تصدير منتجات النمر الآسيوية لديهم ، مثال إذا أرادت أوروبا بيع منتجاتها لديهم كانت لها نفس الفرصة في بيع منتجات الدول الآسيوية لديهم ثم تم الانتقال من سوق الأوروبية إلى سوق الأمريكية واليابانية والكورية فالعمل كتجمع أفضل من العمل كوحدة " واجهت دول منطقة جنوب شرقي آسيا ، وخاصة اندونيسيا ، ماليزيا ، الفلبين ، كوريا الجنوبية ، هونج كونغ ، وسنغافورة أزمات نقدية.³

¹ سامية مقعاش ، تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأثرها على معدل النمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي GDP - دراسة حالة :ماليزيا خلال الفترة (1995-2011)، حوليات جامعة قالة للعلوم الاجتماعية والانسانية ، العدد 13، قالة الجزائر ، ديسمبر 2015، ص (639-640)

² مهاتير محمد ، مرجع سبق ذكره الحلقة 11 الدقيقة 03:00 دقيقة

³ بتصرف من عدة كتب تحدثت عن الأزمة الآسيوية 1997

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة
ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

جدول (3-13) انخفاض قيمة العملات الرئيسية في جنوب شرق آسيا 1997: ¹

Depreciation in Percent	AS on 20jan, 1998	Rate/dollar 21jan1997	العملة	الدولة
329.5	10200.0	2375.0	الروبية	اندونيسيا
104.8	53.0	25.9	باهت	تايلاند
89.9	1638.0	863.0	وان	كوريا الجنوبية
68.2	4.1	2.4	رينغيت	ماليزيا
24.6	1.7	1.4	دولار سنغافوري	سنغافورة

الفرع الأول: حركة رؤوس الأموال الأجنبية والأزمة المالية الآسيوية :

لقد ساهمت عوامل عديدة في تطور الأزمة الآسيوية كالضعف في الأنظمة المالية والاعتماد على التدفقات المالية الأجنبية قصيرة الأجل والعدوى في انتشار الأزمة والتوسع المفرط في الائتمان المحلي والانكماش الاقتصادي الذي حل في هذه البلدان قبل حدوث الأزمة .

- لقد تعمقت الأزمة في البلدان الآسيوية نتيجة لأثار غير مواتية نتيجة التدفق الضخم لرؤوس الأموال الأجنبية القصيرة الأجل إلى هذه البلدان التي أصبحت أكثر تكاملا و انخراطا في النظام المالي الدولي ، فتدفق رأسمال الأجنبي الخاص في مجموعة البلدان الآسيوية بضمها الصين وصل إلى 102مليار دولار عام 1996 بعد أن كان 63 مليار دولار عام 1994، ولكن هذا تدفق انخفض إلى 15مليار دولار عام 1998 بعد أن تحولت رؤوس الأموال إلى أموال مغادرة بشكل مفاجئ من هذه البلدان خلال الأزمة ، مما أدى إلى فجوة التمويل تم تعويضه جزئيا من خلال التمويل الرسمي الذي تزايد إلى 25مليار عام 1998 بعد أن كان 9 مليار دولار عام 1996 أنظر للجدول (3-14) ، وقد ساهمت هذه التدفقات في تراكم مستويات غير مستقرة من القروض قصيرة الأجل ولذلك أصبحت ديون القطاع الخاص قصيرة الأجل السبب الأبرز في الأزمة الآسيوية ، فقد أدى التخوف من عدم قدرة المصارف في هذه البلدان من الإيفاء بالالتزامات المالية عليها و قيام المصارف العالمية بسحب ودائعها قصيرة الأجل من هذه البلدان .
- وقد ترتب على انسحاب هذه الأموال خلال الفترة 1997-1998 مشاكل لهذه البلدان تتضمن نقص في الاحتياطات الأجنبية وانخفاض حاد في التمويل الأجنبي وخلق مزيد من الإضطرابات المالية في هذه البلدان التي جذبت كميات ضخمة من رؤوس الأموال الأجنبية في السنوات الأخيرة ولكنها أهملت توفير أسس الموضوعية

¹ سنغ كفالجت ، مرجع سبق ذكره ص 127

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

لتجنب الآثار السلبية المترتبة على هذه الأموال كالرقابة الفعالة على المصارف والشفافية في المعلومات والكفاءة الادارية وسيادة القانون

الجدول (3-14): صافي تدفقات رأسمال إلى البلدان الآسيوية للفترة 1994-1999 (القيمة مليون دولار)¹

1999	1998	1997	1996	1995	1994	1990	1984	
						-	-	
						1996	1989	
58.5	15	38.5	102.2	91.8	63.1	55.9	13	صافي تدفق رأس المال الخاص
43.7	40.6	55.4	58.5	49.7	43.4	32.2	4.5	صافي الاستثمار المباشر FDI
5.3	-7	-2.2	10.2	10.8	11.3	6.8	1.5	صافي الاستثمار الحافظة
9.8	32.1	-14.7	33.5	31.3	8.3	16.9	7	صافي الاستثمارات الأخرى
7	24.7	17.7	9.3	5.1	6.2	8.4	7.7	صافي التدفقات الرسمية
-65.5	-24.4	-17.2	-48.9	-29	-39.7	-29	-2.1	التغير في الاحتياطات

الفرع الثاني: العدوى والأزمة المالية الآسيوية 1997:

لعبت العدوى المالية دورا مهما في انتشار الأزمة بين البلدان الآسيوية وذلك لوجود عوامل مشتركة قد تأثرت بها الأسواق هذه البلدان كارتفاع أسعار الفائدة بالدولار وانخفاض الين والمنافسة في الأسواق الدولية ، فقد أدى انخفاض قيمة الين الياباني إلى ارتفاع حقيقي في العملات الآسيوية المرهوبة بالدولار (تايلندا ، ماليزيا ، اندونيسيا ، كوريا ، الفلبين) وأصبحت صادرات هذه البلدان أقل منافسة في السوق الياباني مما أساء الى قطاع التصدير في هذه البلدان وترك آثار سلبية على العملات الآسيوية التي أصابتها الأزمة عام 1997، ومع أنه حصة تايلندا هي الأقل 4 % من الصادرات الكلية للأقطار الأربع : (ماليزيا -الفلبين -اندونيسيا - كوريا ج) إلا أن انخيار الباهت التايلندي في 2 تموز 1997 قد انتقل بسرعة إلى عملات هذه البلدان ، وللدلالة على سرعة انتشار الأزمة إلى البلدان الآسيوية هو ذلك الارتباط الموجود بين التغيرات في اسعار العملات وأسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة وصل 51 % في ماليزيا - تايلندا ، 91 % في اندونيسيا -ماليزيا و 90 % في

¹ هيل عجمي ، مرجع سبق ذكره ، ص (467-468)

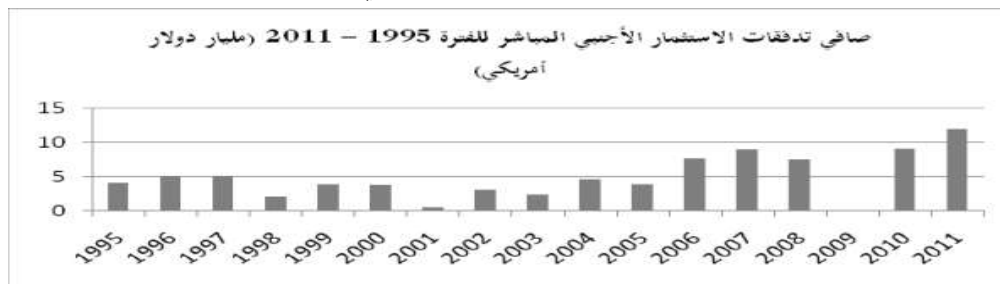
الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

تايلندا - الفلبين ، مما يشير أن هذه البلدان تتأثر بنتائج متماثلة فيما يتعلق بالمخاطر الناجمة عن الاقتراض بعملات الأجنبية¹.

المطلب الثالث: ضوابط حساب رأسمال في الاقتصاد الناشئ الماليزي:

بدأت تجربة ماليزيا مع تدفق الرساميل الخاصة في الثمانينات عندما اتخذت خطوات لإلغاء القيود التنظيمية في القطاع الاقتصادي على حرية حركة رأس المال تلا ذلك تخصيص شركات القطاع العام وتحرير قطاع التجارة ، فساعدت التدفقات المالية الاولية ، التي كانت على شكل استثمارات أجنبية مباشرة ، بتوسيع نطاق الصادرات في ماليزيا بعد ذلك تدفقت استثمارات المحفظة المالية إلى أسواق ماليزيا المالية في التسعينات مما أدى إلى ارتفاع قيمة الرينغيت الماليزي في اوائل عام 1994 ، ففرضت السلطات الماليزية عددا من القيود على تدفقات الرساميل من أجل وقف ارتفاع قيمة الرينغيت².

الشكل (3-11) يوضح صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة 1995-2011 (الوحدة مليار دولار أمريكي)



المصدر: سامية مقعاش ، تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأثرها على معدل النمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي GDP - دراسة حالة :ماليزيا خلال الفترة (1995-2011)³

- وبالمقارنة مع السنوات السابقة ، حيث كانت أغلبية الرساميل تدخل ماليزيا على شكل استثمارات أجنبية مباشرة ، أصبح معظم تدفق الرساميل الخاصة إلى ماليزيا في وسط التسعينات على شكل قروض قصيرة الأجل واستثمارات الحافظات المالية وفقا للبنك التسويات العالمية ، كان 56% تقريبا من القروض الماليزية من الفئة القصيرة المدى عام 1997.⁴

- بالرغم من أن السلطات الماليزية تدخلت في الأسواق النقدية ، ورفعت معدلات الفائدة ووضعت سقفا على التسليفات العقارية وحدودا على عمليات المقايضة من قبل غير المقيمين ، فإن هذه التدابير باءت بالفشل في

¹ هيل عجمي مرجع سبق ذكره ص 470-471

² سنغ كفاليت ، مرجع سبق ذكره ص 142

³ سامية مقعاش ، تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأثرها على معدل النمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي GDP - دراسة حالة :ماليزيا خلال الفترة (1995-2011)، حوليات جامعة قالة للعلوم الاجتماعية والانسانية ، العدد 13، قالة الجزائر ، ديسمبر 2015، ص 646

⁴ سنغ كفاليت ، مرجع سبق ذكره ص 143

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

وقف انهيار الريغيت ، فأعلنت الحكومة أنها غير قادرة على وقف سلسلة الإتهيار الأزمة ولكن الأمر المثير هو أنه من غير توجه والاستجابة لوصفات صندوق النقد الدولي لطلب المساعدة¹.

- كان كل مايقوم مهاتير محمد بالهجوم على تجار العملة تنخفض قيمت الريغيت الماليزي ، حيث وصل من 2.5 ريغيت مقابل 1 دولار إلى أن وصل 5 ريغيت مقابل 1 دولار بحيث فقدت نصف قيمتها خلال 6 أشهر فقط ، وهذا مقاله مهاتير محمد : "حيث أصبحنا فقراء جدا لأن الريغيت أصبح يشتري كميات أقل من السلع مقارنة بالسابق 2.5 ريغيت مقابل 1 دولار"

الفرع الأول : أهم الإجراءات للخروج من الأزمة المالية 1997: فقد قام مهاتير محمد بعدة خطوات لانقاذ ماليزيا من شبح الفقر:

◀ أخبر البنوك في ماليزيا أنه لا يمكنهم قيام بعمليات بيع العملة لتجار العملة وإذا قامه شخصا ما ببيع العملة بسعر ما لانعترف بهذه البيع ومن ثم توقف بيع العملة الريغيت الماليزي .

◀ وحتى لو قام بنك بتحويل الأموال من حساب A إلى الحساب B لا نعترف بهذا التحويل أي لازالت في الحساب A، وهذا أدى لتوقف تجار العملة على البيع والشراء مما أدى لاستقرار العملة واستطاع الاقتصاد استعادة عافيته .

◀ حددا مهاتير محمد سعرا ثابتا للريغيت لكنه لم يكن قويا جدا كي لا ترتفع تكلفة منتجاتهم بحيث كانت تساوي 2.5 ريغيت مقابل 1 دولار مع السعر الثابت أصبح 3.8 ريغيت مقابل 1 دولار وبهذا حددا القيمة الفعلية للعملة الماليزية وهذا لسببين وهما :

1- هو سعر تنافسي

2- ولكي لاتصبح سلع مكلفة

◀ فأصبح لدى ماليزيا احتياطي كبير من المال داخل الدولة بسبب أنه فرض على أي مصدر أن يودع قيمة صادراته بالدولار الأمريكي في البنوك الماليزية وإذا أراد شراء أي شيء بالدولار الأمريكي وبيع الدولار يكون مقابل 3.8 ريغيت وهذا السعر كان سعر البيع والشراء على حد سواء حيث كان يمثل الاحتياطي 40 % سنويا من ناتج المحلى الإجمالي GDP لذلك لم تعاني ماليزيا من أى نقص من دولار الأمريكي وفي نفس الوقت تعبئة المدخرات الوطنية لتجنب تقلبات حسابات رأس المال القصيرة الأجل ، أما الدول الأخرى من التجمع أسيان التي تعاني من الأزمة المالية 1997 لم تمتلك مدخرات مثل التي تملكها ماليزيا .²

¹ سنغ كفاليت ، مرجع سبق ذكره ص 145

² مهاتير محمد ، مرجع سبق ذكره الحلقة 11 الدقيقة 12:59 دقيقة

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

- أعلنت الحكومة الماليزية عن برنامج تكشف لمعالجة الأزمة المالية المتصاعدة تضمن هذا البرنامج :

- ◀ خفض في النفقات الموازنة بنسبة 18% في عام 1998
- ◀ تأجيل المشاريع الكبيرة مثل سد باكن ، مشروع الحقل الاعلامي المتعدد ، المطار الدولي الجديد في كوالا لامبور " والمدينة الطويلة " بطول 2 كلم .
- ◀ تأجيل أو تمديد مدة الاستيراد للمواد الكمالية ، مثل الطائرات والبواخر
- ◀ إعادة هيكلة المصارف ، التي تتضمن كشف جميع الموجودات غير المنفذة ووضع قيود على زيادة حجم السلف

◀ وقف الادراجات الجديدة و حقوق إصدارات الأسهم الجديدة فبورصة كوالا لامبور المالية .¹

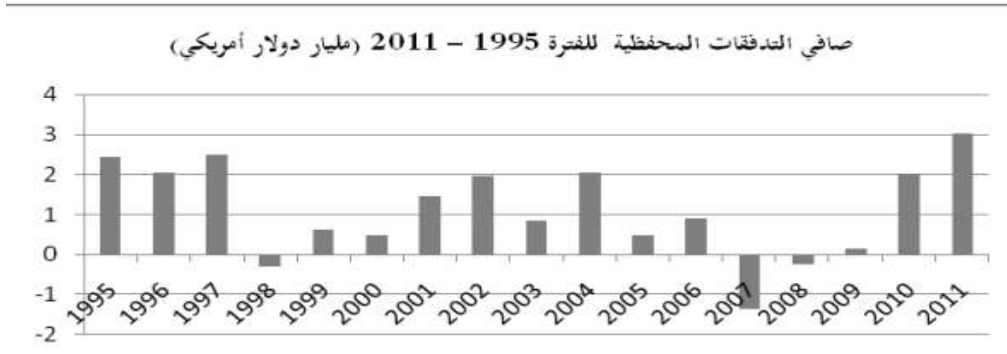
الفرع الثاني :حركة حساب رأس المال في الاقتصاد الماليزي بعد الأزمة 2008:

- كانت هناك اختلالات في العرض والطلب على العملات الأجنبية في سوق العملات الأجنبية المحلي على رغم من أن ماليزيا كانت في وضع فائض في الحساب الجاري على مدار العشرين عام الماضي.
- ويرجع ذلك إلى الحد الكبير في الحقيقة إلى تحويل عائدات التصدير إلى الرينت ، فقد انخفض بشكل مطرد من 28% من (2006-2010) إلى 1% من الفترة (2011-2015).
 - مع تحويل صافي قدره 0.5 مليار دولار أمريكي للفترة من جانفي إلى نوفمبر 2016 ولم يكن يعكس أنشطة اقتصادية .
 - يتأثر سوق العملات الأجنبية في ماليزيا بشكل غير ملائم بتدفقات المحفظة مما أدى إلى تعرض الرينت لتغيرات في معنوية والمضاربة ، مما زاد من ضغوط على المضاربة متزايدة على الرينت خلال هذه الفترة من السوق الخارجية .

¹ سنغ كفاليت ، مرجع سبق ذكره ص 145

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

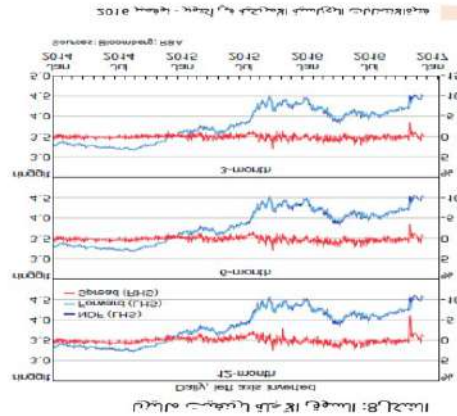
الشكل (3-12): يوضح صافي التدفقات المحفظية 1995-2011 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: سامية مقعاش ، تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأثرها على معدل النمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي GDP- دراسة حالة: ماليزيا خلال الفترة (1995-2011)¹

على سبيل المثال في الأيام التي عقبته الانتخابات الرئاسية الأمريكية نوفمبر 2016 تضمنت صناديق الاستثمار الوطنية المقومة بالرينغيت إنخفاضا أكبر بكثير في سعر الصرف من ذلك الذي تنطوي عليه العقود الأجلة للعملات الأجنبية في السوق المالي الماليزي والشكل التالي يوضح ذلك²

الشكل (3-13): السوق الآجلة لرينغيت الماليزي (2014-2017):



المصدر: Capital Account Safeguard Measures in the ASEAN Context , 22-02-2012

¹ مرجع سبق ذكره ، ص 656

² Capital Account Safeguard Measures in the ASEAN Context , 22-02-2012

, <https://www.bnm.gov.my/documents/20124/826852/ASEAN+Paper+The+Role+of++Safeguard+Measures+in+ASEAN.pdf>

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

المبحث الثالث : تجربة الاقتصاد الناشئ الهندي في تحرير حساب رأس المال :

يشعر كثير من الخبراء أن إلغاء القيود التنظيمية ببطء في القطاع المالي في الهند كان عاملاً انقذاً وساهم في حماية الاقتصاد من تداعيات الأزمة المالية الآسيوية 1997 .

في الوقت الذي تفتح فيه الهند أبوابها لتدفق الرساميل القصيرة الأمد ، ستصبح أكثر عرضة لتداعيات الأزمة النقدية بما أن الرساميل القصيرة الأمد تشكل 85 % من احتياط النقد الأجنبي في الهند ، لا يتحمل البلد أن يظهر الرضى حيال إزالة الرقابة والقيود على تدفق الرساميل¹ .

المطلب الأول : تجربة الهند الحديثة مع تحرير حساب رأس المال :

الفرع الأول : الاقتصاد الهندي ومكونات تدفقات رأس المال:

مع ادخال سياسة التحرير الاقتصادي عام 1991 ، شهدت الهند فورة قوية من تدفقات الرساميل الخاصة في استثمارات الحافظة المالية في الهند ، برغم من أن تدفق الرساميل الاستثمارات الأجنبية المباشرة FDI إزداد خلال الفترة ما بعد التحرير ، فإن استثمارات المحفظات المالية FPI إزدادت بسرعة مذهشة لم يفق عدد الاستثمارات الأجنبية المباشرة في سنة واحدة منذ عام 1993 .

و بالمقارنة مع أمريكا اللاتينية ودول شرقى آسيا ، يتميز تدفق الرساميل في الهند بنقطتين مميزتين:
أولاً : بعكس جيرانها في آسيا الشرقية ، حيث شكلت الاستثمارات الأجنبية المباشرة FDI نسبة كبيرة من الرساميل الداخلة كان معظم تدفق الرساميل إلى الهند على شكل استثمارات حافطات مالية FPI .

ثانياً : بصورة مغايرة لبلدان أمريكا اللاتينية ، حيث تسيطر الرساميل القصيرة الأمد والایداعات المصرفية الداخلة إلى الهند من استثمارات في الأوراق المالية وسندات الدين التي لا يمكن عكسها بسهولة " تكاليف المالية عالية " ، من ناحية بسبب الفرق بالنسبة للضريبة بين أرباح الرساميل القصيرة الأمد والطويلة الأمد ومن ناحية ثانية لأن عكس أو إبطال الإستثمارات قد يتضمن خسائر في رأس المال و أن عدداً كبيراً من الاستثمارات جرى تحويله عبر " موريتيس " التي تعد تسهيلاً بسبب توقيع اتفاقية إزدواج الضريبة.²

الفرع الثاني : المنهج الاقتصادي الهندي في تحرير حساب رأس المال : ويمكن تلخيص أهم الخصائص

المميز للمنهج الهندي في تحرير حساب رأس المال الذي حقق لها استقراراً مالياً :

✓ التحرير التدريجي لكل من الإستثمار الأجنبي المباشر و استثمارات المحفظة ، والتنظيم الصارم للاقتراض التجاري الخارجي وخاصة قصيرة الأجل حتى لا تشجع على تذبذب التدفقات الوافدة من الهنود غير المقيمين ،

¹ سنغ كفاليت ، مرجع سبق ذكره ص 181

² سنغ كفاليت ، مرجع سبق ذكره ص 184-185

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

كما قامت بالتحرير التدريجي للتدفقات الخارجة وإدخال نظام سعر الصرف يحدده السوق (النظام سعر الصرف المرن) وذلك استجابة من السلطات للزيادة المحتملة في تدفق رأس المال.

✓ كان هناك نهج حذر اتجاه تدفقات رأسمال الوافدة، حيث تم اتخاذ عدد من الخطوات لإدارة تدفق رأس المال الفائضة مع الأخذ في الحسبان التمييز بين التدفقات المستقرة لزمن طويل والتدفقات المؤقتة، ومستوى التدفقات التي يمكن عادة استيعابها وتوضح الإجراءات المتخذة في إدارة فائض التدفقات الرسمية فيما يلي:

- ◀ توفير مرونة للشركات في سداد المسبق للقروض التجارية الخارجية .
- ◀ توسيع فتح الحسابات بالعملة الأجنبية .
- ◀ السماح للبنوك ببحرية الاستثمار الخارجي في الأدوات العالية النوعية .
- ◀ توفير المرونة لاشتراطات التنازل المصدرين عن متحصلاتهم من النقد الأجنبي .
- ◀ في إطار تسير السيولة المحلية تم ارساء آلية لتثبيت السوق من خلال تعقيم التدفقات الوافدة والفائضة دون إحداث تأثير يذكر على الموازنة العامة .
- ◀ منع كل أشكال تدفقات رأس المال تحت ستار معاملات الحساب الجاري نظرا للصلات التي تربط بين الحسابين .

◀ إنشاء تسلسل هرمي لأنواع ومصادر تدفقات رأس المال : حيث أعطيت الأولوية لتحرير التدفقات الوافدة قبل الخارجة ، لكن كل التدفقات الخارجة مرتبطة بالوافدة تم تحريرها كلياً ، من أنماط التدفقات الوافدة فإن الاستثمار الأجنبي المباشر مفضل من أجل تحقيق الاستقرار ، أما الدين الخارجي القصير الأجل فتم تجنب تحريره .

◀ إن السماح بالتحرير الكلي للتدفقات إلى الخارج بالنسبة للأفراد والشركات والصناديق الاستثمارية مرتبط بمدى وجود مستوى مريح من الاحتياطات النقد الأجنبي وحركة أكبر في الاتجاهين (الارتفاع والانخفاض) في سعر الصرف¹.

"لقد قطع الاقتصاد الهندي شوطاً طويلاً منذ أن ألغى الضوابط (المحلية والدولية) في بداية التسعينيات كان معدل نموها قوياً للغاية ، وتضخم منخفض ، والقطاع الخارجي سليم. لقد أسكتت مرونتها الكثير من الشك، لكن هذا لا يعني أننا خرجنا من الغابة هناك مجالات ضعف في سياق الاقتصاد الكلي ، يجب معالجتها على وجه الخصوص ، فإن المشاكل المالية والمصرفية خطيرة في وضع مثل هذا ، قد يكون التسرع في تبني قابلية تحرير الكلي لحساب رأس المال قاتلاً"².

¹ Partha Sen ,Capital inflows, financial repression, and macroeconomic policy in India since thereforms , Oxford Review of Economic Policy, Volume 23, Number 2, 2007, pp.305-307

²بتصرف

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

المطلب الثاني: الاقتصاد الهندي والتغيرات المالية العالمية وعدوى الأزمات المالية الدولية (1990-2015) : شهد الاقتصاد الهندي إصلاحات هيكلية عام 1991 مما رفع الاقتصاد الهندي تدريجيا إلى مدار نمو أعلى:

الفرع الأول: الاقتصاد الهندي و أثر الأزمات المالية الدولية :

أولا : الاقتصاد الهندي كإقتصاد ناشئ خارج فترات الأزمات المالية الدولية :

شهد الحساب الجاري الهندي خلال الفترة 1990-1991 و الفترة 2014-2015 تغيرات حادا ونمو بعد التحرير التجارة الخارجية والاستثمارات بحيث أظهرت صادرات نمو قويا من 18.5 مليار دولار في عام 1990-1991 إلى 166.1 مليار دولار خلال عام 2007-2008، ولأول مرة تشهد الهند فائضا في الحساب الجاري ثلاث سنوات متتالية خلال 2001-2004 .

وشهدت الصادرات من ناتج المحلي بأكثر من الضعف 6.6% خلال الفترة 1990-1991 بالمقابل 15.2% خلال الفترة 2008-2009 و 16.5% خلال الفترة 2011-2012.

في حين بلغت تحويلات المهاجرين عام 1990 حوالي 31 مليار دولار وعام 2014 بلغت 43.6 مليار دولار مما أدى إلى أكبر تدفقات رأسمالية بزيادة حوالي 70 مليار دولار للهند مقارنة بالصين ب 64 مليار دولار وهذا ناتج من تطور تجارة الخدمات التكنولوجية مما دفع رئيس البنك العالمي للقول "إنها ثورة الخدمات في الهند ، لقد كانت واحدة من أكبر قصص النجاح في مجال التكنولوجيا ."

ثانيا : أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008:

1. عانت التجارة من تراجع الطلب على الصادرات مع الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي والشرق الأوسط مما أثر بالسلب على الاقتصاد الهندي .

2. أما تأثير الأزمة على الحساب الجاري لميزان المدفوعات : شهد تباطؤ حاد في الصادرات وتباطؤ في النمو الناتج الاجمالي بحيث انخفض النمو 8.2% سنويا خلال العام 2004-2005 مقارنة ما بعد الأزمة المالية 2008 بمتوسط معدل النمو 4.6% خلال الفترة 2011-2014، وهذا ناتج لإرتفاع العجز التجاري 189.8 مليار دولار أمريكي عام 2011-2012 والتي كانت تمثل 10.2% من ناتج المحلي الاجمالي وهذا ما يؤدي إلى انعكاس مفاجئ وتوقف المفاجئ لتدفقات رأسمال خاصتا في أوقات الأزمات .

الفرع الثاني : حساب رأس المال والاقتصاد الهندي (1990-2015): نتيجة لتحرير تدريجي لحساب رأس المال فبلغ متوسط تدفقات رأس المال 8.89 مليار دولار أمريكي خلال الفترة 1993-2000:

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

(1) الاستثمار الأجنبي المباشر FDI بلغ 97 مليون دولار 1990-1991 وخلال الفترة 1994-1995 بلغ 1.3 مليار دولار ووصل إلى 2.1 مليار دولار 1999-2000 وعقب الأزمة المالية 2008 وصل 35.2 مليار دولار 2014-2015.

(2) الاستثمار الأجنبي الغير مباشر FPI بلغ 166 مليون دولار خلال الفترة 1993-1994 وبلغ 2.14 مليار دولار 1999-2000 نتيجة إصدار الأوراق المالية (GDRS/ADRS) التي كانت معدومة خلال الفترة 1990-1991 وقد وصل الاستثمار في الحافظة إلى 42.2 مليار دولار خلال الفترة 2014-2015

◀ ومنه لعب الاستثمار الأجنبي دورا حاسما في بناء النمو الاقتصادي¹.

(3) التدفقات الرسمية بلغت 88.2 مليار دولار في عام 2014-2015 مدفوعة بعدد كبير من تدفقات الاستثمار

"هكذا كان تغير في حجم تكوين تدفقات رأسمال الدولي كليا و أدى إلى تغير مسار النمو في الهند على مدى العقدين الماضيين إلى ظهور صلة مباشرة من تدفقات رأس المال ونمو الناتج المحلي الاجمالي بجانب الاستهلاك المحلي وهو دافع الكبير لنمو إلا أن ما يقارب من 20% من نمو البلاد كان مدفوعا بتدفقات رأس المال كالحافظة والاستثمار الأجنبي المباشر"².

¹Asim K. Karmakar and Sebak K. Jana, Chapter 9 ,A New Look at the Dynamics of India's Balance of Payments through Its Liberalization Episode, 2020 Emerald Publishing Limited, doi:10.1108/978-1-78973-999-220191016

²بتصرف

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

المبحث الرابع :إختبار تحرير حساب رأس المال لتجارب الإقتصاديات الناشئة (المكسيك -ماليزيا -الهند) وعدوى الأزمات خلال الفترة 1990-2019:

المطلب الأول :النموذج ومنهجية تحليل القياسي :

لقد حظي موضوع تأثير اشكالية تحرير حساب رأس المال وأثره على الإقتصاديات الناشئة بنماذج قياسية عديدة ،ومن مراجعة الدراسات السابقة في هذا المجال ومن اجل اختبار فرضيات الدراسة باستخدام سلاسل الزمنية تبين أنها استندت على نماذج مختلفة ، و لكن من بين هذه النماذج هو نموذج تحليل السلاسل الزمنية و معالجت كل المتغيرات بصفة متماثلة وبدون شرط الاقصاء مع ادخال عامل التباطؤ لكل المتغيرات في كل المعادلات ليعطي للنظام الطبيعة الحركية ، هذه النماذج عبارة عن تعميم لنماذج الانحدار الخطي المتعدد باستخدام السلاسل الزمنية¹.

الفرع الأول :منهجية الدراسة :

تعتمد هذه الدراسة ، كما سبق الذكر على المنهج الكمي القياسي في دراسة "اشكالية تحرير حساب رأس المال في الإقتصاديات الناشئة في ظل الأزمات المالية الدولية واسقاطها من خلال عينة من ثلاث إقتصاديات ناشئة وهي (الهند -ماليزيا- المكسيك) ، حيث سيتم الاستعانة بأدوات تحليل السلاسل الزمنية بدل الأساليب التقليدية التي يؤدي استخدامها إلى نتائج مضللة (spurious Regression) نظرا لكون المتغيرات الإقتصادية الكلية تتسم بعدم السكون وكذلك يعتبر استخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية من الأساليب التي لم يبدأ استخدامها إلا حديثا في تحليل العلاقة بين تحرير حساب رأس المال وأثرها على الإقتصادات الناشئة خاصة في فترة الأزمات المالية الدولية بالإضافة إلى القصور التي تعاني منه الدراسات الموجودة ، حيث أن الدراسات السابقة لم تربط أثر مؤشرات الانفتاح حساب رأس المال التي وضعتهم مؤسسة صندوق النقد الدولي لقياس الانفتاح المالي الدولي وتحرير حساب رأس المال والذان كانا من خلال دراستنا "مؤشر كاوبين ولين ميلسي"وقد شملا الفترة الدراسة على المتغيرات تدفقات حساب رأس المال وعلى نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي أي العائد على الفرد من تحركات تدفقات رأس المال لهذه الإقتصادات التي تعتبر تستقطب كميات هائلة من رؤوس الأموال من دون ما نشهد أثرها على الفرد هذا من جهة ومن جهة أخرى كيف تستفيد من تدفقات من دون ما تتأثر بالأزمات المالية العالمية ، من خلال الاختبارات الانحدار الخطي المتعدد ومعرفة العلاقة هل هي طويلة الأجل أم قصيرة الأجل من خلال الجوانب المذكورة سابقا وتم دراستها على الإقتصادات الناشئة التالية (مكسيك وماليزيا والهند) لأنهما مستهم أهم الأزمات المالية الدولية كعينة لدرستنا .

¹ بتصرف من كتاب شيخي محمد ، طرق الإقتصاد القياسي " محاضرات وتطبيقات " ، دار حامد ، عمان الأردن ، الطبعة الأولى 2015، ص

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

الفرع الأول -1- متغيرات الدراسة : تم اختيار متغيرات الدراسة بما ينسجم مع النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة للموضوع وتمثل متغيرات الدراسة في ما يلي :

1- المتغيرات التابعة للدراسة Y_t : وهم المؤشرات القياس التي وضعهم صندوق النقد الدولي لقياس نسبة انفتاح وتحرير حساب رأس المال :

◀ مؤشر الانفتاح حساب رأس المال كاوبين **KAOPEN**: من خلال عدة دراسات الخبير الاقتصادي chinn-ito في صندوق النقد الدولي منها ورقة علمية بإسم " **A New Measure of Financial Openness**"¹

وهو مؤشر لقياس مدى انفتاح معاملات حساب رأس المال ل chinn -ito، وهو القياس الكمي لمدى الانفتاح المالي ومع ذلك فإن المؤشر يقدم مساهمة كبيرة من حيث تغطيته للبلدان والفترة الزمنية ؛ البيانات متاحة لـ 181 دولة خلال الفترة 1970 إلى يومنا هذا ، وتقدم هذه المتغيرات معلومات عن مدى وطبيعة القيود المفروضة على المعاملات المالية الدولية لكل اقتصاد معين ، وتأخذ هذه المتغيرات القيمة 0 في حالة عدم التحرير ، أو 1 في حالة التحرير وتشمل :

- K1: متغير يشير إلى وجود أسعار صرف متعددة .
- K2: متغير يشير إلى وجود قيود على معاملات الحساب الجاري .
- K3: متغير يشير إلى وجود قيود على معاملات المتعلقة بحركة رؤوس الأموال " بحسب كل خمس سنوات".
- K4: متغير يشير إلى وجود التزام بإعادة توظيف مداخيل الصادرات .
- ويتم تعيين هذا المؤشر كل سنة بالقيم المحصورة بين -1.92 والتي تمثل الحد الأدنى الأقصى من القيود المفروضة على حساب رأس المال و 2.33 التي تمثل الحد الأدنى من القيود المفروضة على حساب رأس المال ، حيث كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر في دولة ما كلما دل ذلك على أن حساب رأس المال في هذه الدولة أكثر تحرر ونرمز له ب "kao"

◀ مؤشر لين وميليسي فيريري² **Philip R. Lane, Gian Maria Milesi-Ferretti**:

وهو مؤشر انفتاح حساب رأس المال وهو مؤشر الصادر عن صندوق النقد الدولي من خلال الميزانيات العمومية الخارجية للبلدان. هذا النوع من القياس في إدارة تدفق رأس المال القابلة للتنفيذ في

¹A New Measure of Financial Openness ,Menzie D. Chinn and Hiro Ito ,2007/05/23

. <http://web.pdx.edu/~ito/> و <http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/research.html>

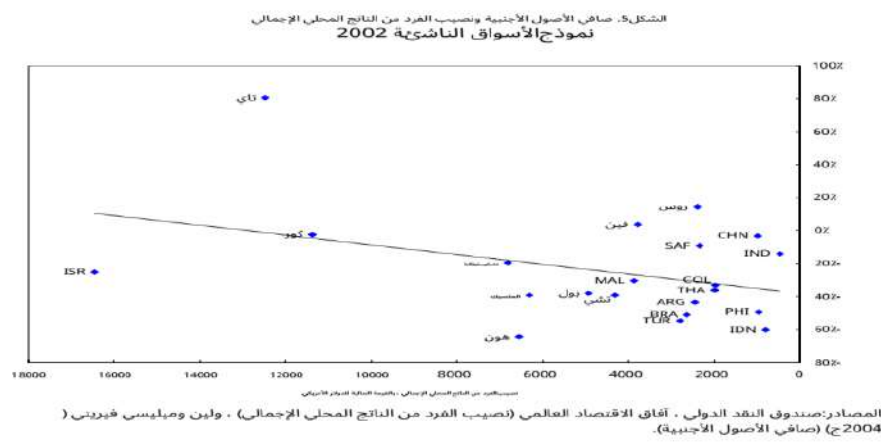
²Philip R. Lane, Gian Maria Milesi-Ferretti ,Financial Globalization and Exchange Rates ,10-2004 , International Monetary Fund and CEPR , p 39

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

البلدان و تؤثر على التدفقات الرأسمالية الفعلية ، وبياناته من الفترة 1970 إلى 2020 على مختلف دول العالم للاقتصادات المتقدمة والناشئة ، ولقد تم اختياره لأنه يشمل فترة الدراسة في تحرير حساب رأس المال مع كاوبين عكس المؤشرات الأخرى لتحرير حساب رأس المال التي تبدأ بعد أزمة النمرور الآسيوية 1997 ، ونرمز له ب " LMF " اختصارا لاسم العالمين صاحبا الدراسة .

الشكل (3-14): صافي الأصول الأجنبية من الناتج المحلي الاجمالي "نموذج الاسواق الناشئة 2002"



1-2- المتغيرات المستقلة (X): وهي متغيرات تدفقات حساب رأس المال ومتغير نصيب الفرد من ناتج المحلي الاجمالي :

أولا : صافي الاستثمار الأجنبي المباشر **NFDI**: وهو الفرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد والاستثمار الأجنبي الخارج وقد سبق شرحها في الفصل الأول

ثانيا : صافي الاستثمار الاجنبي الغير مباشر (المحفظة المالية) **NFPI**: وهي صافي الاستثمارات وتدفقات رأس المال بين الوافدة والخارجة في الأوراق المالية .

ثالثا : صافي تدفقات رأس المال **NOF** : التي تتم بين التدفقات رأس المال الرسمية من طرف البنوك المركزية وسلطات الرسمية للبلدان العالم وهي الفرق بين التدفقات الرسمية الوافدة والخارجة رابعا : نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي **GDPp**:

نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي هو مقياس للناتج الاقتصادي للبلد الذي يمثل عدد سكانه ، و إنه يقسم الناتج المحلي الإجمالي للبلاد على إجمالي عدد السكان ، و هذا يجعلها أفضل قياس ل مستوى المعيشة في أي بلد ، إنها تحرك بمدى شعور بلد ما بكل مواطن من مواطنيها¹.

¹<https://www.almrsal.com/post/8220792021-12-11> تاريخ الزيارة

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

وهو المتغير المستقل الرابع، و يعكس الدخل الحقيقي الفردي الذي يؤثر على سلم احتياجاته وتفضيلاته إضافة إلى كونه يعكس مستوى الانتاج في السلع والخدمات في الاقتصاد، ويمثل الدخل الحقيقي الفردي مستوى المعيشة للسكان في دولة معينة وتم أخذ العينة بالقيمة الحقيقية لعزل أثر التضخم لأن سلوك الأفراد يتغير بتغير القدرة الشرائية، ومن هنا يكتسب المتغير قوته التفسيرية بعيدا عن المؤثرات الخارجية وهو سبب اعتماده من قبل العديد من الدراسات التي تتناول مختلف المواضيع الاقتصادية والتي كانت مراجع الدراسة الحالية.

الفرع الأول -2- مصدر البيانات: تم الحصول على بيانات المتغيرات المستقلة من بيانات البنك الدولي، أما المتغيرات التابعة: الاول مؤشر كاو بين من The Chinn-Ito Financial Openness Index من موقع: <https://knoema.com> أ ما المتغير التابع الثاني مؤشر لين وميليسي فيريتي من بيانات صندوق النقد الدولي IMF Economic Review 66, 189-222

الفرع الأول -3- أسباب اختيار الفترة: الفترة التي شملتها العينة الدراسة وهي من 1990 إلى 2019 لأن هذه الفترة شملت جل الأزمات المالية الدولية وأخترنا نهاية العينة 2019 لكي تكون فترة كافية بعد الأزمة المالية العالمية 2008 الأخيرة بعشرة سنوات وهي تعد فترة كافية لقياس الأثر والأحداث الأزمات على حركات تدفقات وتحرير حساب رأس المال للاقتصاديات الناشئة .

الفرع -4- أسباب اختيار العينة: إخترنا العينة من ثلاث دول من الاقتصادات الناشئة وهم ماليزيا التي مستها الأزمة المالية الآسيوية 1997 وكانت ضمن مجموعة تكتل آسيان والهند التي تعد من دول الرائدة في الاقتصاديات الناشئة في تحرير تدريجي لحساب رأسمال، أما المكسيك التي تعد من الاقتصاديات الناشئة التي مستها الأزمة المالية 1994 وكانت أول دولة وقعت بها أزمة في الاقتصاديات الناشئة وهي تعتبر أول أزمة مالية حادة للنظام المالي الدولي.

الفرع الأول -5- معالجة البيانات: من خلال المعطيات السابقة الذكر تم تشكيل المعادلة على النحو التالي :

$$KAO = NFDI + NPI + NOF + PCGDP$$

المعادلة تحرير حساب رأس

المال...المعادلة الأولى

$$LMF = NFDI + NPI + NOF + PCGDP$$

المعادلة تحرير حساب رأس

المال...المعادلة الثانية

Kao: يمثل مؤشر كاوبين لتحرير حساب رأس المال

LMF: يمثل المؤشر الثاني لتحرير حساب رأس المال

NFDI: صافي الاستثمار الأجنبي المباشر

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

NPI: صافي الاستثمار الأجنبي الغير مباشر أو المحفظة المالية

NOF: صافي تدفقات الرسمية

PCGDP: نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي

الفرع الثاني: الاختبارات الأولية : للوصول إلى طبيعة التأثير بين المتغيرات أعلاه ، فإن ذلك يتطلب القيام

باختبارات محددة أجمعت عليها نظريات التحليل القياسي :

الفرع الثاني -1- اختبار جذر الوحدة (The Unit Root test) :

ويصطلح عليه باختبار استقرارية المتغيرات ، ذلك لأنه يهدف بدرجة الأولى إلى الكشف عن درجة استقرارية السلاسل الزمنية المستخدمة ، ويأخذ هذا الاختبار أهميته من كون السلاسل الزمنية المستعملة في النماذج غالبا ماتكون غير مستقرة مع مرور الزمن ، بسبب وجود عامل الاتجاه (trend) الذي يعكس ظروف معينة تؤثر على جميع المتغيرات ، إما في نفس الاتجاه أو في إتجاهات متعاكسه وفي هذه الحالة فإن استعمال السلاسل الزمنية يقود إلى ظهور نتائج مزيفة بالرغم من احتمالية الحصول على قيمة عالية لمعامل الارتباط R ، ولتفادي الوقوع في هذه الحالة يجب ضمان توفر الخصائص التالية في أي سلسلة زمنية :

- الوسط الحسابي للسلسلة الزمنية Y_t يجب أن يكون قيمة ثابتة ، أي أن :

$$E(y_t) = My$$

- تباين السلسلة الزمنية Y_t يساوي قيمة ثابتة

- التباين المشترك للسلسلة الزمنية بين الفترة زمنية وأخرى يعتمد على فرق الزمن فقط

- وهناك العديد من الاختبارات التي من خلالها يمكن تحديد وجود الاستقرارية من عدمه ، إلا أن أكثرها

استخداما اختبار ديكي-فولر "**Dickry - fuller test**" الذي يتخذ الشكل التالي :

$$Y_t = pY_{t-1} + U_t$$

حيث أن U_t يمثل الخطأ العشوائي الموزع طبيعيا وذو توقع صفري وتباين ثابت ، ويتم اختبار الفرضية الصفرية التي تؤكد وجود جذر الوحدة خلال القيمة p المقدرة ، ويتم الحصول على قيمة ديكي - فولر المحسوبة من خلال العلاقة التالية :

إذا كانت T المحسوبة (بالقيمة المطلقة) أصغر من قيمة t الجدولية يتم قبول الفرضية الصفرية H_0 ، و إن وجد عكس ذلك نختار الفرضية البديلة H_1 فهذا يعني أن السلسلة الزمنية مستقرة .

الفرع الثاني -2- اختبار تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (lag - length selection)

حيث يعتبر معيار اختبار (Akaik) ومعيار شوارتز (Schwartz) هما الأكثر شيوعا في هذا المجال ، حيث يستخدم كلاهما نسبة (Likelihood Ratio) ، ويتم اختيار عدد فترات التباطؤ الزمني التي تعطي أقل قيمة لكل من هذين المعيارين .

الفرع الثاني - 3 - اختبار التكامل المشترك (co - Integration test) :

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

تركز نظرية التكامل المشترك على امكانية توليد مزيج خطي واحد أو أكثر يتصف بالسكون من السلاسل الزمنية الغير ساكنة ، وإذ أمكن توليد هذا المزيج فإن السلاسل الزمنية غير ساكنة من الممكن أن تعتبر متكاملة من نفس الرتبة ، وعندها يمكن استخدام مستوى المتغيرات في الانحدار ، ولا يكون الانحدار زائفا . ويذهب الكثير إلى استعمال " أسلوب الامكانية العظمى المقترح من قبل (جوهانس 1988-1991) " وجوهانس وجوسيلس 1990 "Johansen and Juselius" ، لتحديد عدد متجهات التكامل بين المتغيرات وذلك عن طريق اختبار الأثر و واختبار القيمة العظمى الكامنة كمايلي

أولا - اختبار الأثر (Trace)

يختبر فرضية العدم القائلة بأن عدد متجهات التكامل المشترك الفريدة يقل عن أو يساوي العدد q مقابل الفرضية البديلة $q=r$ ويحسب بالصيغة التالية :

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

حيث $n \dots \dots + 1$ تمثل أقل المتجهات الكامنة ، وتشير فرضية العدم أن عدد متجهات التكامل المشترك الكامنة يساوي أو يقل عن r

ثانيا - اختبار القيمة العظمى الكامنة: Maximal Eigenvalue

ويحسب بالصيغة التالية :

$$\lambda_{max}(r, r + 1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$$

ويقوم هذا الاختبار باختبار فرضية العدم القائلة بأن هناك r متجها للتكامل مقابل الفرض البديل بوحود $r+1$ متجها لتكامل المشترك .

الفرع الثاني -4- اختبار السببية The causality test

يقوم اختبار "جرينجر" للسببية بالبحث عن وجود علاقة سببية بين متغيرين ، وأساسها أنه إذا كان متغير X يسبب متغير Y ، فهذا يعني أن قيم التباطؤ الزمني ل X لها قدرة تفسيرية لقيم Y ، وعليه فالتنبؤ بقيم Y المستقبلية يكون بناء على قيم التباطؤ لكل من X و Y على حد سواء ، لأن أي تغيير على قيمة Y يكون قد سبقه تغيير على قيمة X

و احصائيا نتأكد من وجود العلاقة السببية لجرينجر بين أي متغيرين بعد بناء نموذج لمتغير ما على القيم التباطؤية لباقي المتغيرات ، وينتج قرار وجود السببية من عدمه بناء على معنوية معاملات المتغيرات كمايلي :

$$\log x_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i \log x_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j \log x_{t-j} + u_t$$

نقبل الفرضية الصفرية في الحالة :

$$H_0: \beta_{11} = \beta_{12} = \dots = \beta_{1j} = 0$$

أما الفرضية البديلة فهي :

$$H_1: \beta_{11} \neq 0, \beta_{12} \neq 0, \dots = \beta_{1j} \neq 0$$

وفي حالة قبول الفرضية الصفرية فذلك يعني أن $\log y$ لا يسبب $\log x$

ومن أجل اختبار هذه الفرضية نطبق اختبار F والذي يحسب كمايلي :

$$F = \frac{(RSS_R - RSS_{UR})/m}{RSS_{UR}/(n - k)}$$

حيث أن **RSS**: مجموع مربعات الانحرافات غير المفسرة ، m عدد المعلمات التي يتم تقييدها في الفرضية الصفرية ، n عدد المشاهدات ، k عدد المعلمات في الفرضية البديلة ، UR الانحدار الغير مقيد ، R الانحدار المقيد الذي يفترض كلا من $(B_{12}, B_{11}, \dots, B_{1j})$ (تساوي الصفر ، وبذلك يصبح النموذج كالتالي :

$$\log x_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i \log x_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j \log x_{t-j} + u_t$$

فإذا قبلت الفرضية الصفرية فإن هذا يعني أن $\log y$ لا تسبب $\log x$

الفرع الثاني -5- تحليل مكونات التباين Variance decomposition

يستخدم تحليل مكونات التباين للتعرف على مقدار التباين في التنبؤ الذي يعود إلى الخطأ التنبؤ في المتغير نفسه ، والمقدار الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات التفسيرية الأخرى في نموذج VAR بمعنى أن هذا تحليل يقيس مقدار التغير في متغير ما والذي يعزى إلى التغير في المتغير نفسه ، ومقدار التغير في المتغيرات الأخرى في النموذج ، وتبرز أهمية التحليل مكونات التباين في أنه يعطي الأهمية النسبية لأثر أي تغير مفاجئ Shock في كل متغير من متغيرات النموذج على جميع متغيرات في النموذج .

ولتلافي مشكل وجود التأثير المتزامن للأخطاء في المتغيرات المختلفة في النموذج ، يتم اللجوء إلى " توزيع تشولاسكي Cholaski Decomposition" والذي بدوره يتأثر بشكل كبير بترتيب المتغيرات في النموذج الموارد اختباره ، ولتجنب حساسية النتائج للترتيب وبغرض التأكد من مصداقية نتائج الدراسة وعدم انحيازها يتم إعادة ترتيب المتغيرات في النموذج .

الفرع الثاني -6- دالة الاستجابة لردة الفعل Impulse Response function :

تبرز أهمية تحليل دالة الاستجابة لردة الفعل ، لكون هذه الدالة تعمل المسار الزمني لأي صدمة مفاجئة مستقبلية بالأخطاء العشوائية في نموذج VAR وتساعد على توضيح استجابة كل متغير لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في نفس المتغير أو في متغير آخر ، ولالإشارة فإن لهذه الدالة أهمية كبيرة للتنبؤ في النموذج.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

وجب تطبيق هذا النموذج على السلاسل الزمنية لمتغيرات الإقتصاديات الناشئة من أجل الوصول إلى النتائج والتحقق من مدى مطابقتها للنظرية الاقتصادية التي على أساسها بنى نموذج القياسي :

المطلب الثاني : عرض نتائج تحرير حساب رأس المال للاقتصاد الناشئ المكسيكي 1- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

يستوجب التحليل القياسي للنماذج التأكد من استقرارية المتغيرات ، ويتم ذلك من خلال اختبار ديكي - فولر " الأكثر شيوعا ، يعتمد على المقارنة قيمة df المحسوبة مع قيمتها الجدولية ، حيث تكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا كانت قيمة df محسوبة - القيمة المطلقة - أكبر من قيمة الجدولية - بالقيمة المطلقة - ، وعند هذه الحالة نرفض الفرضية الصفرية ، ولإشارة فإن استقرار السلسلة الزمنية يكون عدد فترات تباطؤ زمني محدد بناء على نتائج درين واسن dw الذي اعتماده عندما تكون قيمته قريبة من عدد (2)

الجدول (3-15) : اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للاقتصاد المكسيكي

المتغير	المستوى		القرار	الفرق الأول		القرار
	قيمة (df) المحسوبة	قيمة (df) الجدولية		قيمة (df) المحسوبة	قيمة (df) الجدولية	
KAO	-3.574	-3.945	مستقرة*	-	-	1.969
LMF	-3.574	-1.192	غير مستقرة*	-3.587	-5.145	1.897
NFDI	-3.574	-4.146	مستقرة*	-	-	2.04
NPI	-3.574	-2.781	غير مستقرة*	-3.580	-7.285	1.972
NOF	-3.580	0.594	غير مستقرة*	-3.580	-3.855	1.339
PCGDP	-3.574	-2.417	غير مستقرة*	-3.587	-5.140	1.998

المصدر : من اعداد الباحثة 7 eviews

*مستوى الثقة 95 %

من خلال الجدول رقم (1) نتائج الاختبار أن كل من متغيرين وهما :

مؤشر الانفتاح حساب رأس المال kao وصافي الاستثمار الأجنبي المباشر NFDI مستقرين عند المستوى الطبيعي (0) I .

وكل من المتغيرات النموذج LMF وهو مؤشر لين ميليسي للانفتاح حساب رأس المال وصافي الاستثمار الغير مباشر NPI وصافي التدفقات الرسمية NOF ونصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي PCGDP لم تستقر

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة
ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

عند مستوياتها الطبيعية ، واستقرت بعد أخذ الفرق الأول لكل منها بسبب استقرار أغلب المتغيرات عند I(1) راجع بسبب وجود علاقة مع الزمن trend وهو ما تؤكد القيمة المتزايدة للمتغيرات محل الدراسة *أما قيمة "DW" فقد كانت جميعها مقبولة عند الفرق (0).

الجدول (3-16) تحديد فترات التباطؤ الزمني: kao

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
146.7535*	146.9258*	146.6839*	3.48e+57*	NA*	-1901.890	0
147.5373	148.5709	147.1193	5.61e+57	29.75330	-1882.551	1
148.1572	150.0522	147.3908	9.37e+57	24.77292	-1861.081	2
148.3256	151.0819	147.2108	1.64e+58	21.03083	-1833.741	3

المصدر : من اعداد الباحثة EVIEWS7

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

كما هو مبين من الجدول رقم 2 فإن العلامة تظهر عند فترة تباطؤ صفر فقط عند جميع المعايير ومن بينها معيار اختبار (Akaik) ومعيار شوارتز (Schwartz) هما الأكثر شيوعا في هذا المجال عند هذه الفترة تكون قيمة المعيارين عند أقل قيمة مقارنة بالقيم الأخرى عند نفس المعيار ، حيث يستخدم كلاهما نسبة (Likelihood Ratio) ، ويتم اختيار عدد فترات التباطؤ الزمني التي تعطي أقل قيمة لكل من هذين المعيارين .

وبناء على نتائج فإن القيمة المثلى لفترات التباطؤ الزمني كاوبين لانفتاح حساب رأس المال هي فترة صفر. وبناء على النتائج فإن القيمة المثلى لفترات التباطؤ الزمني للنموذج المتعلق بتحرير حساب رأس المال KAO في الاقتصاد الناشئ المكسيكي هي فترة صفر.

الجدول (3-17) - تحديد فترات التباطؤ الزمني: LMF

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
145.4797	145.6483	145.4083	9.72e+56	NA	-1958.012	0
143.2117	144.2234*	142.7835	7.31e+55	94.00916*	-1897.578	1
143.2511	145.1058	142.4661	6.59e+55	34.70788	-1868.293	2
142.5303*	145.2281	141.3886*	4.25e+55*	32.22331	-1828.746	3

المصدر : من اعداد الباحثة من برنامج EVIEWS7

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

فإن القيمة المثلى عند فترة تباطؤ واحدة فقط عند معيار شوارتز (SCHWARTS)، لان النظرية القياسية تقول فإن العلامة تأخذه بعين الاعتبار معيار اختبار (Akaik) ومعيار شوارتز (Schwartz) هما الأكثر شيوعا في هذا المجال عند هذه الفترة تكون قيمة المعيارين عند أقل قيمة مقارنة بالقيم الأخرى عند نفس المعيار، وبناء على النتائج فإن القيمة المثلى لفترات التباطؤ الزمني للنموذج المتعلق بتحرير حساب رأس المال LMF في الاقتصاد الناشئ الكسبيكي هي فترة واحدة .

(اختبار جرينجر لسببية الجدول رقم 4: Granger Causality Test)

إن عدم وجود متجهات التكامل المشترك بين المتغيرات في الأجل الطويل لا يعني إطلاقا عدم وجود علاقة سببية بينهما في الأجل القصير . ويستخدم اختبار جرينجر للسببية وجود هذه العلاقة بين كل المتغيرين على حده ، ويتم تحديد وجود السببية من عدمها بناء على معنوية العلاقة ، كما هو مبين في الجدول التالي :

الجدول (3-18) اختبار السببية KAO

الفرضية العدمية	N	المحسوبة F	الاحتمالية	القرار
NPI لا يؤثر NOF	28	0.413	0.5258	عدم وجود سببية
NOF لا يؤثر NPI	28	2.0403	0.165	وجود سببية *
PCGDP لا يؤثر NOF	28	0.237	0.630	عدم وجود سببية
NOF لا يؤثر PCGDP	28	0.013	0.907	عدم وجود سببية
KAO لا يؤثر NOF	28	0.434	0.515	عدم وجود سببية
NOF لا يؤثر KAO	28	0.599	0.446	وجود سببية *
NFDI لا يؤثر NOF	28	1.205	0.282	وجود سببية *
NOF لا يؤثر NFDI	28	0.911	0.349	وجود سببية *
PCGDP لا يؤثر NPI	28	1.661	0.209	وجود سببية *
NPI لا يؤثر PCGDP	28	0.701	0.410	وجود سببية *
KAO لا يؤثر NPI	28	0.903	0.351	وجود سببية *
NPI لا يؤثر KAO	28	0.028	0.868	عدم وجود سببية
NFDI لا يؤثر NPI	28	3.1711	0.087	وجود سببية *
NPI لا يؤثر NFDI	28	0.132	0.718	عدم وجود سببية
KAO لا يؤثر PCGDP	28	0.468	0.499	عدم وجود سببية
PCGDP لا يؤثر KAO	28	0.123	0.728	عدم وجود سببية
PCGDP لا يؤثر NFDI	28	3.629	0.068	وجود سببية *
NFDI لا يؤثر PCGDP	28	0.636	0.432	وجود سببية *
KAO لا يؤثر NFDI	29	0.646	0.428	وجود سببية *
NFDI لا يؤثر KAO	29	1.944	0.175	وجود سببية *

المصدر: من اعداد الباحثة eviews7

* وجود سببية على مستوى 5%

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

تحليل القياسي :

- تبين النتائج المستقرئة من الجدول رقم 4 :تباين حالات وجود علاقة سببية جرينجر بين بعض مؤشرات :
فبالنسبة

أولا - فقد تم وجود علاقة سببية مباشرة بين NOF صافي تدفقات رسمية :

1. تؤثر في صافي الاستثمار الغير مباشر NPI

2. تؤثر في مؤشر إنفتاح حساب رأس المال KAO كاوبين

3. تؤثر في صافي الاستثمار المباشر NFDI

وجود العلاقة المباشرة بين صافي تدفقات رسمية لعدة أسباب وأهمها أن

1. الإقتصاد المكسيك في أزمة المكسيك 1994 لإنقاذ المكسيك من الأزمة المالية تم ضخ مبالغ مالية هائلة

في في الأسواق المالية لأن أول سقوط جاء من انهيار العملة والسوق المالي

2. وهذا ما يؤدي لسبب الثاني مع كاوبين مؤشر انفتاح حساب رأس المال ولأن الإقتصاد المكسيكي هو من

أوائل الاقصادات التي عملت على تحرير المالي وحساب رأس مالها بشكل كلي ولهذا العلاقة مباشرة بين

NOF نحو KAO

وهذا راجع اتفاقية NAFTA متعددة الأطراف بين دول أمريكا اللاتينية وهذا ما أدى لتأثير عن صافي

تدفقات رسمية نحو صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر

وذلك متوافق مع دراسة السابقة (ozan sula2009)

ثانيا- يوجد علاقة سببية مباشرة بين صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي NFDI :

1. تؤثر في صافي تدفقات الرسمية NOF

2. تؤثر في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر NPI

3. يؤثر في نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي PCGDP

4. تؤثر في مؤشر الانفتاح المالي لحساب رأس المال "كاوبين" KAO

وبالتالي سبب أن NFDI تؤثر نحو كل متغيرات راجع إلى رجوع وعودة الأموال ورؤوس الأموال التي

هربت من المكسيك نحو الولايات المتحدة الأمريكية في شكل استثمارات مباشرة وبالتالي إستفادة منها

جميع المتغيرات

ثالثا - وجود علاقة سببية المباشرة بين نصيب الفرد من ناتج الحقيقي الاجمالي PCGDP :

1. تؤثر في صافي الاستثمار الأجنبي المباشر NFDI

2. تؤثر في صافي الاستثمار الأجنبي الغير مباشر NPI

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

◀ وهذا راجع ازدياد الناتج المحلي بمعدل 3.1% سنويا وخاصتان خلال الفترة 1990-1994 وضعف معدل تضخم من 145% إلى 6% وعملية خصصة للقطاع وممتلكات الدولة مما أدى إلى استقطاب رؤوس الاموال الأجنبية للاستثمار المباشر والغير مباشر

رابعا - يوجد علاقة سببية مباشرة صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي الغير مباشرة NPI نحو نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي PCGDP وهذا راجع الى استخدام صافي المحفظة المالية في المكسيك لخلق موجودات مالية كالمصانع السيارات والمعدات وبتالي استفاد الفرد من الناتج المالي الحقيقي .

خامسا - يوجد علاقة سببية مباشرة من مؤشر الانفتاح المالي لتحرير حساب رأس المال كاوبين KAO :

1. تؤثر في صافي الاستثمار الأجنبي المباشر

2. تؤثر في صافي الاستثمار الاجنبي الغير مباشر

◀ وهذا راجع لتحرير الكلي لحساب رأس المال في الاقتصاد الناشئ المكسيكي وبتالي استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة والغير مباشرة وهو ماهو متطابق مع دراسات السابقة للموضوع

الجدول (3-19) : اختبار السببية LMF

(اختبار جرينجر لسببية Granger Causality Test):

الفرضية العدمية	N	المحسوبة F	الاحتمالية	القرار
NFDI لا يؤثر LMF	27	0.163	0.850	عدم وجود سببية
LMF لا يؤثر NFDI	27	0.006	0.993	عدم وجود سببية
LMF لا يؤثر NOF	27	1.343	0.281	وجود سببية*
LMF لا يؤثر NOF	27	0.439	0.649	عدم وجود سببية
NPI لا يؤثر LMF	27	2.928	0.261	وجود سببية*
LMF لا يؤثر NPI	27	1.274	0.299	وجود سببية*
PCGDP لا يؤثر LMF	27	1.424	0.261	وجود سببية*
LMF لا يؤثر PCGDP	27	0.814	0.439	وجود سببية*
NOF لا يؤثر NFDI	27	0.631	0.541	وجود سببية*
NOF لا يؤثر NFDI	27	1.379	0.272	وجود سببية*
NPI لا يؤثر NFDI	27	0.499	0.613	عدم وجود سببية
NFDI لا يؤثر NPI	27	1.168	0.329	وجود سببية*
PCGDP لا يؤثر NFDI	27	0.065	0.937	عدم وجود سببية
NFDI لا يؤثر PCGDP	27	2.744	0.086	وجود سببية*
NPI لا يؤثر NOF	27	1.450	0.256	وجود سببية*
NOF لا يؤثر NPI	27	1.315	0.288	وجود سببية*

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة
ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

عدم وجود سببية	0.615	0.496	27	PCGDP لا يؤثر NOF
وجود سببية*	0.190	1.789	27	PCGDP لا يؤثر NOF
عدم وجود سببية	0.270	1.387	27	PCGDP لا يؤثر NPI
وجود سببية*	0.728	0.321	27	NPI لا يؤثر PCGDP

المصدر: من اعداد الباحثة EVIEWS7

*وجود سببية مباشرة على مستوى 5%

تحليل القياسي و الاقتصادي :

وجود علاقة سببية مباشرة من صافي تدفقات الرسمية المباشرة NOF نحو كل

1. تؤثر في مؤشر الانفتاح وتحرير حساب رأس المال " لين ميلسي " LMF

2. تؤثر في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر NFDI

3. تؤثر في صافي تدفقات الاستثمار الغير مباشر NPI

4. تؤثر في نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي PCGDP

وجود علاقة سببية مباشرة من صافي تدفقات الاستثمار الغير مباشر NPI:

1- تؤثر في مؤشر الانفتاح وتحرير حساب رأس المال " لين ميلسي " LMF

2- تؤثر في صافي تدفقات الرسمية NOF

وجود علاقة سببية مباشرة من مؤشر الانفتاح وتحرير حساب رأس المال " لين ميلسي " LMF

1. نحو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي PCGDP

2. صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي الغير مباشر NPI

وجود علاقة سببية مباشرة من نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي PCGDP

1- تؤثر في مؤشر الانفتاح وتحرير حساب رأس المال " لين ميلسي " LMF

2- تؤثر في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر NPI

وجود علاقة سببية مباشرة من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر NFDI

1- تؤثر في صافي التدفقات الرسمية NOF

2- تؤثر في نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي PCGDP

- وهذا راجع للأسباب السابقة الذكر في تحليل سببية جرينجر Granger Causality Test

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

جدول(3-20): اختبارات تحليل مكونات التباين kao :

يستخدم هذا الاختبار من أجل معرفة مقدار التنبؤ لكل متغير العائد إلى الخطأ التنبؤ في المتغير نفسه والمقدار العائد إلى الخطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى . وعند تطبيق هذا الاختبار على متغيرات النموذج (KAO , NFDI, NOF, NPI, PCGDP), تم الحصول على نتائج التالية :

Variance Decomposition of DNOF:

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	KAO	الفترة
0.000000	0.000000	100.0000	0.000000	0.000000	1
0.358137	0.614830	97.11295	0.100481	1.813603	2
4.343531	0.564322	91.76275	1.078420	2.250975	3
3.831935	0.486821	92.61685	0.830418	2.233974	4
3.468642	1.245126	90.66366	0.963137	3.659440	5
3.143878	1.581854	90.27272	0.755646	4.245904	6
3.181438	1.611463	90.31117	0.645025	4.250907	7
2.809662	1.495676	90.72838	0.519366	4.446914	8
2.640955	1.505883	90.75340	0.474941	4.624818	9
2.641023	1.470858	90.84560	0.439123	4.603393	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين لتدفقات الرسمية الصافية النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه و هو صافي التدفقات الرسمية NOF في الفترة الأولى هو 100% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 90.60% في السنة الخامسة ، وفي 90.84% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 9% من صافي التدفقات رسمية DOF إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم KAO , NFDI, NPI, PCGDP.

Variance Decomposition of DNPI

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	KAO	الفترة
0.000000	92.88503	7.114967	0.000000	0.000000	1
5.560680	68.92819	14.76837	5.143648	5.599121	2
3.239109	34.30588	53.02276	2.791044	6.641205	3
1.991884	16.04982	76.96294	1.306961	3.688402	4
2.344950	9.087147	83.81405	1.083587	3.670265	5
2.337607	6.222852	86.51030	0.882375	4.046871	6
2.724468	4.733158	87.48998	0.821328	4.231068	7
2.708542	3.641900	88.56234	0.674374	4.412841	8
2.606594	2.954030	89.23278	0.579612	4.626979	9
2.562101	2.448669	89.80238	0.500484	4.686364	10

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه و هو صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر فاني الفترة الأولى هو 92.88% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 9.08% في السنة الخامسة ، وفي 2.44% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 97.60% من صافي الاستثمار الأجنبي الغير مباشر NPI إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم KAO , NFDI, .NOF, PCGDP.

Variance Decomposition of DPCGD

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	KAO	الفترة
57.35446	40.00353	2.642010	0.000000	0.000000	1
49.99610	33.96452	6.959996	8.361610	0.717770	2
35.18197	19.85304	39.36415	4.546245	1.054598	3
24.47356	14.16020	56.71135	3.121946	1.532940	4
22.78844	14.12036	56.57464	3.428504	3.088053	5
22.03292	12.60020	59.54702	3.057476	2.762389	6
17.79985	9.876494	66.94586	2.531835	2.845955	7
14.35236	8.483586	70.86681	2.080597	4.216648	8
12.01645	7.233391	74.67394	1.715419	4.360801	9
9.378269	5.277262	80.03296	1.277385	4.034121	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من نصيب الفرد من الناتج الحقيقي الاجمالي ، النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه و هو نصيب الفرد من الناتج الحقيقي الاجمالي فاني الفترة الأولى هو 57.35% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 22.78% في السنة الخامسة ، وفي 9.37% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 91.60% من نصيب الفرد من الناتج الحقيقي الاجمالي PCGDP إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم KAO , NFDI, NOF, NPI.

Variance Decomposition of KAO

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	KAO	الفترة
0.836334	0.195834	3.927769	0.000000	95.04006	1
4.598044	0.629846	16.37081	1.625368	76.77594	2
11.12167	0.567867	16.11271	2.059380	70.13837	3
13.72626	1.297962	16.74257	2.441408	65.79181	4
13.21247	1.708141	20.29482	2.405069	62.37951	5
13.66818	1.857397	19.97520	2.425170	62.07405	6
13.58024	1.950302	20.37512	2.458368	61.63597	7
14.06995	1.920852	21.23464	2.419821	60.35473	8
13.71791	1.876590	23.14750	2.353635	58.90436	9
13.65872	1.991905	23.24164	2.348544	58.75919	10

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من مؤشر انفتاح حساب رأس المال كاوبين النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه و هو مؤشر انفتاح حساب رأس المال كاوبين فإني الفترة الأولى هو 95.04% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجياً ابتداءاً من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 62.37% في السنة الخامسة ، و تصل 58.75% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 41.25 % مؤشر انفتاح حساب رأس المال كاوبين إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP , NFDI, NOF, NPI

Variance Decomposition of NFDI

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	KAO	الفترة
24.35206	7.061280	0.003775	68.37453	0.208362	1
21.50001	6.399281	9.605733	61.41003	1.084942	2
16.39821	8.117229	27.68275	46.00413	1.797677	3
15.88501	7.238285	32.90442	42.34701	1.625275	4
14.32868	6.236058	41.35787	36.42855	1.648844	5
13.03338	5.938374	46.61656	32.26530	2.146386	6
11.58711	5.650402	51.66995	28.15918	2.933356	7
10.16862	5.095370	58.39063	23.15714	3.188242	8
8.210524	4.132121	66.63953	17.48062	3.537212	9
6.527938	3.403313	73.29962	12.81492	3.954208	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من مؤشر صافي الاستثمار الأجنبي المباشر النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه و مؤشر صافي الاستثمار الأجنبي المباشر فإني الفترة الأولى هو 68.37% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجياً ابتداءاً من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 36.42% في السنة الخامسة ، و تصل 12.81 % في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 81 % مؤشر صافي الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, KAO, NOF, NPI

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

جدول (3-21): اختبارات تحليل مكونات التباين LMF:

Variance Decomposition of LMF

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	100.0000	1
6.363213	2.417506	34.50974	0.187933	56.52161	2
13.34177	8.224485	32.71134	0.409771	45.31264	3
15.74729	8.554129	31.65574	1.941671	42.10117	4
17.92597	8.279828	28.19874	4.231296	41.36417	5
18.82413	7.887897	27.53643	4.540651	41.21089	6
21.29851	8.284257	25.20100	4.949024	40.26721	7
22.51105	8.331274	24.46410	5.151696	39.54187	8
23.56806	8.277314	23.81500	5.641008	38.69861	9
24.15096	8.268720	23.26981	5.797720	38.51279	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من مؤشر الانفتاح المالي لحساب رأس المال لـين وميليسي فيريتي النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه و مؤشر الانفتاح المالي لحساب رأس المال لـين وميليسي فيريتي فاني الفترة الأولى هو 100% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 41.36% في السنة الخامسة ، و تصل 38.51% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 60% مؤشر الانفتاح المالي لحساب رأس المال لـين وميليسي فيريتي إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, NFDI, NOF, NPI

Variance Decomposition of NFDI

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
0.000000	0.000000	0.000000	99.46872	0.531279	1
0.347626	0.038908	3.078613	95.51277	1.022086	2
0.996475	0.054888	44.52283	50.89998	3.525828	3
3.304197	0.289085	43.36061	48.75848	4.287633	4
2.718122	0.763920	49.69497	39.03799	7.784989	5
3.839230	0.724326	46.93630	38.74776	9.752388	6
3.260328	0.596971	50.09218	34.66065	11.38987	7
3.568896	0.702141	49.24251	34.22511	12.26134	8
3.308701	0.741001	50.65937	31.99180	13.29913	9
3.568322	1.057853	49.88817	31.52451	13.96115	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه و صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر فاني الفترة الأولى هو 99.46% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

إلى 39.03% في السنة الخامسة ، و تصل 31.52% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 65% مؤشر صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, LMF, NOF, NPI

Variance Decomposition of NOF

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
0.000000	0.000000	88.58407	0.007631	11.40830	1
3.751802	0.016575	79.73520	0.010981	16.48544	2
2.891399	0.021103	76.30270	1.824108	18.96069	3
5.788846	0.273108	69.65609	2.033290	22.24866	4
5.353463	0.333383	68.19580	2.542839	23.57451	5
6.725766	0.659636	64.60099	2.422143	25.59146	6
6.573591	0.908453	63.74293	2.210947	26.56408	7
7.694931	1.446893	61.03924	2.288941	27.53000	8
7.908336	1.745840	60.14759	2.219603	27.97863	9
8.919774	2.130791	58.00505	2.670231	28.27416	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من صافي تدفقات الرسمية النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه صافي تدفقات الرسمية فاني الفترة الأولى هو 88.58% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 68.19% في السنة الخامسة ، و تصل 58% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 42% مؤشر صافي تدفقات الرسمية إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, LMF, NFDI, NPI

Variance Decomposition of NPI

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
0.000000	75.97501	0.068015	23.93803	0.018944	1
1.926546	43.19867	0.132096	51.08197	3.660715	2
1.414720	24.74039	21.23017	50.39990	2.214819	3
1.847907	18.89083	34.48582	42.09295	2.682496	4
5.849113	17.11240	34.49278	40.17544	2.370272	5
6.318596	16.26156	36.97318	37.95646	2.490214	6
7.051930	14.84532	41.31631	34.52081	2.265631	7
6.844810	14.32759	42.34616	34.01556	2.465886	8
6.768190	13.67872	44.48415	32.62709	2.441842	9
6.805415	13.54334	44.52594	32.70133	2.423979	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر فاني الفترة الأولى هو 75.97% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

إلى 13.54% في السنة الخامسة ، و تصل 82% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 42% مؤشر صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, NOF, NFDI, LMF

Variance Decomposition of PCGDP

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
67.63499	30.60957	0.158466	1.171190	0.425785	1
35.25963	13.32134	38.51702	5.441613	7.460398	2
13.81531	5.110928	65.87711	5.600269	9.596384	3
10.92752	4.019023	66.46860	6.247777	12.33708	4
8.615540	3.183764	65.40242	6.334931	16.46334	5
7.786247	2.663966	61.75331	6.295911	21.50056	6
7.087150	2.354639	60.28324	5.796467	24.47851	7
7.570131	2.493062	57.52497	5.268676	27.14316	8
7.859156	2.591815	55.63864	4.692427	29.21796	9
8.632449	2.860808	53.08461	4.310555	31.11158	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من نصيب الفرد من ناتج المحلي الاجمالي من النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه من نصيب الفرد من ناتج المحلي الاجمالي فاني الفترة الأولى هو 67.63% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 8.6% في السنة الخامسة ، و تصل 8.63% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 41% نصيب الفرد من ناتج المحلي الاجمالي إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم NPI, NOF, NFDI, LMF ، أي بقية نسبة تغير نفسها من خمس سنوات وحتى الى عشر سنوات في التنبؤ أي نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي لا يتغير مع الانفتاح المالي لحساب رأس المال في الاقتصاد المكسيكي .

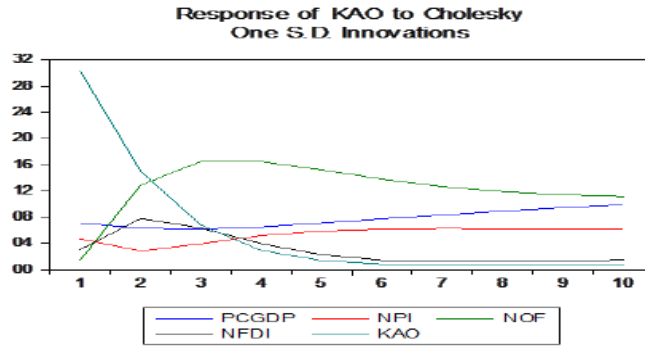
ملاحظة عامة: هناك فرق متغير دائما في تحليل مكونات التباين من نموذج إلى آخر حسب المتغير التابع أي مؤشرات انفتاح حساب رأس المال .

دالة الاستجابة لردة الفعل:

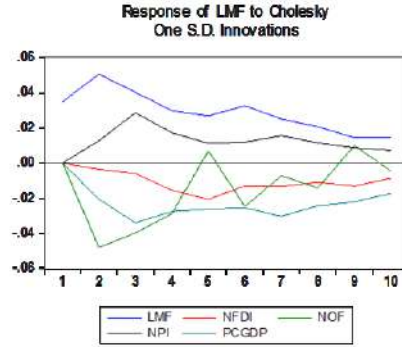
يعني هذا الاختبار بتتبع المسار الزمني للمتغيرات المفاجئة التي يمكن أن تتعرض لها مختلف متغيرات النموذج وكيفية استجابة المتغيرات الأخرى لأي تغير مفاجئ في أي متغير من متغيرات النموذج .

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة
ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

الشكل (3-15) دالة الاستجابة لردة الفعل تحرير حساب رأس المال KAO في الاقتصاد الناشئ المكسيكي:



الشكل (3-16) دالة الاستجابة لردة الفعل تحرير حساب رأس المال LMF في الاقتصاد الناشئ المكسيكي:



المصدر : من اعداد الباحثة من برنامج EVIEWS7

تفسير: أما بالنسبة لدالة الاستجابة لردة الفعل لنموذجين من LMF و KAO فإن نتائجها كذلك جاءت موافقة عموماً للنتائج الأولى اختبار جرينجر لسببية المباشرة كما يتضح في الشكل لتنبؤ للفترة القادمة لمدة عشر سنوات: نلاحظ حتى في الفترة القادمة من بداية نهاية سلسلة الاختبار النموذج 2019 أن مؤشر الانفتاح المالي وتحرير حساب رأس المال و صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر NPI والمباشر NFDI نجد في النموذجين يسيرا في نفس الاتجاه ونفس الحركة مما يفسر الاثر المباشر لتحرير حساب رأس المال لتدفقات الاستثمار الأجنبي وهذا ما يفسر أثر اتفاقية NAFTA و تحرير حساب رأس المال للأسواق المالية أيضا .

ثانيا - نلاحظ من خلال المؤشرين يؤثر تحرير حساب رأس المال على نصيب الفرد من ناتج الحقيقي الاجمالي بعلاقة عكسية فنجد كل ما ارتفع مؤشر التحرير انخفض نصيب الفرد من الناتج الحقيقي والعكس صحيح في النموذج كاوبين

أما نموذج الثاني أن كلما ارتفع مؤشر تحرير حساب رأس المال تأثر في نفس الاتجاه بسلب خلال العشر سنوات القادمة وهذا راجع ضعف البنى التحتية في الاقتصاد المكسيك والمواطن المكسيكي لا يستفيد من تحرير حساب

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة
ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

رأس المال بشكل جيد وهذا ما أدى لضعف الدخل الفرد والهجرة الغير شرعية للولايات المتحدة الأمريكية بحكم الجوار وأنها متطورة من كل الجوانب وهي من الدول والاقتصاديات المتقدمة .

المطلب الثالث : عرض نتائج تحرير حساب رأس المال للاقتصاد الناشئ الماليزي
الجدول رقم(3-22) اختبار استقرارية السلاسل الزمنية :

المتغير	المستوى		الفرق الأول		القرار	المتغير
	قيمة (df)	قيمة (df)	قيمة (df)	قيمة (dw)		
KAO	-3.574	-2.133	-3.580	2.056	غير مستقرة**	مستقرة**
LMF	-3.574	-2.069	-3.580	2.003	غير مستقرة**	مستقرة**
NFDI	-3.574	-1.870	-3.580	1.989	غير مستقرة**	مستقرة**
NPI	-3.574	-4.078	-	1.910	مستقرة**	-
*NOF	-3.225	1.851	-3.580	-	غير مستقرة**	غير مستقرة**
PCGDP	-3.574	-1.864	-3.580	1.980	غير مستقرة**	مستقرة**

*NOF الفرق الثاني : القيمة المحسوبة (df) -3.587 القيمة الجدولية (df) -4.863 قيمة (DW) 1.337 القرار : مستقرة
** مستوى الثقة 95%
تحليل القياسي :

من خلال رقم (1) يتضح أن صافي الاستثمار الأجنبي الغير مباشر NPI استقره عند المستوى الطبيعي $I(0)$ ، في حين كل من المتغيرات التالية (KAO , LMF , NFDI, PCGDP) لم تستقر عند مستوياتها الطبيعية ، واستقرت بعد أخذ الفرق الأول لكل منها وهذا يعني أن هذه المتغيرات من الفرق الأول $I(1)$ باستثناء صافي التدفقات الرسمية NOF يستقر من من درجة الثانية $I(2)$ ، وهو ما يؤكد تزايد المتغيرات محل الدراسة .
أما قيم (DW) فقد كانت جميعها مقبولة عند الفرق (0) ولأشارة فإن النتائج متماثلة لكلتا متغيرين لمؤشرات التحرير حساب رأس المال (KAO , LMF)

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة
ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

الجدول رقم (3-23) : تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني: kao

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
141.3275*	142.2083*	140.9895*	1.20e+55*	NA	-1737.368	1
142.4016	144.1633	141.7255	3.10e+55	18.95926	-1721.569	2
142.0668	144.7092	141.0526	3.17e+55	26.72951	-1688.157	3

المصدر : من إعداد الباحثة EViews7

● *القيمة المثلى لعدد فترات التباطؤ

● LR: تعني نسبة الامكان .

● FPR: تعني معيار خطأ التنبؤ النهائي

● AIC: تعني معيار أكايك

● SC: تعني معيار شوارتز

● HQ: تعني معيار هاتان - كوين

● 0: LogL، 1، 2، 3: تعني عدد فترات التباطؤ الزمني

تحليل القياسي : كما هو مبين من الجدول رقم 2: فإن العلامة تظهر عند فترة تباطؤ واحدة فقط عند جميع المعايير ومن بينها معيار أكايك (AKAIKE) وشوارتز (SCHWARTS) ، وعند هذه الفترة تكون قيمة المعيارين عند أقل قيمة مقارنة بالقيم الأخرى عند نفس المعيار ، وبناء على النتائج فإن القيمة المثلى لفترات التباطؤ الزمني للنموذج المتعلق بتحرير حساب رأسمال KAO في الاقتصاد الناشئ الماليزي هي فترة واحدة .

الجدول رقم (3-24) : تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني: Imf

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
142.6445	142.8131	142.5732	5.71e+55	NA	-1919.738	0
138.0191*	139.0308*	137.5909*	4.06e+53*	143.5157*	-1827.478	1
138.9585	140.8132	138.1736	9.01e+53	20.30758	-1810.343	2
138.8913	141.5891	137.7496	1.12e+54	25.03396	-1779.620	3

المصدر : من اعداد الباحثة من EViews7

● *القيمة المثلى لعدد فترات التباطؤ

● LR: تعني نسبة الامكان .

● FPR: تعني معيار خطأ التنبؤ النهائي

● AIC: تعني معيار أكايك

● SC: تعني معيار شوارتز

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة
ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

● HQ: تعني معيار هاتان - كوين

0 : LogL، 1، 2، 3: تعني عدد فترات التباطؤ الزمني

التحليل القياسي: كما هو مبين من الجدول رقم 3 فإن العلامة تظهر عند فترة تباطؤ واحدة فقط عند جميع المعايير ومن بينها معيار أكايك (AKAIKE) وشوارتز (SCHWARTS)، وعند هذه الفترة تكون قيمة المعيارين عند أقل قيمة مقارنة بالقيم الأخرى عند نفس المعيار، وبناء على النتائج فإن القيمة المثلى لفترات التباطؤ الزمني للنموذج المتعلق بتحرير حساب رأس المال LMF في الإقتصاد الناشئ الماليزي هي فترة واحدة.

جدول (3-25) اختبار السببية KAO

(اختبار جرينجر لسببية Granger Causality Test)

القرار	الاحتمالية	المحسوبة F	N	الفرضية العدمية
وجود سببية*	0.302	1.106	28	NFDI لا يؤثر KAO
عدم وجود سببية	0.794	0.069	28	KAO لا يؤثر NFDI
وجود سببية*	0.428	0.646	28	PCGDP لا يؤثر KAO
وجود سببية*	0.0007	14.743	28	KAO لا يؤثر PCGDP
وجود سببية*	0.165	2.045	27	NOF لا يؤثر KAO
وجود سببية*	0.416	0.683	27	KAO لا يؤثر NOF
وجود سببية*	0.063	3.782	28	NPI لا يؤثر KAO
وجود سببية*	0.244	1.423	28	KAO لا يؤثر NPI
وجود سببية*	0.0387	4.761	28	PCGDP لا يؤثر NFDI
وجود سببية*	0.1301	2.449	28	NFDI لا يؤثر PCGDP
عدم وجود سببية	0.498	0.472	27	NOF لا يؤثر NFDI
وجود سببية*	0.344	0.930	27	NFDI لا يؤثر NOF
عدم وجود سببية	0.833	0.045	28	NPI لا يؤثر NFDI
عدم وجود سببية	0.718	0.132	28	NFDI لا يؤثر NPI
وجود سببية*	0.328	0.993	27	NOF لا يؤثر PCGDP
وجود سببية*	0.431	0.639	27	PCGDP لا يؤثر NOF
وجود سببية*	0.0063	8.878	28	NPI لا يؤثر PCGDP
عدم وجود سببية	0.891	0.018	28	PCGDP لا يؤثر NPI
وجود سببية*	0.088	3.152	27	NOF لا يؤثر NPI
وجود سببية*	0.385	0.781	27	NPI لا يؤثر NOF

*وجود سببية 5%

المصدر: من اعداد الباحثة من EViews7

تحليل القياسي والاقتصادي:

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

تبين النتائج المستقرئة من الجدول رقم () مايلي :

أولا -وجود علاقة سببية مباشرة من صافي الاستثمار الأجنبي المباشر NFDI نحو :

1. تؤثر على مؤشر انفتاح حساب رأس المال "كاوبين" KAO

2. تؤثر على نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي PCGDP

3. تؤثر على صافي تدفقات الرسمية NOF

-تفسير: تؤثر تدفقات رأس المال الأجنبي المباشر من خلال عمل الحكومة الماليزية على رفع القيود الرأسمالية 1998 مما زاد مرة أخرى انفتاح وتحرير حساب رأس المال هذا من جهة ومن التدفقات الرسمية مما أدى لزيادة نصيب الفرد من الدخل من جهة ثانية

ثانيا - وجود علاقة سببية مباشرة من نصيب الفرد من ناتج المحلي الاجمالي PCGDP نحو :

1- تؤثر على مؤشر انفتاح حساب رأس المال "كاوبين" KAO

2- تؤثر على صافي الاستثمار المباشر NFDI

3- تؤثر على صافي تدفقات الرسمية NOF

-تفسير: كما سبق شرحه فالعلاقة سببية متبادلة .

ثالثا -وجود علاقة سببية مباشرة من مؤشر الانفتاح حساب رأس المال كاوبين KAO:

1- تؤثر في نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي PCGDP

2- تؤثر في صافي تدفقات الرسمية NOF

3- تؤثر في صافي الاستثمار الغير مباشر NPI

تفسير: هذه العلاقة السببية من خلال الانفتاح وتحرير حساب رأس المال في الاقتصاد الناشئة الماليزي مما أدى تدفقات الاستثمار الاجنبي الغير مباشر عن طريق رأس المال قصيرة الأجل في الأسواق المالية وهو سبب المباشر في عدوى الأزمات في الاقتصاد الماليزي بحيث إذا تتبعنا تطور التاريخي للمؤشرات تدفقات رأس المال في الاقتصاد الماليزي نلاحظ أنه من 1990-1997 إرتفاع جنوبي للمحفظة المالية NPI ثم فجأتا حدث تدفق عكسي لرأس المال سنة 1997 ب 0.31 مليار دولار ، وبتالي هذا مادفع حكومة الاقتصاد الماليزي ورئيس الوزراء أن ذاك مهاتير محمد لصد هجمات المضاربة على العملة عن طريق تحكّم في سعر الصرف العملة الماليزية من 2.5 رينغيت مقابل 1 دولار للحد من عدوى الأزمات المالية وانهيار الاقتصاد ومن ثم عمل على تحفيز الصادرات وحماية الاقتصاد المحلي وخلال خطة مهاتير محمد 20/20 للانعاش الاقتصادي مما أدى لزيادة نصيب الفرد من الناتج الحقيقي الاجمالي للفرد

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

ونلاحظ أيضا حدث نفس الشيء سنة 2007 إرتفاع جنوبي في المحفظة المالية للأوراق المالية ، الذي أدى للتدفق العكسي من خلال أزمة المالية العالمية 2008 .

رابعا- وجود علاقة مباشرة من صافي تدفقات الرسمية NOF:

1- تؤثر في مؤشر الانفتاح حساب رأس المال كاوبين KAO

2- تؤثر في نصيب الفرد ناتج المحلي الاجمالي PCGDP

3- تؤثر في صافي الاستثمار الأجنبي الغير مباشر NPI

تفسير : نفس التفسير السابق فالعلاقة مباشرة

خامسا -وجود علاقة مباشرة من صافي الاستثمار الأجنبي الغير مباشر NPI

1- تؤثر في مؤشر الانفتاح حساب رأس المال كاوبين KAO

2- تؤثر نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي PCGDP

3- تؤثر في صافي تدفقات الرسمية NOF

تفسير نفس التفسير السابق مما يثبت صحة الدراسات السابقة للموضوع حول وضع ضوابط لتدفقات حساب رأس المال بطريقة مدروسة لمنع هجمات المضاربة الذي كان معارضا له صندوق النقد الدولي في أزمة 1997الاسيوية وأقره في الأزمة المالية العالمية 2008

(اختبار جرينجر لسببية Granger Causality Test)

جدول: (26-3) اختبار السببية LMF:

الفرضية العدمية	N	المحسوبة F	الاحتمالية	القرار
NFDI لا يؤثر LMF	28	2.444	0.130	وجود سببية*
NFDI لا يؤثر LMF	28	0.015	0.901	عدم وجود سببية
NOF لا يؤثر LMF	27	1.067	0.311	وجود سببية*
NOF لا يؤثر LMF	27	0.046	0.831	عدم وجود سببية
NPI لا يؤثر LMF	28	0.017	0.894	عدم وجود سببية
NPI لا يؤثر LMF	28	0.470	0.498	عدم وجود سببية
PCGDP لا يؤثر LMF	28	0.504	0.484	وجود سببية*
PCGDP لا يؤثر LMF	28	0.430	0.517	عدم وجود سببية
NOF لا يؤثر NFDI	27	0.472	0.498	عدم وجود سببية
NOF لا يؤثر NFDI	27	0.930	0.344	وجود سببية*
NPI لا يؤثر NFDI	28	0.045	0.833	عدم وجود سببية
NPI لا يؤثر NFDI	28	0.132	0.718	عدم وجود سببية
PCGDP لا يؤثر NFDI	28	4.761	0.038	وجود سببية*
PCGDP لا يؤثر NFDI	28	2.449	0.130	وجود سببية*

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة
ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

وجود سببية *	0.088	3.152	27	NPI لا يؤثر NOF
وجود سببية*	0.385	0.781	27	NPI لا يؤثر NOF
وجود سببية *	0.431	0.639	27	NOF لا يؤثر PCGDP
وجود سببية*	0.328	0.993	27	NOF لا يؤثر PCGDP
عدم وجود سببية	0.891	0.018	28	PCGDP لا يؤثر NPI
وجود سببية *	0.006	8.878	28	NPI لا يؤثر PCGDP

المصدر : من اعداد الباحثة من EVIEWS7

تحليل القياسي والاقتصادي :

أولا - وجود علاقة سببية مباشرة صافي الاستثمار الأجنبي المباشر NFDI نحو :

1- تؤثر في مؤشر انفتاح حساب رأس المال لين ميلسي LMF

2- تؤثر في صافي تدفقات الرسمية NOF

3- تؤثر في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي PCGDP

ثانيا - وجود علاقة سببية مباشرة من صافي تدفقات الرسمية NOF نحو :

1- تؤثر في مؤشر انفتاح حساب رأس المال لين ميلسي LMF

2- تؤثر في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي PCGDP

3- تؤثر في صافي التدفقات الرسمية NOF

ثالثا- وجود علاقة سببية مباشرة من نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي PCGDP نحو :

1- تؤثر في مؤشر انفتاح حساب رأس المال لين -ميلسي LMF

2- صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر NFDI

3- صافي تدفقات الرسمية NOF

رابعا- وجود علاقة سببية بين صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي NPI تؤثر على صافي التدفقات الرسمية

NOF

تفسير الاقتصادي :

- نفس التفسير السابقة من خلال نموذج كاوبين لتحرير حساب رأس المال ولكن بتغيير من نموذج الثاني

للمتغير التابع لين ميلسي لتحرير حساب رأس المال

- أما تفسير لماذا أثر صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر NFDI وهو راجع لعدت أسباب وهي :

1. الاستقرار السياسي

2. البيئة الاقتصادية الملائمة مما ساعدة على خلق مناخ جذاب لرأس المال وتحرير الاقتصادي وجذب

الاستثمارات الأجنبية المباشر NFDI

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة
ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

جدول (3-27) اختبارات تحليل مكونات التباين KAO

Variance Decomposition of PCGDP

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	Kao	الفترة
100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	1
58.25078	10.08296	31.62714	0.019626	0.019481	2
60.36784	9.045220	29.70263	0.780611	0.103700	3
50.83399	8.369404	39.73147	0.923598	0.141530	4
49.51768	7.103589	41.13857	2.022375	0.217790	5
44.04366	6.085233	47.11823	2.505930	0.246946	6
41.92787	5.101997	49.05676	3.619577	0.293802	7
38.25974	4.310197	52.89397	4.229120	0.306967	8
36.23811	3.614024	54.60603	5.213864	0.327979	9
33.66463	3.055558	57.12949	5.821855	0.328463	10

المصدر : من اعداد الباحثة من EVIEWS7

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من نصيب الفرد من ناتج المحلي الاجمالي النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه من نصيب الفرد من ناتج المحلي الاجمالي في الفترة الأولى هو 100% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجياً ابتداءً من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 49.51% في السنة الخامسة ، و تصل 33.66% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 67% نصيب الفرد من ناتج المحلي الاجمالي إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم NPI, NOF, NFDI, KAO

Variance Decomposition of NPI

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	Kao	الفترة
0.296744	99.70326	0.000000	0.000000	0.000000	1
0.437475	97.04000	0.958694	1.523326	0.040501	2
0.406501	89.39855	8.570170	1.580792	0.043987	3
0.435030	88.46704	8.521245	2.521306	0.055375	4
0.415911	84.33041	12.62285	2.577216	0.053620	5
0.413564	83.84153	12.48239	3.206689	0.055821	6
0.415026	81.26795	14.98286	3.280058	0.054106	7
0.416658	80.89145	14.89941	3.738394	0.054094	8
0.446157	79.06287	16.60989	3.828005	0.053080	9
0.472887	78.65533	16.63210	4.186943	0.052734	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير فاني الفترة الأولى هو 99.70% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجياً ابتداءً من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 83.84% في السنة الخامسة ، و تصل 78.56% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 22% نصيب الفرد

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

من ناتج المحلي الاجمالي إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, NOF, NFDI, KAO

Variance Decomposition of NOF

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	Kao	الفترة
0.575828	0.007682	99.41649	0.000000	0.000000	1
0.423817	8.241056	84.58128	6.688716	0.065133	2
0.733102	6.540652	88.31867	4.366118	0.041462	3
0.769459	8.433536	83.73467	7.006908	0.055428	4
1.117986	7.352225	85.58401	5.900833	0.044948	5
1.320855	8.060413	82.97060	7.597976	0.050158	6
1.747595	7.293121	83.92609	6.989310	0.043879	7
2.127220	7.506878	82.06601	8.253358	0.046535	8
2.651515	6.898884	82.49206	7.915447	0.042091	9
3.207341	6.852901	80.98129	8.914532	0.043940	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من صافي تدفقات الرسمية إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه من من صافي تدفقات الرسمية فاني الفترة الأولى هو 99.41% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية الى 83.84% في السنة الخامسة ، و تصل 80.98% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 19% من صافي تدفقات الرسمية إلى المتغيرات الأخرى

PCGDP, NPI, NFDI, KAO في الانفتاح المالي وهم

Variance Decomposition of NFDI

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	Kao	الفترة
9.544418	0.783030	1.024021	88.64853	0.000000	1
3.317193	0.244608	66.83753	29.45391	0.146758	2
3.704421	9.074054	52.88196	34.16319	0.176374	3
2.926737	6.889263	61.84474	28.07517	0.264085	4
2.942231	9.629132	56.52261	30.58933	0.316692	5
2.593752	8.478045	60.24666	28.28893	0.392612	6
2.524778	9.600908	57.60615	29.81890	0.449266	7
2.341067	8.922053	59.54432	28.68185	0.510716	8
2.277599	9.394675	58.09241	29.67475	0.560566	9
2.199652	8.942278	59.24740	29.00579	0.604883	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من صافي تدفقات الاستثمار المباشر إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه صافي تدفقات الاستثمار المباشر فاني الفترة الأولى هو 88.64% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية الى 30.58% في السنة

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

الخامسة ، و تصل 29 % في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 71 % صافي تدفقات الاستثمار المباشر إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, NPI, NOF, KAO

Variance Decomposition of KAO

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	Kao	الفترة
0.263792	48.58326	0.276576	0.983131	49.89324	1
0.134443	15.96711	58.95491	2.191194	22.75234	2
0.154121	17.29091	53.06650	2.178928	27.30954	3
0.193274	12.72502	62.39279	1.846482	22.84244	4
0.189406	13.38991	59.68648	2.058011	24.67620	5
0.300017	11.34013	64.32390	1.731274	22.30468	6
0.357890	11.57884	62.98374	2.054946	23.02458	7
0.548920	10.34865	65.87984	1.865563	21.35703	8
0.713519	10.32770	65.22797	2.274484	21.45633	9
1.004781	9.457263	67.20549	2.243440	20.08903	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين مؤشر الانفتاح المالي لحساب رأس المال كاوبين إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه مؤشر الانفتاح المالي لحساب رأس المال كاوبين فاني الفترة الأولى هو 49.89% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 24.67% في السنة الخامسة ، و تصل 20.08 % في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 79 % مؤشر الانفتاح المالي لحساب رأس المال كاوبين إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, NPI, NOF, NFDI

جدول (3-28) اختبارات تحليل مكونات التباين LMF

Variance Decomposition of LMF:

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	100.0000	1
0.058068	0.050305	73.42919	0.025495	26.43694	2
1.288151	0.606401	74.38082	0.174914	23.54972	3
0.220664	0.299862	94.64551	0.162986	4.670976	4
1.299418	0.856018	93.61563	0.136706	4.092225	5
0.270653	0.330028	98.07610	0.497429	0.825789	6
1.465030	0.813257	95.27973	0.586864	1.855120	7
0.365045	0.357636	98.13598	0.738966	0.402370	8
1.491335	0.780348	95.10227	0.817861	1.808183	9
0.431658	0.368178	97.90144	0.830846	0.467874	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين مؤشر الانفتاح المالي لحساب رأس المال لين ميليسي إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه مؤشر الانفتاح المالي لحساب رأس المال لين ميليسي فاني الفترة الأولى هو 100% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

التفسيرية الى 4.09% في السنة الخامسة ، و تصل 0.4% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 99% مؤشر الانفتاح المالي لحساب رأس المال **لين ميليسي** إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, NPI, NOF, NFDI

Variance Decomposition of NFDI :

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
0.000000	0.000000	0.000000	88.90340	11.09660	1
2.236063	0.154605	23.13325	57.92517	16.55091	2
1.951038	8.885718	23.03335	52.42394	13.70595	3
0.614546	1.824076	86.99246	7.985870	2.583048	4
1.650261	1.703671	88.51962	5.793072	2.333381	5
0.398363	0.491968	96.76476	1.832111	0.512793	6
1.472914	0.887043	94.65764	1.528252	1.454155	7
0.406724	0.405104	97.89400	0.943882	0.350290	8
1.406130	0.773516	95.23445	0.937485	1.648423	9
0.459605	0.387382	97.80735	0.861954	0.483712	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر فاني الفترة الأولى هو 88.90% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية الى 5.79% في السنة الخامسة ، و تصل 0.86% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 98% من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, NPI, NOF, LMF

Variance Decomposition of NOF :

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
0.000000	0.000000	98.73149	0.430989	0.837516	1
3.766702	0.986734	90.48430	0.589041	4.173223	2
0.546641	0.127175	98.25967	0.286292	0.780223	3
3.176468	0.519133	92.09016	0.271442	3.942791	4
0.587339	0.141479	97.79600	0.671988	0.803198	5
2.719004	0.665583	91.89715	0.652881	4.065386	6
0.486212	0.175907	97.82018	0.753443	0.764253	7
2.608888	0.699949	92.01654	0.758891	3.915734	8
0.459661	0.194516	97.84225	0.792180	0.711397	9
2.498950	0.729718	92.23279	0.816268	3.722271	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين صافي تدفقات الرسمية إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه صافي تدفقات الرسمية فاني الفترة الأولى هو 98.73% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

تدرجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 97.79% في السنة الخامسة ، و تصل 92.23 % في السنة العاشرة ، حيث يفقد فقط حوالي 8 % من صافي تدفقات الرسمية إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, NPI, NFDI, LMF

Variance Decomposition of NPI :

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
0.000000	71.95566	1.556831	0.028285	26.45923	1
1.986059	6.549640	87.77838	1.273534	2.412387	2
5.012464	6.222701	83.16159	1.209158	4.394091	3
1.291791	1.610147	93.97794	1.726125	1.393999	4
2.925215	2.226539	89.35146	1.769519	3.727265	5
0.537300	0.534425	97.30480	0.927892	0.695587	6
2.373598	1.039480	92.23849	0.912427	3.436009	7
0.433357	0.278553	97.83788	0.823969	0.626238	8
2.261061	0.794616	92.86919	0.877152	3.197981	9
0.434600	0.263079	97.86823	0.835299	0.598797	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر فاني الفترة الأولى هو 71.95% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدرجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية الى 2.22% في السنة الخامسة ، و تصل 0.26 % في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 99 % من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم PCGDP, NPI, NFDI, LMF

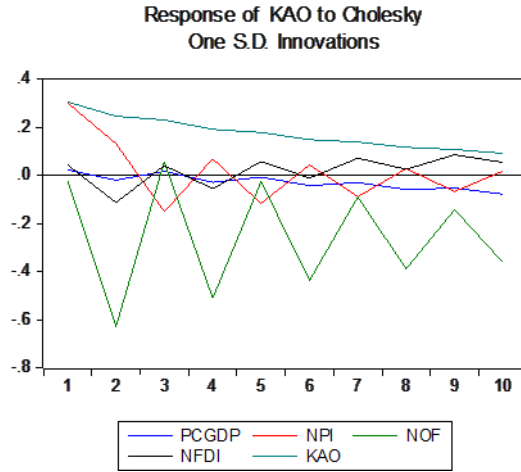
Variance Decomposition of PCGDP :

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
73.12955	1.020621	6.386884	18.16162	1.301328	1
5.074456	3.248516	89.91602	1.700908	0.060102	2
13.74416	3.349934	74.02445	1.647812	7.233636	3
4.195989	0.985754	91.33487	0.871913	2.611473	4
6.473131	1.046781	80.70123	0.791999	10.98686	5
1.579763	0.259379	94.62522	0.759984	2.775657	6
3.980217	0.487266	86.59227	0.690375	8.249875	7
0.869756	0.118993	96.36380	0.882364	1.765082	8
3.191250	0.498967	89.36361	0.821911	6.124259	9
0.640524	0.124421	97.17842	0.836389	1.220245	10

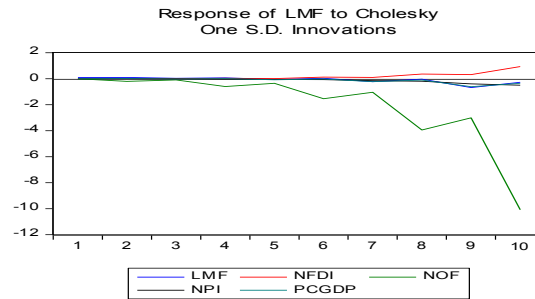
تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي فاني الفترة الأولى هو 73.12% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدرجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية الى 6.47% في

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

السنة الخامسة ، و تصل 0.64 % في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 99 % من نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم LMF, NPI, NFDI, NOF
الشكل (3-17) دالة الاستجابة لردة الفعل تحرير حساب رأس المال KAO في الاقتصاد الناشئ
المالي:



الشكل (3-18) دالة الاستجابة لردة الفعل تحرير حساب رأس المال LMF في الاقتصاد الناشئ
المالي:



تفسير من خلال النموذجين لتحرير حساب رأس المال نلاحظ تحرك تدفقات رأسمال مع بعض (NOF, NFDI, NPI) في نفس الحركة برغم من تحرير حساب رأس المال في الاقتصاد المالي لم يؤثر في تحركاتهم المجتمعا مع وهذا راجع لتدابير إدارة تدفقات رأس المال لمجموعة العشرين G20 وسياسة الحكمة من الحكومة المالية بداية من ما هتير محمد ولنهضة 20/20 الاقتصادية المالية الجيد في تحريك تدفقات رأس المال

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

المطلب الرابع: عرض نتائج تحرير حساب رأس المال على الاقتصاد الناشئ الهندي

تم الإستغناء عن مؤشر الانفتاح الحساب رأس المال كاوبين KAO في الاختبارات تحليل الانحدار الخطي المتعدد بالنسبة للاقتصاد الهندي والاكتفاء فقد بمؤشر الانفتاح حساب رأس المال لين-ميليسي LMF وذلك راجع لان مؤشر كاوبين KAO كانت المؤشر خلال السلسلة من 1990-2019 يساوي (-1) وبالتالي لا يوجد تفاعل مع المتغيرات الأخرى لمعرفة ردة فعله وبالتالي اعتمدنا فقد عن لين-ميليسي LMF لانفتاح حساب راس المال في الاقتصاد الهندي لنشاهد التفاعل المالي للمؤشر على الاقتصاد الهندي .

الجدول رقم(3-29) اختبار استقرارية السلاسل الزمنية :

المتغير	المستوى		القرار	الفرق الأول		القرار
	قيمة (df)	قيمة (df)		قيمة (df)	قيمة (dw)	
KAO	-	-	**_	-	-	*_
LMF	-3.574	-1.424	غير مستقرة**	-3.580	1.841	مستقرة**
NFDI	-3.574	-3.145	غير مستقرة**	-3.580	2.248	مستقرة**
NPI	-3.574	-8.640	مستقرة**	-	2.109	-
*NOF	-3.580	0.667	غير مستقرة**	-3.580	1.399	مستقرة**
PCGDP	-3.574	-1.831	غير مستقرة**	-3.580	2.044	مستقرة**

المصدر من اعداد الباحثة EVIEWS7

*مستوى الثقة عند 5 %

تحليل القياسي لاختبار الاستقرارية : من خلال جدول يتضح ان المتغير صافي الاستثمار الأجنبي الغير مباشر NPI قد استقرت عند المستوى الطبيعي $I(0)$ ، وأن كل من متغيرات النموذج (LMF ,NFDI , PCGDP ,NOF) لم تستقر عند المستويات الطبيعية $I(0)$ ، واستقرت بعد أخذ الفرق الأول لكل منها وهذا يعني أن هذه المتغيرات من رتبة $I(1)$ ، وهذا يتناسب مع أغلب المتغيرات الاقتصادية التي لا تستقر في العادة في المستوى الأول بسبب وجود علاقة مع الزمن Trend وهو ما تؤكد القيمة المتزايدة للمتغيرات محل الدراسة ، أما قيم (DW) فقد كانت جميعها مقبولة عند الفرق الأول (0) وبالتالي فالعلاقة قصيرة الأجل

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة
ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

الجدول (3-30) - تحديد فترات التباطؤ الزمني: lmf

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
144.6140	144.7826	144.5426	4.09e+56	NA	-1946.325	0
137.5294*	138.5411*	137.1012	2.49e+53*	195.1578*	-1820.867	1
137.7705	139.6253	136.9856	2.75e+53	31.47952	-1794.306	2
137.5317	140.2295	136.3900*	2.87e+53	26.92216	-1761.265	3

مصدر من اعداد الباحثة EVIEWS7

تحليل القياسي لاختبار تحليل تباطؤ الزمني :

كما هو مبين من الجدول رقم 2 : فإن العلامة تظهر عند فترة تباطؤ واحدة فقط عند جميع المعايير ومن بينها معيار أكايك (AKAIKE) وشوارتز (SCHWARTS) ، وعند هذه الفترة تكون قيمة المعيارين عند أقل قيمة مقارنة بالقيم الأخرى عند نفس المعيار ، وبناء على النتائج فإن القيمة المثلى لفترات التباطؤ الزمني للنموذج المتعلق بتحرير حساب رأسمال LMF في الاقتصاد الناشئ الهندي هي فترة واحدة .

جدول رقم (3-31) اختبار السببية :

(اختبار جرينجر لسببية Granger Causality Test)

القرار	الاحتمالية	المحسوبة F	N	الفرضية العدمية
عدم وجود سببية	0.875	0.024	28	NFDI لا يؤثر LMF
وجود سببية*	0.032	5.134	28	NFDI لا يؤثر LMF
وجود سببية*	0.061	3.829	28	NOF لا يؤثر LMF
عدم وجود سببية	0.562	0.344	28	NOF لا يؤثر LMF
عدم وجود سببية	0.524	0.415	28	NPI لا يؤثر LMF
عدم وجود سببية	0.9832	0.0004	28	NPI لا يؤثر LMF
وجود سببية*	0.250	1.385	28	PCGDP لا يؤثر LMF
عدم وجود سببية	0.649	0.211	28	PCGDP لا يؤثر LMF
عدم وجود سببية	0.978	0.0007	28	NOF لا يؤثر NFDI
عدم وجود سببية	0.560	0.348	28	NOF لا يؤثر NFDI
وجود سببية*	0.0012	13.332	28	NPI لا يؤثر NFDI
وجود سببية*	0.346	0.919	28	NPI لا يؤثر NFDI
عدم وجود سببية	0.978	0.0007	28	PCGDP لا يؤثر NFDI
وجود سببية*	0.332	0.9766	28	PCGDP لا يؤثر NFDI
وجود سببية*	0.363	0.858	28	NPI لا يؤثر NOF
وجود سببية*	0.343	0.932	28	NPI لا يؤثر NOF
عدم وجود سببية	0.686	0.167	28	PCGDP لا يؤثر NOF

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

وجود سببية*	0.444	0.603	28	NOF لا يؤثر PCGDP
وجود سببية*	0.134	2.392	28	NPI لا يؤثر PCGDP
وجود سببية*	0.436	0.625	28	PCGDP لا يؤثر NPI

المصدر من اعداد الباحثة EVIEWS7

مستوى السببية 5%

تحليل القياسي والاقتصادي :

أولاً - وجود علاقة سببية مباشرة لمؤشر تحرير حساب رأس المال فهي تؤثر في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر NFDI

خارج فترات الأزمات 1990-2015 شهدت الهند نمو ملحوظ وهذا راجع لتحرير التجارة الخارجية والاستثمار ولكن بسبب هذا تحرير الذي أدى لتأثرها بتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 وأثر على صادرات الاقتصاد الهندي بتراجع طلب على الصادرات من الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي والشرق الأوسط وأثر عليها بالسلب

ثانياً- وجود علاقة سببية مباشرة صافي التدفقات الرسمية NOF :

1- تؤثر في مؤشر انفتاح حساب رأس المال لين ميلسي LMF

2- تؤثر في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي PCGDP

وهذا راجع لتطور تجارة خدمات التكنولوجيا وصل العائد على هذه الخدمة خلال سنوات الدراسة أكثر من 70 مليار دولار مما أثر على الانفتاح وتحرير حساب رأس المال وعائد هذه الخدمة على نصيب الفرد من ناتج المحلي الاجمالي

ثالثاً - وجود علاقة سببية مباشرة صافي الاستثمار الأجنبي المباشر NFDI :

1- تؤثر في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر NPI

2- تؤثر في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي PCGDP

فمن خلال الدراسة للاقتصاد الهندي والتي فسرتة اختبار جرينجر لسببية من خلال العقدين الماضيين تغير تكوين تدفقات رأسمال وظهور الصلة المباشرة بين الاستثمار الأجنبية المباشرة خدمات التكنولوجيا وهجرة العمالة للخارج أصبح له علاقة مباشرة مع نمو الناتج المحلي الاجمالي

رابعاً - وجود علاقة سببية مباشرة نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي PCGDP :

1- تؤثر في مؤشر انفتاح حساب رأس المال لين ميلسي LMF

2- تؤثر في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير المباشر NPI

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

◀ نفس العلاقة السابقة الذكر نصيب الفرد من ناتج المحلي الاجمالي هو المحرك لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والغير مباشر

خامسا- وجود علاقة سببية مباشرة صافي الاستثمار الأجنبي الغير المباشر NPI نحو :

1- تؤثر في مؤشر انفتاح حساب رأس المال لين ميلسي LMF

2- تؤثر في صافي تدفقات الرسمية NOF

3- تؤثر في الاستثمار الأجنبي المباشر NFDI

◀ وهذا راجع لإصدار الورقتين الماليتين (GDRS /ADRS) سنة 1994 الذي زاد في تدفقات رؤوس الأموال بشكل ملحوظ في الاقتصاد الهندي وتدفقات الرسمية كانت مدفوع بشكل مباشر بتدفقات الاستثمار الأجنبي حسب التطور التاريخي للاقتصاد الهندي خلال الفترة 1990-2019

جدول (3-32) اختبارات تحليل مكونات التباين :

Variance Decomposition of LMF

الفترة	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	80.76752	7.820286	10.24289	1.168827	0.000480
3	61.82033	6.700729	7.253694	23.49622	0.729026
4	59.57228	5.754616	9.002287	22.46706	3.203763
5	46.65761	11.07834	11.52203	27.55332	3.188698
6	42.75139	12.98984	14.03401	27.05972	3.165033
7	39.46665	16.44463	16.69294	24.40494	2.990839
8	37.60088	18.20174	18.12864	23.15017	2.918567
9	37.30511	18.58798	18.98952	21.99932	3.118069
10	35.81975	20.02074	19.95403	20.82110	3.384377

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من مؤشر انفتاح حساب رأس المال "لين ميلسي" إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه مؤشر انفتاح حساب رأس المال "لين ميلسي" فإني الفترة الأولى هو 100% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 42.75% في السنة الخامسة ، إلى أن تصل 35.81% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 65% مؤشر انفتاح حساب رأس المال "لين ميلسي" إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم NOF, NPI, NFDI, PCGDP، وهو ما يثبت الانفتاح حساب رأس المال في الاقتصاد الهندي مرة بتسلسل تدريجي من 100% إلى 50% إلى 35.81% وتحول هذا الانفتاح إلى متغيرات تدفقات حساب رأس المال المتمثلة في NPI, NFDI, NOF ولكن لا يمثل هذا الانسبة ضئيلة في نصيب الفرد الحقيقي الاجمالي 3.38%

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

Variance Decomposition of NFDI

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
0.000000	0.000000	0.000000	66.61394	33.38606	1
0.260901	16.11679	1.316715	39.65649	42.64911	2
0.212688	24.78819	3.722110	34.95325	36.32376	3
0.498676	25.64806	3.665180	34.41928	35.76880	4
2.337447	25.52512	3.722415	31.19718	37.21784	5
2.602315	22.66755	5.689672	35.16886	33.87161	6
2.575975	22.17827	6.623785	36.27529	32.34668	7
2.370220	25.65694	7.357519	35.42297	29.19236	8
2.255067	26.93226	7.662328	35.72269	27.42765	9
2.302374	29.23233	7.564880	34.52988	26.37054	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر فإي الفترة الأولى هو 66.61% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجياً ابتداءً من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 42.75% في السنة الخامسة ، و تصل 34.52% في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 65% صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم NOF, NPI, LMF, PCGDP

Variance Decomposition of NOF

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
0.000000	0.000000	76.04806	19.03730	4.914635	1
0.189440	38.90711	46.63012	11.35712	2.916213	2
1.569618	35.29264	46.43305	10.99625	5.708440	3
1.405113	38.91977	40.31791	14.15995	5.197258	4
1.448291	37.83647	40.32952	14.47005	5.915679	5
1.435909	35.32886	40.38178	16.58175	6.271706	6
1.470419	34.65837	40.23330	17.23733	6.400579	7
1.725119	33.30529	40.02191	17.36692	7.580754	8
1.955046	31.95815	39.93800	18.61026	7.538547	9
2.141442	30.78520	39.92414	19.66707	7.482151	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من صافي تدفقات الرسمية إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في لكنها 76.04% تباين الخطأ في متغير نفسه من صافي تدفقات صافي تدفقات الرسمية فإي الفترة الأولى هو في السنة 40.32% سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجياً ابتداءً من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى من صافي تدفقات الرسمية 7% فقط حوالي في السنة العاشرة ، حيث يفقد 93.92% الخامسة ، و تصل NFDI, NPI, LMF, PCGDP، إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس المستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

Variance Decomposition of NPI

PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
0.000000	40.09705	8.217195	2.564504	49.12125	1
0.015247	34.97530	5.571986	7.408759	52.02871	2
0.410979	31.52619	6.491938	15.01316	46.55773	3
0.656575	32.79266	7.002318	16.26901	43.27944	4
0.804789	31.41151	6.442091	16.60173	44.73988	5
0.776842	32.44480	6.188772	16.36631	44.22327	6
0.772671	32.94358	6.150900	16.59059	43.54226	7
0.770694	32.84969	6.255404	16.69192	43.43229	8
0.816597	33.11379	6.200136	16.59887	43.27061	9
0.814218	32.93898	6.175326	16.72472	43.34676	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر فإني الفترة الأولى هو 40.09% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 31.41% في السنة الخامسة ، و تصل إلى 32.92 % في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 68 % من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم NFDI, NOF, LMF, PCGDP.

Variance Decomposition of PCGDP

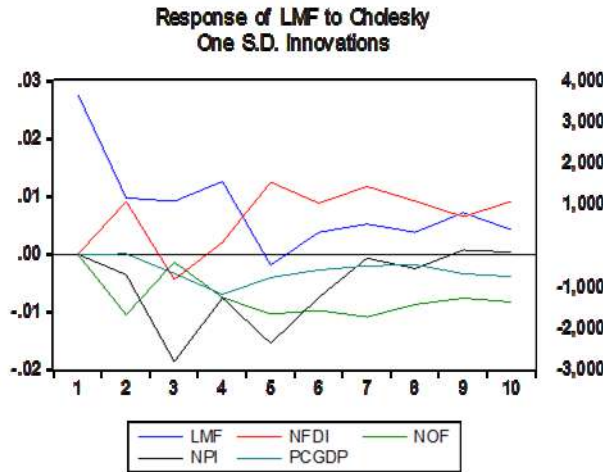
PCGDP	NPI	NOF	NFDI	LMF	الفترة
22.12233	31.78548	11.13303	5.716731	29.24243	1
16.81511	15.55741	23.62433	28.95983	15.04332	2
11.78316	11.74586	26.60605	40.92776	8.937177	3
8.840253	15.32230	25.93273	43.53192	6.372788	4
7.046469	21.29853	24.09652	42.31549	5.242992	5
6.258869	25.99375	22.42959	40.59206	4.725726	6
5.927958	30.01482	20.90423	38.82048	4.332515	7
5.664817	33.06476	19.61014	37.88177	3.778517	8
5.307950	36.00771	18.35460	37.06216	3.267580	9
4.870532	39.33046	17.02829	35.94407	2.826653	10

تبين النتائج من جدول تحليل مكونات التباين من نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي إلى النتائج التالية : وهي أن التغير في تباين الخطأ في متغير نفسه من نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي فإني الفترة الأولى هو 22.12% لكنها سرعان ما تبدأ في التناقص تدريجيا ابتداء من السنة الموالية ، إلى أن تصل لقدرة التفسيرية إلى 7.04% في السنة الخامسة ، و تصل إلى 4.87 % في السنة العاشرة ، حيث يفقد حوالي 95 % من نصيب

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

الفرد من الناتج المحلي الاجمالي إلى المتغيرات الأخرى في الانفتاح المالي وهم NFDI, NOF, LMF, NPI

الشكل (3-19) دالة الاستجابة لردة الفعل تحرير حساب رأس المال LMF في الاقتصاد الناشئ الهندي :



المصدر : من اعداد الباحثة من EViews7

تفسير الاقتصادي لدالة ردة الفعل : من خلال تتبع ردة فعل المؤشر حساب رأس المال نلاحظ التحرير حساب رأس المال للاقتصاد الهندي يسير بتحفيز وبضوابط لتدفقات رأس المال فنلاحظ سيره فالفترة الأولى كان مرتفع جدا في أول سنة ثم نلاحظ نزول تدريجي واستقرار في الفترة 2-4 بداية من 2020 إلى غاية 2022 وهذا راجع للأزمة المرضية للكونا التي جعلت التجارة الدولية والاستثمار والانفتاح في حالة صدمة توقف مفاجئ لتدفقات رأسمال دخولا وخروجا وهذا ما لاحظناه من خلال منحني متغيرات تدفقات رأس المال

(NPI- NFDI -NOF) كلها تحت الخط بالسالب خلال الفترة 0-2

ونلاحظ أيضا خلال فترة الدراسة أن المؤشرات تبقى على هذا الحال أي كلما زاد تحرير حساب رأسمال صعودا زاد معه تدفقات رأس المال نفس الاتجاه إلى أن تصل للفترة 9 وتكون صدمة مالية بالايجاب بين تحرير حساب رأس المال و متغيرات تدفقات رأس المال .

أما بالنسبة لمؤشر نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي نلاحظ خلال السنوات القدام كلما زاد الانفتاح حساب رأس المال زاد نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي إلا أنه سوف تقع صدمة في الفترة 4-5 ممكن بالايجاب لأن نصيب الفرد PCGDP تفوقه عن مؤشر الانفتاح حساب رأس المال

المبحث الخامس : الدروس المستفادة للتجربة الجزائرية من تحرير حسابات رأس المال للاقتصاديات الناشئة :

من خلال هذا المطلب سوف نعمل قراءة للاقتصاد الجزائري في نظام المالي الدولي وكيف تستفيد من تجارب الاقتصاديات الناشئة التي قامت بتحرير حسابات رأس المال وتجنب قدر الامكان هجمات المعاكسة لتدفقات رأس المال وعدوى الأزمات المالية .

المطلب الأول : الجزائر من الاقتصاد الموجه لاقتصاد السوق والاندماج بالاقتصادى العالمى :

لقد اتجهت الجزائر مباشرة بعد استقلالها نحو تبني نظام اقتصادى موجه قائم على أساس تدخل الدولة في كل نشاطات الاقتصادية باعتبارها المسؤول الوحيد على تمويل الاقتصاد ولقد سعت الجزائر من خلال تبنيتها لسياسة المخططات الاقتصادية وتأميم الثروات المعدنية والطاقوية والأراضى الفلاحية والبنوك إلى بناء قاعدة اقتصادية وهذا من خلال الاستثمارات الكبيرة التي قامت بها في شتى المجالات ومنها القطاع الصناعى حيث ساعدها الارتفاع الذى عرفته أسعار البترول في الأسواق العالمية والتي مكنها من تحسين المداخيلها وكذا شروط الاستدانة الميسرة في الخارج .

لكن سرعان ما بدأ النمط الاقتصادى يكشف بوادر ضعفه منذ منتصف الثمانينات من القرن العشرين وخصاها بعد أزمة النفطية المعاكسة 1986 وما اتبعها انخفاض لأسعار النفط ومن ثم الانخفاض الكبير في المداخيل المالية للجزائر وبالتالي تضخيم حجم المديونية والزيادة من حدة الأزمة ، وهذا مادفع بالجزائر ابتداء من مطلع السبعينات أي 1990 إلى تبني خيار اقتصاد السوق كبديل للاقتصاد الموجه .

وفي إطار الإصلاحات التي باشرتها ، من منطلق عدم القدرة على تحقيق النمو الاقتصادى بمعزل عن العالم ، قامت بجملة من الإصلاحات الاقتصادية التي بدأت التنفيذ البرامج المقترحة منة طرف هيئة بروتن وودز ، إضافة إلى تعزيز خيار الاندماج في الاقتصاد العالمى من خلال الانضمام إلى الفضاء اقليمي "أورو- متوسطية " ومباشر المفاوضات مع الضلع الثالث المكون لمثلث قيادة النظام الاقتصادى العالمى " منظمة التجارة العالمية"¹

المطلب الثاني : أزمة المديونية في الجزائر :

ومن المعلوم أن تجربة الجزائر في مجال تمويل التنمية عن طريق القروض الخارجية كانت تجربة غير ناجحة، فالمدىونية أثقلت كاهلها وأثرت على سيادتها وأجبرتها على الخضوع لوصفات المؤسسات الدولية ، هذه الوصفات التي ساعدت الجزائر على تحسين بعض المؤشرات الاقتصادية فقد أهملت الجانب الاجتماعى مما انعكس على تنمية الموارد البشرية في الجزائر.

¹ إكرام مياسى ، الإندماج في الإقتصاد العالمى وانعكاساته على القطاع الخاص في الجزائر ، دار هوم ، سنة 2011، الطبعة الأولى ، ص (173-174)

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

﴿ فحجم الديون الخارجية غير المسددة للجزائر ارتفع بـ 10 مليار دولار خلال الفترة 1982-1989 ليمثل نسبة 44% إلى الناتج المحلي الإجمالي ونتيجة لرفض الجزائر إعادة جدولة ديونها واللجوء المتزايد للقروض خاصة المصرفية التي تتسم بارتفاع أسعار الفائدة وبتغيرها حسب السوق، وصلت خدمة الديون حدا لا يطاق في سنة 1992 اضطرت الجزائر إلى طلب إعادة جدولة ديونها، وأرسل صندوق النقد الدولي بعثة إلى الجزائر التي اقترحت منح 800 مليون دولار لمدة 18 شهرا لدعم ميزان المدفوعات وبالمقابل يتعين على الدولة تخفيض الدينار وتحرير التجارة وتقليص النفقات العامة وخصخصة بعض المؤسسات الحكومية، وطبقت برامج الصندوق التي باتت تسيطر على كافة المعطيات المالية والتجارية والنقدية، فتحسنة تدريجيا مالية الدولة ولكن على حساب تدهور معيشة المواطنين وبفضل إتباع الحكومة الجزائرية لسياسة التسديد المسبق أصبح حجم الديون الخارجية للجزائر يمثل 1.5% إلى الناتج المحلي الإجمالي في سنة 2011.

تتميز المساعدات الرسمية للتنمية بضآلة حجمها مقارنة مع بقية مصادر التمويل الخارجي للتنمية في الجزائر، فقد انخفضت هذه التدفقات من 205 مليون دولار في 1980 إلى ما يقارب 94 مليون دولار سنة 1983، لتشهد خلال السنوات 1984-1987 بعض الارتفاع حيث قدرت بـ 213 مليون دولار وظلت المساعدات الرسمية للتنمية التي تلقتها الجزائر خلال عشرية الثمانينات متذبذبة ما بين ارتفاع وانخفاض، حيث سجل أعلى مستوى لها سنة 1998 والذي قدر بحوالي 420 مليون دولار، لتتخفف في السنة الموالية إلى أدنى مستوى لها خلال العشرية والذي قدر بـ 174 مليون دولار. ولم تتغير سمة المساعدات الرسمية للتنمية التي تلقتها الجزائر خلال الـ 12 سنة الأخيرة من فترة الدراسة وظلت تتميز بتواضعها وتذبذبها من سنة إلى أخرى. وبالرجوع إلى نسبة هذه التدفقات إلى الناتج المحلي الإجمالي يلاحظ أنها لم تتجاوز 0.88% طول فترة الدراسة، وهي نسبة تعكس ضعف هذا المصدر التمويلي للتنمية في الجزائر.¹

المطلب الثالث : تطور مؤشر انفتاح حساب رأس المال في الاقتصاد الجزائري:

من خلال بيانات صندوق النقد الدولي والبنك المركزي الجزائري حول تطور حساب رأس المال في الاقتصاد الجزائري أنه كان في حالة عجز منذ سنة 1990 بسبب تداعيات الأزمة الاقتصادية والمالية التي تعرض لها الاقتصاد الوطني عام 1986 والناجحة عن انخفاض أسعار النفط، وفي الفترة 1992-1995 فإن رصيد الاستثمارات الأجنبي يكاد يكون معدوم بسبب الوضع الأمني الذي تعيشه الجزائر آن ذاك ثم شهد حساب رأس المال تحسنا ملحوظا من سنة 1995-1998 بسبب انخفاض تدفقات رأس المال نحو الخارج ليصل في سنة 1998 إلى 1.63 مليار دولار، ثم بدأ العجز مجددا في حساب رأس المال خلال سنة 2006 وهذا راجع تسديدات المسبقة للديون الخارجية بلغت 11.22 مليار دولار وقيمة التسديدات الديون الخارجية بلغت 10.93 مليار دولار،

¹أستاذ دكتور محفوظ جبار، التدفقات الدولية لرؤوس الأموال وتأثيرها على التنمية الاقتصادية في الجزائر ورقة علمية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الثامن والأربعون 2016، ص (129-130)

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة

ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

استمر الارتفاع في حساب رأس المال لسنتي 2009-2010 وهذا راجع لتأثير الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي قدرت ب 2.59 مليار دولار في سنة 2009 و 3.42 مليار دولار سنة 2010 وعموما فإن الجزائر تتميز بضعف تكاملها مع الأسواق المالية الدولية نظرا لاستفادتها الضعيفة جدا من الاستثمارات الأجنبية المباشرة مقارنة بإقتصاديات أخرى ذات الدخل المتوسط حيث بلغ متوسط صافي تدفقات للفترة (1980-2009) ما مقداره 0.6% من 36% من الناتج المحلي الاجمالي هذه الحصة موجهة للاستثمار في قطاع المحروقات.¹

وقد عملت الجزائر على تحرير حساب رأس مالها مع إبقاء القيود والضوابط على بعض المعاملات لاسيما ماتعلق بخروج رؤوس الأموال واذا أخذنا بعين الاعتبار أن مختلف الدول التي قامت بتحرير حساباتها الخارجية قد استفادت من مزايا التكامل المالي الدولي بدرجات متفاوتة، تعكس مدى التقدم الحاصل في عملية التحرير لحساباتها الرأسمالية، ولعل أهم مؤشر على ذلك هو مدى استقطاب تدفقات رأس المال الخاص وزيادة معدلات النمو الاقتصادي. وعلى العموم تتميز الجزائر بضعف تكاملها مع الأسواق المالية الدولية نظرا لاستفادتها الضعيفة جدا من الاستثمارات الأجنبية المباشرة مقارنة بإقتصاديات أخرى ذات الدخل المتوسط حيث بلغ متوسط صافي التدفقات خلال الفترة 1980-2009 ما مقداره 0.6% من الناتج المحلي الإجمالي وحوالي 36% من مجموع هذه الحصة موجهة للاستثمار في قطاع المحروقات.²

فمن خلال الاختبارات التحرير حساب رأس المال نجد على الجزائر أن تعمل بحذر في تحرير حساب رأس المال وتحرير المالي بناء على معطياتها مؤشرات الاقتصادية، وعلى تنوع الاقتصادي وفتح أسواق مالية وعدم الاعتماد بشكل كبير فقط على الربيع قطاع المحروقات لكي تكون تتبع خطوات ومصاف الاقتصاديات الناشئة مثل الاقتصاد الهندي الذي يعتمد بشكل كبير على اليد العاملة والكتلة السكانية التي وظيفتها بشكل جيد في الخدمات التكنولوجية والتي حققت له إيرادات وتدفقات هائلة من الرؤوس الأموال الأجنبية، وعلى الجزائر اتباع أسلوب التحرير التدريجي لحساب رأس المال وإدارة تدفقاتها المالية بما يتناسب مع اقتصاداتها للاستفادة أقصى قدر من العولة المالية وتمويل التنمية المحلية للدول النامية.

¹ محمد الطيب دويس، عبد القادر شقروش، أثر تحرير حساب رأس مال على الاستقرار المالي في الجزائر - دراسة قياسية للفترة (1990-2014)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي - مجلة دولية محكمة - المجلد 15، العدد 1 جامعة الأغواط، الجزائر، ص (89-90)

² أستاذ دكتور محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص (129-130)

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لتحرير حساب رأس المال لبعض الإقتصاديات الناشئة ودروس الاستفادة لتجربة الجزائرية 1990-2019

خلاصة الفصل :

من تجارب بعض الاقتصادات الناشئة محل الدراسة في عمليات تحرير حساب رأس المال دون إدارة المخاطر وبناء نظام مالي قوي يحميها من الوقوع في الأزمات المالية الدولية ، فقد تبين لنا أنها تعرضت لأزمات مالية كبيرة أدت إلى انتقالها إلى دول أخرى ، إضافة إلى دور بعض المنظمات مثل صندوق النقد الدولي في هذه الاقتصاديات التي لم تستطيع مساعدة الاقتصاديات الناشئة عند الوقوع في عدوى الازمات المالية الدولية من خلال خطط الإنقاذ والتدابير التي ينص عليها أو يبنئهم ببرامج الإنذار المبكر لتجنب الأزمات المالية

فنشاهد خلال فترة الدراسة تأثر الدول محل الدراسة بتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 وخاصة عن طريق حساب رأس المال القصير الأجل الذي يشهد تقلبات شديدة برغم من الدول مثل ماليزيا لاحتضنا أن دائم تحاول ادارته بشكل جيد ورغم ذلك تأثرت بالازمة المالية 2008 ، فعلى الاقتصاديات الناشئة اتباع اسلوب التحرير التدريجي لحساب رأس المال وادارة تدفقاتها المالية بما يتناسب مع اقتصاديتها للاستفادة أقصى قدر من العملة المالية وتمويل التنمية المحلية للدول النامية

خاتمة

خاتمة:

إن تحرير حساب رأس المال في الاقتصاديات الناشئة في ظل الأزمات المالية الدولية وصلنا لعدة نتائج ومنه تم الخروج بعدة توصيات ، وعليه سيتم استعراض أهم النتائج التي تم الحصول عليها من خلال هذه الدراسة والتي تثبت أو تنفي فرضية الدراسة والدراسات السابقة للموضوع من خلال الاختبارات ، وبناء عليها سيتم اقتراح بعض التوصيات الملائمة وللإجابة على هذه الاشكالية كمايلي :

أولا -النتائج :

◀ ثبت صحة الفرضية القائلة " يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين تحرير المالي و مؤشرات حسابات رأس المال "

1. فمن خلال تجربة الاقتصاد الناشئ الهندي نجد أن التغير في حجم تكوين تدفقات رأس المال الدولي ، أدى إلى تغير مسار النمو في الهند على مدى العقدين الماضيين إلى ظهور صلة مباشرة من خلال 20% من نمو البلاد مدفوعا بتدفقات رأس المال كالحفاظة المالية للإستثمار الأجنبي الغير مباشر والاستثمار الأجنبي المباشر.

2. وفي حالة الاقتصاد المكسيكي نجد أيضا ثبوت العلاقة وصحة الفرضية بين تدفقات رأس المال وتغير النمو وهذا راجع لإزدياد الناتج المحلي الاجمالي بمعدل 3.1% سنويا وخاصتا خلال الفترة (1990-1994) وضعف معدل التضخم من 145% إلى 6% وعملية الخصصة للقطاع العام وممتلكات الدولة مما أدى إلى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار المباشر والغير مباشر.

3. وفي حالة ماليزيا أيضا ثبت صحة الفرضية حيث نجد بعد الأزمة الآسيوية 1997 وضع مهاتير محمد رئيس وزراء ماليزيا خطة انقاذ الاقتصاد الوطني وخطة 20/20 لإنعاش الاقتصاد الوطني والتي ساهمت في النهضة الماليزية و أصبحت أكبر قوة في الاقتصادات الناشئة وأدى لزيادة الصادرات وتحقيق الأيراد من الدولار الأمريكي كبير وخاصة أن أول وأهم شريك للاقتصاد الماليزي هي الولايات المتحدة الأمريكية و مما أدى إلى زيادة نصيب الفرد من ناتج المحلي الإجمالي الذي يعكس مستوى الرفاهية لدى شعب الماليزي .

-وهذا ما تطابقة مع دراسة كوين 1997 وهو من أحد علماء والمنظرين الاقتصاديين التابعين لصندوق النقد الدولي والذي لديه مؤشر هو الآخر لتحرير حساب رأس المال مثل كاوين ل chinn-ito الذي أثبت وجود علاقة ايجابية بين تحرير حساب رأس المال والنمو الاقتصادي وخاصتا في دراسته للاقتصاديات الناشئة .

◀ ثبت صحة الفرضية الثانية القائلة " يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين الخروج المفاجئ لرؤوس الاموال في الأجل القصير للاقتصاديات الناشئة وعمليات المضاربة على العملة في الأسواق الناشئة "

1. فقد ثبت الفرضية في تجربة الاقتصاد الهندي : فقد فتحت أبوابها لتدفقات قصيرة الأمد ، بحيث أصبحت أكثر عرضة لتدعيات الأزمة النقدية بما أن الرساميل قصيرة الأمد تشكل 85% من الاحتياطات النقد الأجنبي في الهند .

2. وفي حالة الاقتصاد الماليزي أيضا ثبوت صحة الفرضية فقد بين مؤشر تحرير حساب رأس المال مما أدى لإستقطاب رؤوس الأموال القصيرة الأجل وهو سبب المباشر في العدوى الأزمة الآسيوية 1997 فخلال الفترة (1997-1990) شهد ارتفاع جنوبي للحافظة المالية الأجنبية القصيرة الأجل NPI ثم حدث تدفق عكسي لرؤوس الأموال سنة 1997 بـ 0.31 مليار دولار .

وهو مادفع مهاتير محمد رئيس الوزراء أن ذاك بوضع مجموعة من ضوابط لتدفقات رأس المال ولصد الهجمات المضاربة في الأجل القصير

3. وفي حالة أزمة المكسيك 1994 ثبوت صحة الفرضية ، ففي عام 1990 مع خصصة وتحرير حساب رأس المال قام المستثمرون الأجانب باستثمار تدفقاتهم في رؤوس الأموال قصيرة الأجل قدرة بـ 90 مليار دولار للفترة (1993-1990) وهذا ما أدى لأزمة حادة للنظام المالي العالمي وأول أزمة للاقتصاديات الناشئة .

◀ ثبوت صحة الفرضية الثالثة القائلة : " لا يوجد قوانين واضحة من مناهج منظمات الاقتصادية لتعامل مع الأزمات المالية الدولية "

ففي حالة ماليزيا وتايلندا التي مستهما نفس الأزمة المالية الآسيوية 1997 نجد أن ماليزيا لم تتبع وصفات صندوق النقد الدولي للخروج من الأزمة ووضعت ضوابط لتدفقات حساب رأس المال بما يناسب اقتصادها للخروج من أزمة العملة و انهيار اقتصادها ولصد هجمات المضاربة لتجار العملة وهذا ما أدى لسرعة تشافي ماليزيا من الأزمة في أقل وقت ممكن وهذا عكس تايلندا التي اتبعت وصفات الصندوق النقد الدولي وهذا ما أدى لزيادة انهيار اقتصادها ،ولكن منذ أزمة المالية العالمية 2008 أصبح الصندوق يدعو الدول لوضع ضوابط لادارة تدفقات رأس المال لتفادي عدوى الأزمات المالية وهناك عديد الدراسات لصندوق النقد الدولي التي تقر هذا الشيء منها ما تم تداوله من خلال دراستي هذه وهو ما يثبت عدم فعالية أنظمة الانذار المبكر التي وضعها الصندوق النقد الدولي لتنبؤ بالأزمات المالية و الحل الذي اقترحه الصندوق هي ادارة تدفقات حساب رأس المال للاقتصاد الوطني لكل بلد بما تمليه سياسات الاقتصاد الكلي.

و للاجابة عن الاشكالية الرئيسية حول: الاستراتيجية المثلي لتحرير حساب رأس المال في الاقتصادات الناشئة في ظل الأزمات المالية الدولية "

طالب الكثير من المحللين باعتماد خطوات مرحلية ومتتابعة في ما يتعلق بالاستيراد وسياسات التحرير المالي الخارجية وهو ما يدعون إليه، أنه لا يمكن لعمليات تحرير المالي النجاح في غياب سياسة اقتصادية كلية وسليمة ،

حيث طالبة يوجينا كورديا قالت: "من غير المحتمل أن تنجح سياسات التحرير الواسعة النطاق إذ لم نرسم اقتصادا سليما كليا"

ومن خلال اختبارات تحليل مكونات التباين لثلاث الاقتصادات الناشئة (المكسيك - ماليزيا - الهند) نجد أن :
 ◀ المكسيك في اختبار تحليل مكونات التباين من خلال مؤشر تحرير حسب رأس المال في نفسه نجد سجل في السنة الأولى 100% وبعد خمس سنوات 41.36% وبعد عشرة سنوات 38.51% وتوزع باقي النسبة تدفقات بين التدفقات الرسمية 23% ونصيب الفرد من ناتج المحلي الاجمالي ب 24%.
 ▶ أما في حالة ماليزيا نجد مؤشر تحرير حساب رأس المال في نفسه في الفترة الأولى شهد نسبة 100% وبعد عشرة سنوات نشاهد أصبح يمثل 4.09% في نفسه و في تدفقات الرسمية 93% وهذا راجع لضوابط التي وضعها الاقتصاد الماليزي لضبط وادارة تدفقات رأس المال
 ◀ وفي النموذج الهندي وجدنا مايلي :

في الفترة الأولى يمثل المتغير في نفسه 100% من تقييد حساب رأس المال ثم بعد خمسة سنوات أصبح يمثل 46% أي حوالي نصف من تقييد وتحرير حساب رأس المال ثم بعد عشرة سنوات أصبح يمثل 36% من تحرير ووضع ضوابط رأس المال والباقي من المئة توزع على باقي المتغيرات من خلال صافي الاستثمار الأجنبي المباشر NFDI أصبح يمثل 20% وصافي تدفقات الرسمية 19.95% NOF و صافي الاستثمار الأجنبي الغير مباشر يمثل 20.82%

-وهو ما يثبت الانفتاح حساب رأس المال في الاقتصاد الناشئ الهندي مرة بتسلسل تدريجي لتحرير حساب رأس المال وهو ما يثبت أيضا توزيعها واستفادة باقي المتغيرات مما يدل على أن تحريرها تم بما يمليه اقتصادها الكلي والوطني لتحرير حساب رأس المال ولتفادي الأزمات المالية العالمية ولكن يوجد نقطة ضعف التي قامت بها الهند من خلال درستنا أن تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر القصير الأجل يمثل 85% مما يجعلها عرضها لتقلبات تدفقات حسابات رأس المال وعرضة لصدمات والأزمات المالية وتدفق العكسي لرؤوس الأموال الأجنبية ولتفادي هذا شيء يجب وضع ضوابط ضبط تدفقات رأس المال في هذا الجانب وهي زيادة تعبئة الادخارات الوطنية لتجنب تقلبات تدفقات حسابات رأس المال وعدوى الأزمات المالية الدولية.

-وقد خلصت الدراسة انه لا يوجد استراتيجية معينة في تحرير حساب رأس المال كل دولة تتبع الطريقة المناسبة بناءا على بنية اقتصادها الوطنية للاندماج في النظام المالي الدولي ووفقا لتطلعتها للإستفادة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية لتمويل وتنمية اقتصادها وللإستفادة من العملة المالية وتحرير المالي ولتفادي عدوى الأزمات المالية الدولية قدر الإمكان.

ثانيا - التوصيات :

من خلال دراستنا لهذا الموضوع وجدنا هذا المنهج الأقرب و الامثل لتحرير حساب رأس المال بأقل الخسائر خاصة للاقتصاديات الناشئة وخاصتا الاقتصاد الجزائري ويوصي به الخبراء الاقتصاديين أيضا و المتمثل فيمايلي :

- المنهج الأمثل لتحرير حساب رأس المال

ينصح بالتحرير التدريجي لمكونات حساب رأس المال، حيث يشير خبراء صندوق النقد الدولي إلى قضيتين هامتين هما:

الأولى: أنه من الأفضل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل قصيرة الأجل وتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر قبل تحرير استثمار المحفظة المالية أو الاستثمار غير المباشر.

الثانية: أن التحرير الشامل لمعاملات وتحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية، بل ربما احتاج الأمر إلى تقوية القواعد المنظمة التحوطية المتعلقة بمعاملات وتحويلات العملة الأجنبية التي يجربها غير المقيمين.

ففيما يخص الطلب على القروض الأجنبية أو ما يسمى بالأموال الساخنة يجب وضع سياسات للتحكم في ذلك، لأن هذه الحسابات تخضع لحسابات العائد السريع والاستقرار السياسي والاقتصادي، والتغيرات في مشاعر حائزي الديون قصيرة الأجل ، ويفسر جزء كبير من الأزمات المالية في المكسيك 1995 ودول جنوب شرق آسيا 1997 إلى تصفية المستثمرين الأجانب حيازتهم من رؤوس الأموال قصيرة الأجل بشكل مفاجئ.

وأفضل طريقة لترشيد الاقتراض قصير الأجل هي التأثير على التدفقات الداخلة بدلا من التدفقات الخارجية، إذ يتم التحايل على الضوابط المفروضة على هذه الأخيرة، كأن تقوم مثلا الشركات متعددة الجنسيات ببيع السلع إلى شركات خارج البلاد بأسعار دفترية منخفضة جدا فتحول القيمة بذلك خارج البلد.

قائمة المراجع

قائمة المصادر و المراجع:

المراجع العربية:

الكتب :

1. حسن كريم حمزة ، العولمة المالية والنمو الاقتصادي ،دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى 2011، عمان الاردن،
2. مداني أحمد ، الازمات المالية الأسواق الأوراق المالية العربية ،الوراق للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى 2017 ،عمان الاردن
3. غانم عبد الله، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية ،دار أسامة للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى 2014،عمان الأردن
4. سى بول هالود ،ترجمة محمود حسن حسني ،النقود والتمويل الدولي ، دار المريخ للنشر ، المملكة العربية السعودية 2007.
5. حمد على ابراهيم العامري، الادارة الدولية ، دار وائل ، الطبعة الأولى ،عمان الاردن ، سنة 2013
6. بتصرف من مرجع رمزي زكي ، العولمة المالية الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي ، دار المستقبل العربي ، القاهرة ، 1999.
7. هيل عجمي جميل الجانبي ، التمويل الدول والعلاقات النقدية الدولية ، الطبعة الأولى 2014، دار وائل للنشر ، عمان الأردن .
8. مأمون علي ناصر وآخرون ، التمويل الدولي ،الطبعة الأولى 2016، دار حامد ،عمان الأردن ،
9. شذى الخطيب العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية ،دار مجدلاوى ، الطبعة الأولى ، 2008
10. غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية ، دار وائل ، الطبعة الثالثة ، 2006
11. محمد رشدي ابراهيم مسعود الصرافة والمضاربة علي العملة دراسة مقارنة بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الاسلامي ، دار النشر للجامعات ، 2010،
12. سرمد كوكب الجميل ، التمويل الدولي مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات ، الدار النموذجية للطباعة والنشر ، بيروت لبنان ، 2011 .
13. مصطفى يوسف ، عولمة الأسواق المالية المعاصرة ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، الطبعة الأولى .
14. سنغ كجالجيت ، ترجمة : رياض حسن ، عولمة المال ،دار الفارابي -بيروت -لبنان ، الطبعة الأولى 2001.

15. عبد الكريم شنجار العيساوي ، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية ، دار الصفاء ، الاردن عمان ، 2013.
16. محمد علي ابراهيم العامري ، الإدارة المالية الدولية ، دار وائل ، الطبعة الأولى 2013، عمان الأردن.
17. محمد صالح القريشي ، المالية الدولية ، الطبعة الأولى 2008 ،الوراق ، عمان الأردن ،
18. مصطفى يوسف الكافي ، الأزمة المالية الإقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها . أسبابها . تداعياتها . أفاقها) ، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، 2013، عمان الأردن ،
19. عبد الحميد مرغيث ، تجربة ماليزيا الناجحة في التصدي للأزمة المالية الآسيوية ، كلية العلوم الاقتصادية جامعة جيجل الجزائر
20. شيخي محمد ، طرق الاقتصاد القياسي " محاضرات وتطبيقات " ، دار حامد ، عمان الأردن ، الطبعة الأولى 2015.

أطروحات والمذكرات:

21. نادية العقون ، العولمة الإقتصادية والأزمات المالية . الوقاية والعلاج دراسة لأزمة رهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية ، أطروحة دكتوراه ، غير منشورة، تخصص إقتصاد التنمية ، جامعة الحاج لخضر باتنة الجزائر ، سنة 2012-2013،
22. أحمد حبيب زغودي ، أثر تحرير المالي على النشاط الاقتصادي : دراسة حالة الجزائر للفترة (1990-2008) ، رسالة ماجستير ، جامعة مؤتة ،الأردن ، 2011
23. بوعبد الله علي ، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر . بسكرة . الجزائر ، 2014 ،
24. باسل محمد زينة ، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية العالمية الراهنة (التحديات والإمكانات) ، بحث مقدم لنيل شهادة ماجستير في العلاقات الاقتصادية الدولية ، جامعة دمشق سوريا ، سنة 2012.

ملتقيات ومؤتمرات :

25. بن بوزيان محمد وآخرون ، التحرير المالي وأثره على النمو الإقتصادي (دراسة حالة الجزائر)، ملتقي المنظومة البنكية في ظل التحولات الإقتصادية والقانونية ، بشار ،أفريل 2005

تقارير ومجالات :

26. زايري بلقاسم ، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري ،* جامعة وهران-الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا- العدد السابع ،

27. محفوظ جبار جامعة سطيف وسامية عمر عبدة من جامعة عنابة ، عنوان الدراسة :التدفقات الدولية لرؤوس الأموال وتأثيرها على تنمية الاقتصادية في الجزائر ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد الثامن والاربعون 2016 ،
28. سامية مقعاش ، تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأثرها على معدل النمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي GDP - دراسة حالة :ماليزيا خلال الفترة (1995-2011)، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والانسانية ، العدد 13، قلمة الجزائر ، ديسمبر 2015 ،
29. أستاذ دكتور محفوظ جبار ، باحثة دكتوراه سامية، التدفقات الدولية لرؤوس الأموال وتأثيرها على التنمية الاقتصادية في الجزائر ورقة علمية ،مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الثامن والاربعون 2016 ،
30. memo بوكساني رشيد ، واقع أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة وأثر العولمة المالية عليه ، مقال علمي .

المراجع باللغة الأجنبية:

31. Chokri Zehri, CAPITAL ACCOUNT OPENNESS AND BANKING SOUNDNESS , Journal of Xi'an University of Architecture & Technology, Volume XI, Issue XI, 2019 Issn No : 1006-7930 ,Page No: 132
32. Effects of Capital Flow Liberalization—What is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies?, 2012 International Monetary Fund, P8
33. MICHAEL MELVIN , international money and finance , Harper Row , LONDON , 1985 .
34. JEFFREY M. CHWIEROTH , Testing and Measuring the Role of Ideas: The Case of Neoliberalism in the International Monetary Fund, International Studies Quarterly (2007) 51.
35. HailPark, The cyclical properties of capital inflows in emerging market economies, International Review of Economics and Finance, journal homepage: www.elsevier.com/locate/iref .
36. Daniela-Neonila, Mardiros, Roxana-Manuela, Dicu, THE EMERGING ECONOMIES CLASSIFICATION IN TERMS

- OF THEIR DEFINING, GROUPING CRITERIA AND ACRONYMS USED FOR THIS PURPOSE ,2014
37. Yang Tracy , Crisis ,Contagion and East Asia stock Market , Economics and financial ,No.1,2002,P04:
 38. Abulkalam Abdul Momen , Asia economic crisis :its Causes and Impact on the Saudi Economy , journal of development and economic policies by the Arab Planning Institute , december 1999, P49-51
 39. Source :world Bank , Global Development finance,External debt of Developing countries,Washington DC, 2011,p 1
 40. Sumati Varma ,CAPITAL MOBILITY AND GROWTH IN THE DEVELOPING WORLD:AN EMPIRICAL INVESTIGATION ,olume I Issue 2 July-September20 09, IMJ (IIM, INDORE) 1
 41. Joscha Beckmann Robert Czudaj, Capital Flows and GDP in Emerging Economies and the Role of Global Spillovers , Journal of Economic Behavior & Organization, 25-7-2017,<http://dx.doi.org/10.1016/j.jebo.2017.07.031>
 42. Diego A. Cerdeiro *, Andras Komaromi ,Financial openness and capital inflows to emerging markets: In search of robust evidence,International Review of Economics and Finance 73 (2021) .
 43. Rodrik, Dani (1998). "Who Needs Capital Account Convertibility?" in Should the IMF Pursue Capital Account
 44. Convertibility? Princeton Essays in International Finance No.207, Princeton University, Department of
 45. Economics, International Finance Section, Princeton, NJ.

46. Kristin J. Forbes a, Francis E. Warnock b, Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment, Journal of International Economics, 29-03- 2012, vol. 88, no. 2
47. Shaghil Ahmed Andrei Zlate, Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers ,Number 1081 ,June 2013
48. Luiz Fernando de Paula* and Daniela Magalhães Prates, Financial Flows to Emerging Economies and Policy Alternatives in Post-2008, December 2015.
49. F. Gulcin Ozkan and D. Filiz Unsal, Global Financial Crisis, Financial Contagion, and Emerging Markets, © 2012 International Monetary Fund WP/12/293 IMF Working Paper Strategy, Policy, and Review Department, December 2012.
50. -Helena Glebocki Keefe, The transmission of global monetary and credit shocks on exchange market pressure in emerging markets and developing economies, Journal of International Financial
51. Markets, Institutions & Money ,J. Int. Financ. Markets Inst. Money 72 (2021) 101320
52. Ocampo, José Antonio (2015) : Capital account liberalization and management, WIDER Working Paper, No. 2015/048, ISBN 978-92-9230-937-4, The United Nations University World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER). Helsinki, <http://dx.doi.org/10.35188/UNU-WIDER/2015/937-4>
53. Barbara Fritz & Daniela Prates (2014) The new IMF approach to capital account management and its blind spots: lessons from

- Brazil and South Korea, International Review of Applied Economics, 28:2, 210-239, DOI: 10.1080/02692171.2013.858668, To link to this article: <http://dx.doi.org/10.1080/02692171.2013.858668>
54. INTERNATIONAL MONETARY FUND ,Managing Capital Inflows: What Tools to Use? , Prepared by Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne , Authorized for distribution by Olivier Blanchard ,April 5, 2011.
55. INTERNATIONAL MONETARY FUND ,Managing Capital Inflows: What Tools to Use?
56. International Monetary Fund ,2019 Taxonomy of Capital Flow Management Measures (CFMs) , www.imf.org , 11-11-2020
57. Nelson c. Mark , International Macroeconomics and financetheory and econometric Methods , BLACKWELL.
58. Xiaochen Ding and Lu Sui ,The Complexity of Global Capital Flows: Evidence from
59. Kristin J. Forbes a, Francis E. Warnock b, Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment,Journal of International Economics,29-03-2012, vol. 88, no. 2,
60. G20 Coherent Conclusionsfor the Management **of Capital Flows Drawing on Country Experiences**, October 15, 2011.
61. Partha Sen, **Capital inflows, financial repression, andmacroeconomic policy in India since thereforms** , Oxford Review of Economic Policy, Volume 23, Number 2, 2007.
62. Asim K. Karmakar and Sebak K. Jana,Chapter 9 ,**A New Look at the Dynamics of India’s Balance of Payments through**

Its Liberalization Episode, 2020 Emerald Publishing Limited,
doi:10.1108/978-1-78973-999-220191016

63. **A New Measure of Financial Openness** ,Menzie D. Chinn
and Hiro Ito ,2007/05/23. <http://web.pdx.edu/~ito/>
أو <http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/research.html>
64. Philip R. Lane, Gian Maria Milesi-Ferretti ,**Financial
Globalization and Exchange Rates** ,10-2004 , International
Monetary Fund and CEPR .

مواقع إلكترونية:

65. G20 Countries من الموقع ،
: <https://www.hindawi.com/journals/ddns/2021/1162155/> تاريخ ،
التحميل: 2021-12-12
66. ، تاريخ تحميل 10-12-2021 <https://ar.wikipedia.org/wiki/2021-12-10> من موقع :
67. https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF_%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%83%D8%B3%D9%8A%D9%83 تاريخ التحميل 2021-10-11
68. https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B9%D8%AC%D8%B2%D8%A9_%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%83%D8%B3%D9%8A%D9%83%D9%8A%D8%A9 تاريخ التحميل 2021-10-12
69. https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF_%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%B2%D9%8A%D8%A7 تاريخ 2021-05-15
70. <https://ar.history-hub.com/almgmoaat-alaarky-fy-malyzya> تاريخ المجموعات العرقية في ماليزيا المشاهدة 2022-03-11
71. Capital Account Safeguard Measures in the ASEAN Context ,22-02-2012

- ,<https://www.bnm.gov.my/documents/20124/826852/ASEAN+Paper+The+Role+of++Safeguard+Measures+in+ASEAN.pdf>
72. <https://www.almrsl.com/post/822079> تاريخ الزيارة 2021-12-11
73. <https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/ifdp-notes/2016/emerging-market-capital-flows-and-us-monetary-policy-20161018.html>
74. تاريخ تحميل 2022-03-12
75. <https://knoema.com/NBERCIFOI2017/the-chinn-ito-financial-openness-index?country=1001590-syrian-arab-republic> مؤشر كاوبين لانفتاح وتحرير حساب رأس المال
76. <https://data.albankaldawli.org> بيانات والمعطيات المتغيرات تدفقات حساب رأس المال من البنك الدولي
77. <https://www.imf.org/ar/home> صندوق النقد الدولي حول تقارير إدارة تدفقات حساب رأس المال

برامج: من خلال برنامج على اليوتيوب من 20 حلقة :

https://www.youtube.com/watch?v=zPxQJ3fjS_c&list=PLJyrzEL-wvYJHkzkFTyoHOJqJHmCxZOZN

78. مهاتير محمد شاهد على العصر على قناة الجزيرة الحلقة 09 والدقيقة 36:20 دقيقة
79. مهاتير محمد ، مرجع سبق ذكره الحلقة 11 الدقيقة 03:00 دقيقة
80. مهاتير محمد ، مرجع سبق ذكره الحلقة 11 الدقيقة 12:59 دقيقة

العلاق

الملحق رقم : 3

الدولة	السنة	***LMF	**Kaopen	صافي الاستثمار الاجنبي المباشر*	صافي الاستثمار الحافظة*	صافي التغيرات الرسمية*	صافي الناتج المحلي*
india	1990	-0,255	-1.22615456581115	-17060732,11	1 014 006,8720	79150001,5258789	367,55660889031
india	1991	-0,338	-1.22615456581115	-73537638,3885329	-4636519,76260126	40849998,4741211	303,055607722879
india	1992	-0,285	-1.22615456581115	-276512438,973893	-283578511,925303	63349998,4741211	316,953927198178
india	1993	-0,302	-1.22615456581115	-550019384,367517	-1369117146,34888	57319999,6948242	301,159002272177
india	1994	-0,258	-1.22615456581115	-890688166,019256	-5491125009,34367	68110000,6103516	346,102951420647
india	1995	-0,251	-1.22615456581115	-2026439031,09277	-1590475624,44347	57270000,4577637	373,76648078334
india	1996	-0,228	-1.22615456581115	-2186732315,37831	-3958322333,92789	62650001,5258789	399,950074728286
india	1997	-0,222	-1.22615456581115	-3464411051,97412	-2555657283,56722	31110000,6103516	415,493797812017
india	1998	-0,204	-1.22615456581115	-2587058630,28267	601151966,912636	29889999,3896484	413,29893221522
india	1999	-0,181	-1.22615456581115	-2089233597,0623	-2317070162,80831	30540000,9155273	441,998760444983
india	2000	-0,177	-1.22615456581115	-3074684332,47754	-2245216989,30402	31879999,1607666	443,314193811316
india	2001	-0,165	-1.22615456581115	-4073961343,30435	-2852793642,26426	30829999,9237061	451,572997293746
india	2002	-0,131	-1.22615456581115	-3947895991,54349	-1022422259,92956	30389999,3896484	470,986786810734
india	2003	-0,109	-1.22615456581115	-2444138426,15877	-8216187274,33701	26329999,9237061	546,726613494985

india	2004	-0,109	-1.22615456581115	-3592188066.40631	-9037076533.61783	28879999.1607666	627.774241726543
india	2005	-0,160	-1.22615456581115	-4628652265.34265	-12144114067.903	34669998.1689453	714.8610153644
india	2006	-0,174	-1.22615456581115	-5992285935.49798	-9545718947.23304	37990001.6784668	806.753280628799
india	2007	-0,239	-1.22615456581115	-8201628957.6202	-33016300605.3562	36979999.5422363	1028.33477194577
india	2008	-0,179	-1.22615456581115	-24149749829.7088	15074790314.265	36590000.1525879	998.522341514181
india	2009	-0,196	-1.22615456581115	-19485789182.6878	-17756860244.4624	42029998.7792969	1101.96083821252
india	2010	-0,233	-1.22615456581115	-11428785745.7844	-36875471078.822	42159999.8474121	1357.5637268318
india	2011	-0,212	-1.22615456581115	-23890659988.138	-2664809741.51346	43040000.9155273	1458.10406619579
india	2012	-0,252	-1.22615456581115	-15442447342.912	-29285240146.0388	38898429.8706055	1443.88243476138
india	2013	-0,265	-1.22615456581115	-26388082470.2872	-6857994918.39077	40736759.185791	1449.61045069641
india	2014	-0,292	-1.22615456581115	-22890162761.0214	-37740318603.447	47041824.3408203	1573.88564182956
india	2015	-0,288	-1.22615456581115	-36495216490.7242	-9486642829.08658	54455074.3103027	1605.60544457087
india	2016	-0,261	-1.22615456581115	-39411278940.2538	4725209437.40443	58949291.229248	1732.55424231659
india	2017	-0,294	-1.22615456581115	-28875941053.3143	-30637784957.5154	64811882.019043	1980.66701982802
india	2018	-0,295	-1.22615456581115	-30699661201.0258	9597939591.47163	57140087.1276855	1996.91508739789
india	2019	-0,288	-1.22615456581115	-37469945322.0152	-24584119878.3927	120763999.938965	2100.75146060805
MEXICO	1990	-0,35	-0.851744353771209	-2634000000	3985000000	3680000.0667572	3112.26859475697

MEXICO	1991	-0,34	-0.153950721025467	-4762000000	-12138000000	3779999.97138977	3661.94796500841
MEXICO	1992	-0,32	-0.153950721025467	-4393000000	-19206000000	3579999.92370605	4170.62338257237
MEXICO	1993	-0,33	1.04885900020599	-4389000000	-28355000000	3130000.11444092	5650.02628596643
MEXICO	1994	-0,48	1.04885900020599	-10972500000	-7415440000	3529999.97138977	5854.41811722684
MEXICO	1995	-0,55	1.04885900020599	-9526290000	10376870000	4099999.90463257	3928.22371141004
MEXICO	1996	-0,44	1.04885900020599	-9185600000	-13962200000	4550000.19073486	4412.11629751815
MEXICO	1997	-0,38	1.04885900020599	-12829800000	-4329400000	2470000.02861023	5289.16765276589
MEXICO	1998	-0,38	1.04885900020599	-12756764558	-900603704	2390000.10490417	5481.18195394699
MEXICO	1999	-0,40	1.04885900020599	-13941043232	-10580265747	990000.009536743	6157.19304371027
MEXICO	2000	-0,31	1.04885900020599	-18382284821	-1741762778	1080000.04291534	7157.81449985734
MEXICO	2001	-0,28	1.04885900020599	-25656063323	-5010294721	1389999.98569489	7544.56872335784
MEXICO	2002	-0,28	-0.0233449321240187	-23164330414	-100484720	1190000.05722046	7593.1373448964
MEXICO	2003	-0,30	-0.0233449321240187	-16970050154	-4220223376	660000.026226044	7075.36964299974
MEXICO	2004	-0,30	1.04885900020599	-20484147695	-3252303250	829999.983310699	7484.486398707
MEXICO	2005	-0,32	1.04885900020599	-19544163986	13487215727	1190000.05722046	8277.67156384567
MEXICO	2006	-0,35	1.04885900020599	-15464401029	1162324207	779999.971389771	9068.29421839425
MEXICO	2007	-0,32	1.04885900020599	-22777365263	796566052	1799999.95231628	9642.68051672231

MEXICO	2008	-0,34	1.04885900020599	-29094659252	-17399526787	790000.021457672	10016.5712139986
MEXICO	2009	-0,37	1.04885900020599	-7993376942	16824766500	1000000	8002.97217765844
MEXICO	2010	-0,40	1.04885900020599	-12580540819	-30346524862	899999.976158142	9271.39839576997
MEXICO	2011	-0,38	1.04885900020599	-12263173843	-43105978007	899999.976158142	10203.4212952716
MEXICO	2012	-0,44	1.04885900020599	571482385	-60304042614	848678.529262543	10241.727828043
MEXICO	2013	-0,48	1.04885900020599	-32757534421	-44236168926	633149.921894073	10725.1835873796
MEXICO	2014	-0,48	1.04885900020599	-22955302807	-44785651543	741348.9818573	10928.9160089988
MEXICO	2015	-0,49	1.04885900020599	-24764244975	-17551240239	1351624.84645844	9616.64555810607
MEXICO	2016	-0,51	1.04885900020599	-30875280335	-27583842509	1392728.32870483	8744.51555912786
MEXICO	2017	-0,50	1.04885900020599	-30212541090	-10037781297	1610000.01430511	9287.84958732302
MEXICO	2018	-0,49	1.04885900020599	-25364926004	-8250062161	740950.107574463	9686.98492655586
MEXICO	2019	-0,51	1.04885900020599	-23111590532	-6069393823	9652999.87792969	9950.45008048459
MALAYSIA	1990	-0,253	2.32195496559143	-2332455289.06142	254725264.568603	439999.997615814	2441.74199054895
MALAYSIA	1991	-0,277	2.32195496559143	-3998448522.46006	-170177692.661996	400000.005960464	2653.52616913133
MALAYSIA	1992	-0,309	2.32195496559143	-5183358086.40239	1122328140.64105	629999.995231628	3113.6456771292
MALAYSIA	1993	-0,489	1.11914527416229	-5005642759.8826	708598555.997351	550000.011920929	3433.16278745365
MALAYSIA	1994	-0,461	1.11914527416229	-4341800916.32297	16492228924.50814	660000.026226044	3728.1104809359

MALAYSIA	1995	-0.495	1.11914527416229	-4178239335.0381	435632560.639007	779999.971389771	4329.7079981979
MALAYSIA	1996	-0.539	0.864526093006134	-5078414947.87739	268289120.279975	750000	4798.61176998621
MALAYSIA	1997	-0.653	0.609906911849975	-5136514575.67472	247761291.297251	629999.995231628	4637.86566125565
MALAYSIA	1998	-0.440	0.355287700891495	-2163401815.57573	-283102404.841535	569999.992847443	3263.33488302299
MALAYSIA	1999	-0.421	0.100668482482433	-2472894736.84211	1024473684.21053	689999.997615814	3492.67012489674
MALAYSIA	2000	-0.305	-0.153950721025467	-1761578947.36842	2532105263.1579	439999.997615814	4043.66292312877
MALAYSIA	2001	-0.313	-0.153950721025467	-287105263.157895	411842105.263158	680000.007152557	3913.42938647946
MALAYSIA	2002	-0.286	-0.153950721025467	-1298684210.52632	1398947368.42105	379999.995231628	4165.72610363859
MALAYSIA	2003	-0.258	-0.153950721025467	-1103684210.52632	-978157894.736842	449999.988079071	4461.84732546759
MALAYSIA	2004	-0.180	-0.153950721025467	-2562894736.84211	-8388684210.52632	500000	4952.21395799046
MALAYSIA	2005	-0.126	-0.153950721025467	-993682959.956471	3700304284.87155	409999.996423721	5587.02477972975
MALAYSIA	2006	-0.038	-0.153950721025467	-53139540.9150182	-3435892077.72614	569999.992847443	6209.12616705899
MALAYSIA	2007	-0.024	-0.153950721025467	2744191223.46663	-5388143289.40851	540000.021457672	7243.45680069813
MALAYSIA	2008	0.128	1.04885900020599	7827500376.04625	23960720565.7931	430000.007152557	8474.58776222378
MALAYSIA	2009	0.136	-0.153950721025467	6626128851.69466	291400434.395437	740000.009536743	7292.4949731478
MALAYSIA	2010	0.009	-1.22615456581115	4463611679.29278	-14993955417.5592	579999.983310699	9040.56849464524
MALAYSIA	2011	0.034	-1.22615456581115	2988958790.2415	-8678199378.32612	560000.002384186	10399.3702125714

MALAYSIA	2012	-0,024	-1.22615456581115	8001103526.4077	-20680452461.1628	691245.317459106	10817.4317100783
MALAYSIA	2013	-0,049	-1.22615456581115	21111932221.82989	813576453.354633	721534.788608551	10970.1042996033
MALAYSIA	2014	-0,020	-0.153950721025467	5440442808.58191	11883325038.946	861137.986183167	11319.0619448482
MALAYSIA	2015	0,088	-0.153950721025467	684808753.488057	7226139225.35931	905382.335186005	9955.24272167626
MALAYSIA	2016	0,051	-0.153950721025467	-3372772123.4964	3331961295.82606	792818.009853363	9817.78709031009
MALAYSIA	2017	-0,026	-0.153950721025467	-3760088630.04334	3298702715.8837	1060999.98950958	10259.3048064811
MALAYSIA	2018	-0,055	-0.153950721025467	-2539145749.3555	12431150395.9499	953989.923000336	11380.0820900475
MALAYSIA	2019	-0,031	-0.153950721025467	-1391889520.14034	6948967734.87223	4873000.1449585	11432.8229973018

المصدر :

* من البنك الدولي : <https://data.albankaldawli.org> بيانات والمعطيات المتغيرات تدفقات حساب رأس المال من البنك الدولي

** من موقع :- <https://www.imf.org/ar/home> صندوق النقد الدولي حول تقارير إدارة تدفقات حساب رأس المال

republic مؤشر كازين لانتاج وتخزين حساب رأس المال

*** من صندوق النقد الدولي : <https://www.imf.org/ar/home> صندوق النقد الدولي حول تقارير إدارة تدفقات حساب رأس المال

Lmf

NullHypothesis: LMF has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	2.0693438461	0.54043999
Test critical values: 1% level	4.3098239249	
5% level	3.5742441022	
10% level	3.2217279853	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LMF)
 Method: Least Squares
 Date: 03/07/22 Time: 13:30
 Sample (adjusted): 1991 2019
 Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LMF(-1)	0.236366608	0.1142229738	2.0693438461	0.04858828
C	0.122725157	0.0655428301	1.8724421467	0.07243345
@TREND(1990)	0.005651858	0.0029828808	1.8947650597	0.06929616
R-squared	0.145519668			0.00765517
Adjusted R-squared	0.079790412			0.08280927
S.E. of regression	0.079436917			2.13000979
Sumsquaredresid	0.164065821			1.98856539
Log likelihood	33.88514195			2.08571116
F-statistic	2.213925378			1.83496282
Prob(F-statistic)	0.129457410			0.8100768

lmf1

NullHypothesis: D(LMF) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-4.989496	0.0021
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LMF,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/07/22 Time: 13:31
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LMF(-1))	-0.996551	0.199730	-4.989496	0.0000
C	0.001100	0.035701	0.030798	0.9757
@TREND(1990)	0.000494	0.002046	0.241592	0.8111
R-squared	0.498984	Meandependent var		0.001714
Adjusted R-squared	0.458903	S.D. dependent var		0.118675
S.E. of regression	0.087296	Akaike info criterion		-1.938060
Sumsquaredresid	0.190516	Schwarz criterion		-1.795324
Log likelihood	30.13284	Hannan-Quinn criter.		-1.894424
F-statistic	12.44931	Durbin-Watson stat		2.003508
Prob(F-statistic)	0.000177			

Kao 1

NullHypothesis: KAO has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-2.133058	0.5069
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(KAO)

Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 15:17
 Sample (adjusted): 1991 2019
 Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAO(-1)	-0.290091	0.135998	-2.133058	0.0425
C	0.167452	0.273167	0.613005	0.5452
@TREND(1990)	-0.012692	0.015768	-0.804922	0.4282
R-squared	0.192311	Meandependent var		-0.085376
Adjusted R-squared	0.130181	S.D. dependent var		0.491073
S.E. of regression	0.457994	Akaike info criterion		1.373778
Sumsquaredresid	5.453731	Schwarz criterion		1.515222
Log likelihood	-16.91978	Hannan-Quinn criter.		1.418076
F-statistic	3.095308	Durbin-Watson stat		1.891229
Prob(F-statistic)	0.062255			

Kao 1 diff

NullHypothesis: D(KAO) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-5.436554	0.0007
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(KAO,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 15:14
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(KAO(-1))	-1.077884	0.198266	-5.436554	0.0000
C	-0.346702	0.213633	-1.622883	0.1172
@TREND(1990)	0.016219	0.012047	1.346339	0.1903
R-squared	0.541868	Meandependent var		1.47E-17
Adjusted R-squared	0.505218	S.D. dependent var		0.712919
S.E. of regression	0.501473	Akaike info criterion		1.558421
Sumsquaredresid	6.286869	Schwarz criterion		1.701158
Log likelihood	-18.81790	Hannan-Quinn criter.		1.602057
F-statistic	14.78473	Durbin-Watson stat		2.056812
Prob(F-statistic)	0.000058			

nfdi

NullHypothesis: NFDI has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-1.870859	0.6435
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NFDI)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 15:16
 Sample (adjusted): 1991 2019
 Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NFDI(-1)	-0.262010	0.140048	-1.870859	0.0727
C	-8.77E+08	1.13E+09	-0.775539	0.4450
@TREND(1990)	50562990	65842026	0.767944	0.4494
R-squared	0.122112	Meandependent var		32433302
Adjusted R-squared	0.054582	S.D. dependent var		2.52E+09
S.E. of regression	2.45E+09	Akaike info criterion		46.17833
Sumsquaredresid	1.57E+20	Schwarz criterion		46.31977
Log likelihood	-666.5858	Hannan-Quinn criter.		46.22263
F-statistic	1.808259	Durbin-Watson stat		2.067445
Prob(F-statistic)	0.183955			

nfdi 1 diff

NullHypothesis: D(NFDI) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-6.233803	0.0001
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NFDI,2)
 Method: Least Squares

Date: 02/27/22 Time: 15:15
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(NFDI(-1))	-1.210633	0.194204	-6.233803	0.0000
C	7.17E+08	1.06E+09	0.678927	0.5034
@TREND(1990)	-40349707	60482552	-0.667130	0.5108
R-squared	0.608557	Meandependent var		1.00E+08
Adjusted R-squared	0.577241	S.D. dependent var		3.96E+09
S.E. of regression	2.57E+09	Akaike info criterion		46.27598
Sumsquaredresid	1.66E+20	Schwarz criterion		46.41872
Log likelihood	-644.8637	Hannan-Quinn criter.		46.31962
F-statistic	19.43311	Durbin-Watson stat		1.989461
Prob(F-statistic)	0.000008			

nof

NullHypothesis: NOF has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	1.851209	1.0000
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NOF)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 15:18
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NOF(-1)	1.860731	1.005144	1.851209	0.0765
D(NOF(-1))	-2.418339	0.996483	-2.426874	0.0231
C	-1171463.	549066.3	-2.133555	0.0433
@TREND(1990)	11888.16	18781.27	0.632979	0.5327
R-squared	0.290492	Meandependent var		159750.0
Adjusted R-squared	0.201803	S.D. dependent var		752406.3
S.E. of regression	672213.8	Akaike info criterion		29.80610
Sumsquaredresid	1.08E+13	Schwarz criterion		29.99642
Log likelihood	-413.2855	Hannan-Quinn criter.		29.86429
F-statistic	3.275414	Durbin-Watson stat		1.294292
Prob(F-statistic)	0.038426			

nof 1 diff

NullHypothesis: D(NOF) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-2.757630	0.2233
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NOF,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 15:18
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(NOF(-1))	-2.443617	0.886129	-2.757630	0.0107
C	-291585.4	287923.9	-1.012717	0.3209
@TREND(1990)	30828.10	16496.72	1.868742	0.0734
R-squared	0.297132	Meandependent var		141393.2
Adjusted R-squared	0.240902	S.D. dependent var		808123.1
S.E. of regression	704087.1	Akaike info criterion		29.86815
Sumsquaredresid	1.24E+13	Schwarz criterion		30.01088
Log likelihood	-415.1541	Hannan-Quinn criter.		29.91178
F-statistic	5.284269	Durbin-Watson stat		1.099998
Prob(F-statistic)	0.012188			

Nof 2 diff

NullHypothesis: D(NOF,2) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-4.863552	0.0030
Test critical values:		
1% level	-4.339330	
5% level	-3.587527	
10% level	-3.229230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NOF,3)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 15:19
 Sample (adjusted): 1993 2019
 Included observations: 27 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(NOF(-1),2)	-2.426999	0.499018	-4.863552	0.0001
C	-354752.5	308902.4	-1.148429	0.2621
@TREND(1990)	30490.06	17364.89	1.755845	0.0919
R-squared	0.534559	Meandependent var		139111.9
Adjusted R-squared	0.495772	S.D. dependent var		988718.7
S.E. of regression	702079.5	Akaike info criterion		29.86592
Sumsquaredresid	1.18E+13	Schwarz criterion		30.00990
Log likelihood	-400.1899	Hannan-Quinn criter.		29.90873
F-statistic	13.78199	Durbin-Watson stat		1.337348
Prob(F-statistic)	0.000103			

npi

NullHypothesis: NPI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-4.078586	0.0169
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(NPI)
Method: Least Squares
Date: 02/27/22 Time: 15:20
Sample (adjusted): 1991 2019
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NPI(-1)	-0.786612	0.192864	-4.078586	0.0004
C	-9.68E+08	3.12E+09	-0.310627	0.7586
@TREND(1990)	1.05E+08	1.82E+08	0.578451	0.5679
R-squared	0.390971	Meandependent var		2.31E+08
Adjusted R-squared	0.344122	S.D. dependent var		1.01E+10
S.E. of regression	8.17E+09	Akaike info criterion		48.58252
Sumsquaredresid	1.73E+21	Schwarz criterion		48.72396
Log likelihood	-701.4465	Hannan-Quinn criter.		48.62681
F-statistic	8.345449	Durbin-Watson stat		1.917970
Prob(F-statistic)	0.001586			

pcgdp

NullHypothesis: PCGDP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

t-Statistic Prob.*

AugmentedDickey-Fuller test statistic		-1.864937	0.6465
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(PCGDP)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 15:20
 Sample (adjusted): 1991 2019
 Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PCGDP(-1)	-0.225650	0.120996	-1.864937	0.0735
C	535.9175	310.5427	1.725745	0.0963
@TREND(1990)	81.52727	43.74540	1.863676	0.0737
R-squared	0.121342	Meandependent var		310.0373
Adjusted R-squared	0.053753	S.D. dependent var		713.3315
S.E. of regression	693.8947	Akaike info criterion		16.02021
Sumsquaredresid	12518738	Schwarz criterion		16.16166
Log likelihood	-229.2931	Hannan-Quinn criter.		16.06451
F-statistic	1.795295	Durbin-Watson stat		1.763230
Prob(F-statistic)	0.186062			

pcgdp 1diff

NullHypothesis: D(PCGDP) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-4.850964	0.0029
Test critical values:	1% level	-4.323979
	5% level	-3.580623
	10% level	-3.225334

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(PCGDP,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 15:21
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PCGDP(-1))	-0.974146	0.200815	-4.850964	0.0001
C	231.4971	310.5723	0.745389	0.4630
@TREND(1990)	4.761027	17.69088	0.269123	0.7900
R-squared	0.485146	Meandependent var		-5.680117

Adjusted R-squared	0.443958	S.D. dependent var	1010.097
S.E. of regression	753.2112	Akaike info criterion	16.18753
Sumsquaredresid	14183179	Schwarz criterion	16.33026
Log likelihood	-223.6254	Hannan-Quinn criter.	16.23116
F-statistic	11.77875	Durbin-Watson stat	1.980413
Prob(F-statistic)	0.000249		

Laglength

VAR LagOrderSelectionCriteria

Endogenous variables: DKAO DNFDI DPCGDP GNOF NPI

Exogenous variables:

Date: 02/27/22 Time: 15:24

Sample: 1990 2019

Included observations: 25

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	-1737.368	NA	1.20e+55*	140.9895*	142.2083*	141.3275*
2	-1721.569	18.95926	3.10e+55	141.7255	144.1633	142.4016
3	-1688.157	26.72951	3.17e+55	141.0526	144.7092	142.0668

* indicates lag orders selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Causality

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 02/27/22 Time: 15:25

Sample: 1990 2019

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DNFDI does not Granger Cause DKAO	28	1.10644	0.3029
DKAO does not Granger Cause DNFDI		0.06928	0.7945
DPCGDP does not Granger Cause DKAO	28	0.64689	0.4288
DKAO does not Granger Cause DPCGDP		14.7438	0.0007
GNOF does not Granger Cause DKAO	27	2.04594	0.1655
DKAO does not Granger Cause GNOF		0.68325	0.4166
NPI does not Granger Cause DKAO	28	3.78228	0.0631
DKAO does not Granger Cause NPI		1.42370	0.2440
DPCGDP does not Granger Cause DNFDI	28	4.76107	0.0387
DNFDI does not Granger Cause DPCGDP		2.44933	0.1301
GNOF does not Granger Cause DNFDI	27	0.47257	0.4984

DNFDI does not Granger Cause GNOF		0.93051	0.3443
NPI does not Granger Cause DNFDI	28	0.04502	0.8337
DNFDI does not Granger Cause NPI		0.13255	0.7189
GNOF does not Granger Cause DPCGDP	27	0.99332	0.3289
DPCGDP does not Granger Cause GNOF		0.63977	0.4316
NPI does not Granger Cause DPCGDP	28	8.87845	0.0063
DPCGDP does not Granger Cause NPI		0.01889	0.8918
NPI does not Granger Cause GNOF	27	3.15289	0.0885
GNOF does not Granger Cause NPI		0.78184	0.3854

variancedeco

Period	S.E.	PCGDP	NPI	NOF	NFDI	KAO
1	654.5826	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1255.999	58.25078	10.08296	31.62714	0.019626	0.019481
3	1517.311	60.36784	9.045220	29.70263	0.780611	0.103700
4	1942.995	50.83399	8.369404	39.73147	0.923598	0.141530
5	2227.543	49.51768	7.103589	41.13857	2.022375	0.217790
6	2639.014	44.04366	6.085233	47.11823	2.505930	0.246946
7	2976.997	41.92787	5.101997	49.05676	3.619577	0.293802
8	3413.403	38.25974	4.310197	52.89397	4.229120	0.306967
9	3814.139	36.23811	3.614024	54.60603	5.213864	0.327979
10	4294.730	33.66463	3.055558	57.12949	5.821855	0.328463

Period	S.E.	PCGDP	NPI	NOF	NFDI	KAO
1	8.36E+09	0.296744	99.70326	0.000000	0.000000	0.000000
2	8.63E+09	0.437475	97.04000	0.958694	1.523326	0.040501
3	9.00E+09	0.406501	89.39855	8.570170	1.580792	0.043987
4	9.09E+09	0.435030	88.46704	8.521245	2.521306	0.055375
5	9.31E+09	0.415911	84.33041	12.62285	2.577216	0.053620
6	9.37E+09	0.413564	83.84153	12.48239	3.206689	0.055821
7	9.51E+09	0.415026	81.26795	14.98286	3.280058	0.054106
8	9.55E+09	0.416658	80.89145	14.89941	3.738394	0.054094
9	9.66E+09	0.446157	79.06287	16.60989	3.828005	0.053080
10	9.69E+09	0.472887	78.65533	16.63210	4.186943	0.052734

Varian
ce
Decom
position

of NOF:

Period	S.E.	PCGDP	NPI	NOF	NFDI	KAO
1	672008.6	0.575828	0.007682	99.41649	0.000000	0.000000
2	783827.1	0.423817	8.241056	84.58128	6.688716	0.065133
3	982423.4	0.733102	6.540652	88.31867	4.366118	0.041462
4	1019286.	0.769459	8.433536	83.73467	7.006908	0.055428
5	1132308.	1.117986	7.352225	85.58401	5.900833	0.044948
6	1150461.	1.320855	8.060413	82.97060	7.597976	0.050158
7	1230033.	1.747595	7.293121	83.92609	6.989310	0.043879
8	1245378.	2.127220	7.506878	82.06601	8.253358	0.046535
9	1311007.	2.651515	6.898884	82.49206	7.915447	0.042091
10	1330876.	3.207341	6.852901	80.98129	8.914532	0.043940

Variance
Decomposition
of
NFDI:

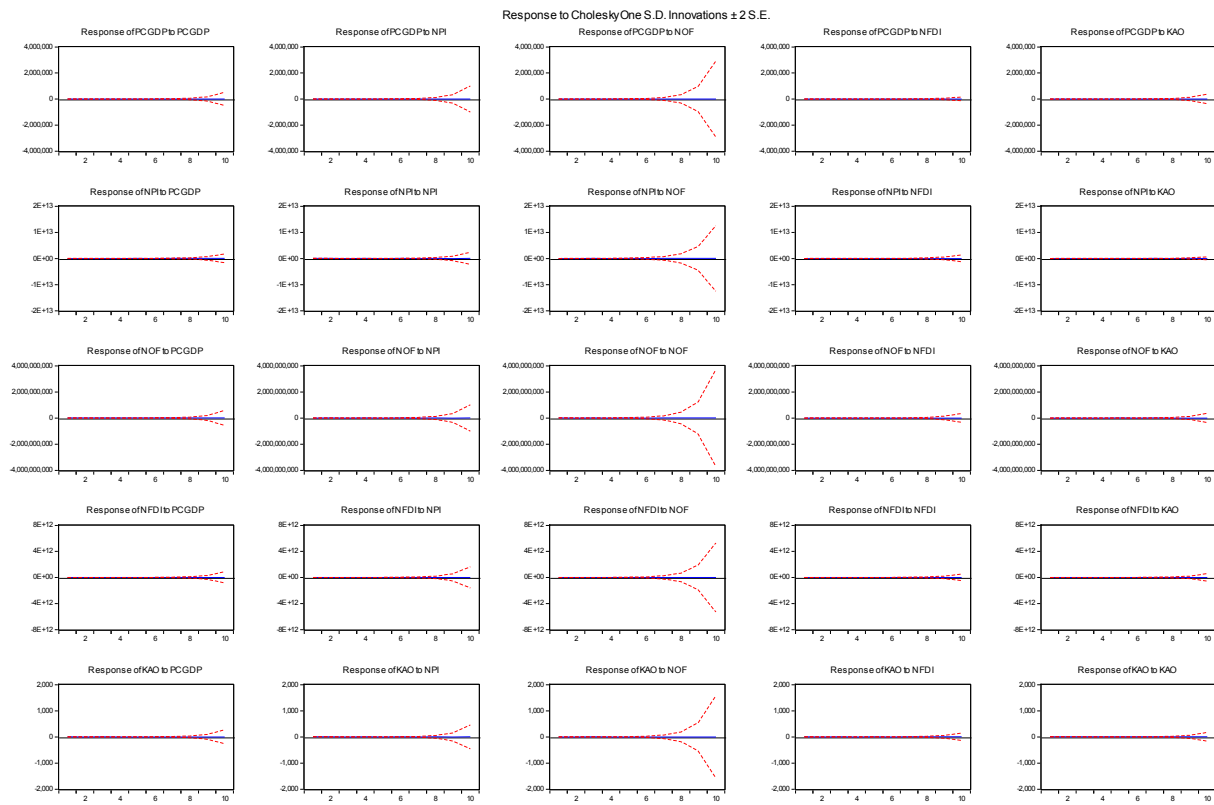
Period	S.E.	PCGDP	NPI	NOF	NFDI	KAO
1	2.30E+09	9.544418	0.783030	1.024021	88.64853	0.000000
2	4.42E+09	3.317193	0.244608	66.83753	29.45391	0.146758
3	4.99E+09	3.704421	9.074054	52.88196	34.16319	0.176374
4	5.76E+09	2.926737	6.889263	61.84474	28.07517	0.264085
5	6.03E+09	2.942231	9.629132	56.52261	30.58933	0.316692
6	6.44E+09	2.593752	8.478045	60.24666	28.28893	0.392612
7	6.59E+09	2.524778	9.600908	57.60615	29.81890	0.449266
8	6.85E+09	2.341067	8.922053	59.54432	28.68185	0.510716
9	6.94E+09	2.277599	9.394675	58.09241	29.67475	0.560566
10	7.12E+09	2.199652	8.942278	59.24740	29.00579	0.604883

Variance
Decomposition
of KAO:

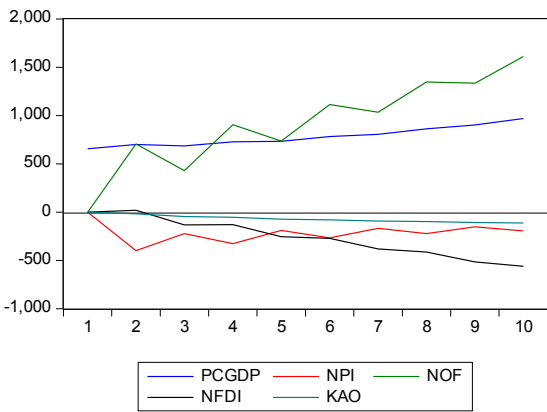
Period	S.E.	PCGDP	NPI	NOF	NFDI	KAO
1	0.430035	0.263792	48.58326	0.276576	0.983131	49.89324
2	0.818344	0.134443	15.96711	58.95491	2.191194	22.75234
3	0.865871	0.154121	17.29091	53.06650	2.178928	27.30954
4	1.027227	0.193274	12.72502	62.39279	1.846482	22.84244
5	1.050807	0.189406	13.38991	59.68648	2.058011	24.67620
6	1.148967	0.300017	11.34013	64.32390	1.731274	22.30468
7	1.166639	0.357890	11.57884	62.98374	2.054946	23.02458
8	1.236910	0.548920	10.34865	65.87984	1.865563	21.35703
9	1.255552	0.713519	10.32770	65.22797	2.274484	21.45633
10	1.313293	1.004781	9.457263	67.20549	2.243440	20.08903

Cholesky
Ordering:
PCGDP
NPI
NOF
NFDI
KAO

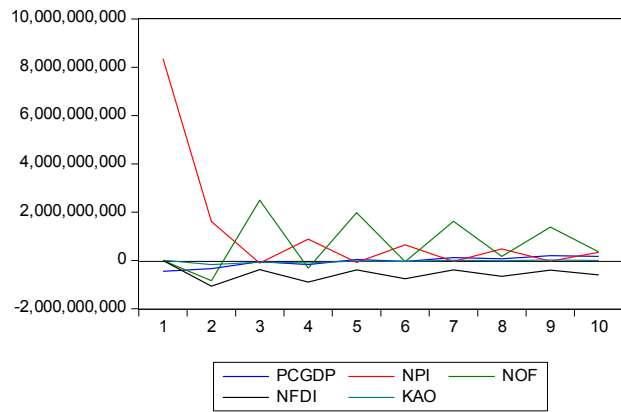
Impulse res



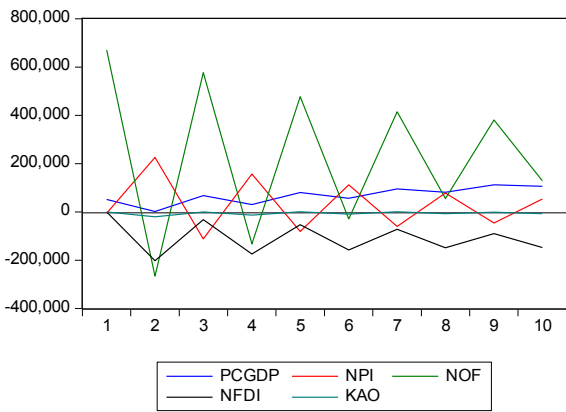
Response of PCGDP to Cholesky
One S.D. Innovations



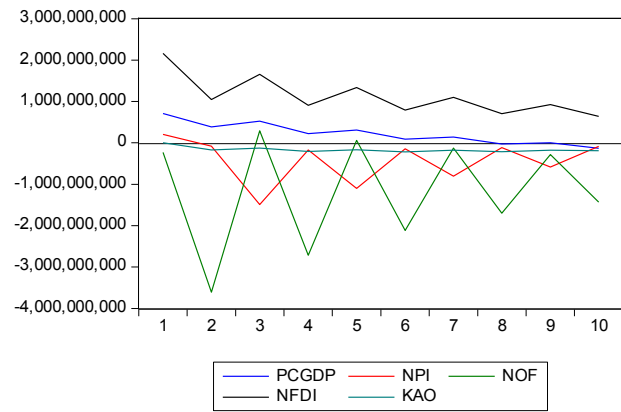
Response of NPI to Cholesky
One S.D. Innovations



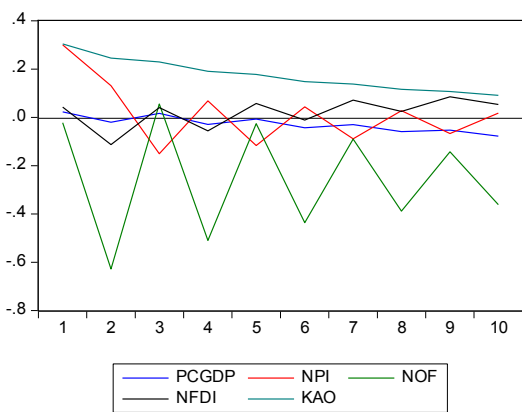
Response of NOF to Cholesky
One S.D. Innovations



Response of NFDI to Cholesky
One S.D. Innovations



Response of KAO to Cholesky
One S.D. Innovations



VAR LagOrderSelectionCriteria

Endogenous variables: LMF NFDI NOF NPI PCGDP

Exogenous variables: C

Date: 03/07/22 Time: 13:33

Sample: 1990 2019

Included observations: 27

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1919.738	NA	5.71e+55	142.5732	142.8131	142.6445
1	-1827.478	143.5157*	4.06e+53*	137.5909*	139.0308*	138.0191*
2	-1810.343	20.30758	9.01e+53	138.1736	140.8132	138.9585
3	-1779.620	25.03396	1.12e+54	137.7496	141.5891	138.8913

* indicates lag orders selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

causality

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/07/22 Time: 13:35

Sample: 1990 2019

Lags: 1

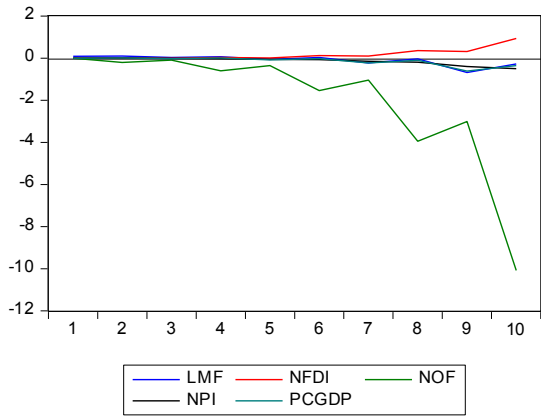
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DNFDI does not Granger Cause DLMF	28	2.44487	0.1305
DLMF does not Granger Cause DNFDI		0.01549	0.9019
GNOF does not Granger Cause DLMF	27	1.06787	0.3117
DLMF does not Granger Cause GNOF		0.04635	0.8314
NPI does not Granger Cause DLMF	28	0.01789	0.8947
DLMF does not Granger Cause NPI		0.47094	0.4989
DPCGDP does not Granger Cause DLMF	28	0.50410	0.4843
DLMF does not Granger Cause DPCGDP		0.43051	0.5177
GNOF does not Granger Cause DNFDI	27	0.47257	0.4984
DNFDI does not Granger Cause GNOF		0.93051	0.3443
NPI does not Granger Cause DNFDI	28	0.04502	0.8337
DNFDI does not Granger Cause NPI		0.13255	0.7189
DPCGDP does not Granger Cause DNFDI	28	4.76107	0.0387
DNFDI does not Granger Cause DPCGDP		2.44933	0.1301
NPI does not Granger Cause GNOF	27	3.15289	0.0885
GNOF does not Granger Cause NPI		0.78184	0.3854

DPCGDP does not Granger Cause GNOF	27	0.63977	0.4316
GNOF does not Granger Cause DPCGDP		0.99332	0.3289

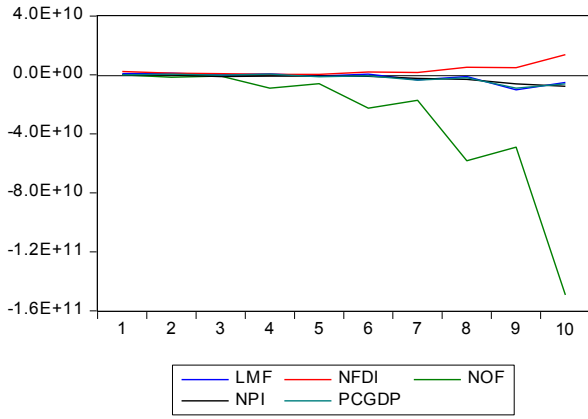
DPCGDP does not Granger Cause NPI	28	0.01889	0.8918
NPI does not Granger Cause DPCGDP		8.87845	0.0063

Impu

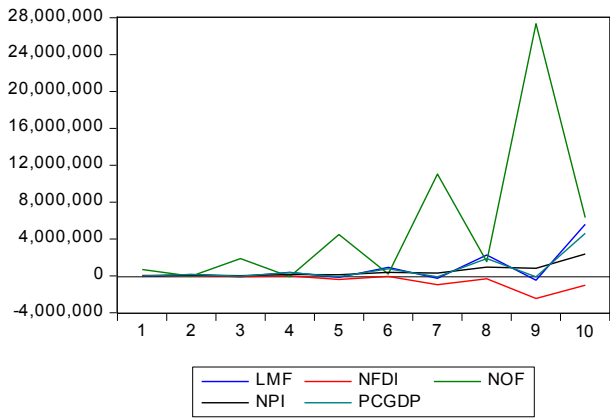
Response of LMF to Cholesky
One S.D. Innovations



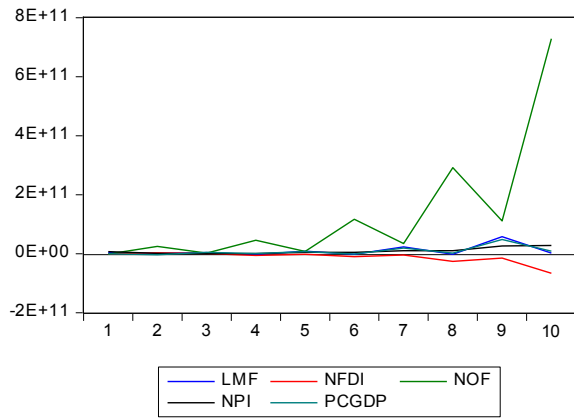
Response of NFDI to Cholesky
One S.D. Innovations



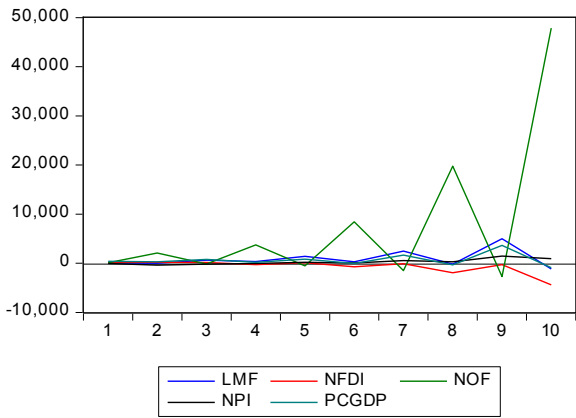
Response of NOF to Cholesky
One S.D. Innovations



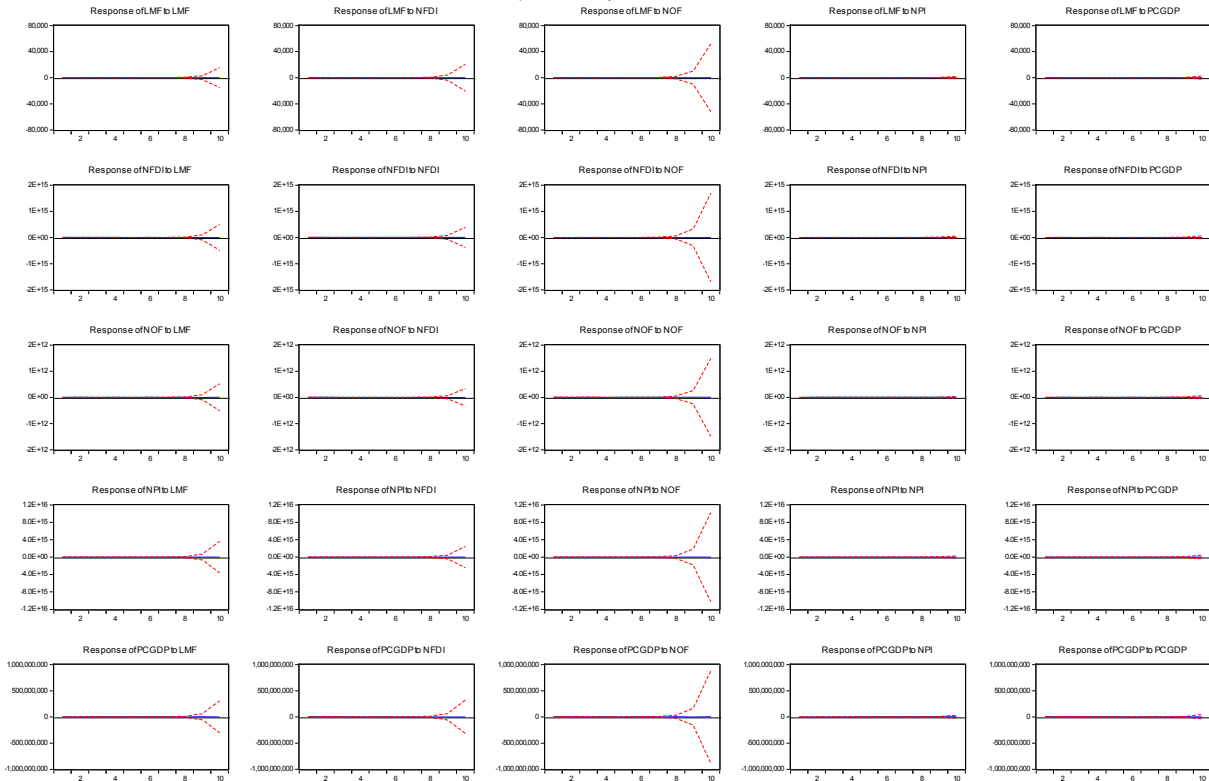
Response of NPI to Cholesky
One S.D. Innovations



Response of PCGDP to Cholesky
One S.D. Innovations



Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Variance

Varian
ce
Decom
position
of LMF:

Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	0.090160	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.248479	26.43694	0.025495	73.42919	0.050305	0.058068
3	0.269983	23.54972	0.174914	74.38082	0.606401	1.288151
4	0.662951	4.670976	0.162986	94.64551	0.299862	0.220664
5	0.762534	4.092225	0.136706	93.61563	0.856018	1.299418
6	1.731111	0.825789	0.497429	98.07610	0.330028	0.270653
7	2.059054	1.855120	0.586864	95.27973	0.813257	1.465030
8	4.474361	0.402370	0.738966	98.13598	0.357636	0.365045
9	5.491687	1.808183	0.817861	95.10227	0.780348	1.491335
10	11.53986	0.467874	0.830846	97.90144	0.368178	0.431658

Varian
ce
Decom
position
of
NFDI:

Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	2.46E+09	11.09660	88.90340	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.42E+09	16.55091	57.92517	23.13325	0.154605	2.236063
3	3.77E+09	13.70595	52.42394	23.03335	8.885718	1.951038
4	9.78E+09	2.583048	7.985870	86.99246	1.824076	0.614546
5	1.15E+10	2.333381	5.793072	88.51962	1.703671	1.650261
6	2.55E+10	0.512793	1.832111	96.76476	0.491968	0.398363

7	3.13E+10	1.454155	1.528252	94.65764	0.887043	1.472914
8	6.65E+10	0.350290	0.943882	97.89400	0.405104	0.406724
9	8.40E+10	1.648423	0.937485	95.23445	0.773516	1.406130
10	1.72E+11	0.483712	0.861954	97.80735	0.387382	0.459605

Variance
Decomposition
of NOF:

Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	686418.3	0.837516	0.430989	98.73149	0.000000	0.000000
2	718640.8	4.173223	0.589041	90.48430	0.986734	3.766702
3	2002608.	0.780223	0.286292	98.25967	0.127175	0.546641
4	2071133.	3.942791	0.271442	92.09016	0.519133	3.176468
5	4941893.	0.803198	0.671988	97.79600	0.141479	0.587339
6	5102415.	4.065386	0.652881	91.89715	0.665583	2.719004
7	12198579	0.764253	0.753443	97.82018	0.175907	0.486212
8	12678174	3.915734	0.758891	92.01654	0.699949	2.608888
9	30254923	0.711397	0.792180	97.84225	0.194516	0.459661
10	31847867	3.722271	0.816268	92.23279	0.729718	2.498950

Variance
Decomposition
of NPI:

Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	7.81E+09	26.45923	0.028285	1.556831	71.95566	0.000000
2	2.61E+10	2.412387	1.273534	87.77838	6.549640	1.986059
3	2.69E+10	4.394091	1.209158	83.16159	6.222701	5.012464
4	5.32E+10	1.393999	1.726125	93.97794	1.610147	1.291791
5	5.52E+10	3.727265	1.769519	89.35146	2.226539	2.925215
6	1.29E+11	0.695587	0.927892	97.30480	0.534425	0.537300
7	1.38E+11	3.436009	0.912427	92.23849	1.039480	2.373598
8	3.23E+11	0.626238	0.823969	97.83788	0.278553	0.433357
9	3.51E+11	3.197981	0.877152	92.86919	0.794616	2.261061
10	8.12E+11	0.598797	0.835299	97.86823	0.263079	0.434600

Variance
Decomposition
of
PCGDP
:

Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	471.8108	1.301328	18.16162	6.386884	1.020621	73.12955
2	2197.133	0.060102	1.700908	89.91602	3.248516	5.074456
3	2426.624	7.233636	1.647812	74.02445	3.349934	13.74416
4	4487.613	2.611473	0.871913	91.33487	0.985754	4.195989
5	4814.055	10.98686	0.791999	80.70123	1.046781	6.473131
6	9749.237	2.775657	0.759984	94.62522	0.259379	1.579763
7	10321.10	8.249875	0.690375	86.59227	0.487266	3.980217
8	22365.90	1.765082	0.882364	96.36380	0.118993	0.869756
9	23400.42	6.124259	0.821911	89.36361	0.498967	3.191250
10	53473.43	1.220245	0.836389	97.17842	0.124421	0.640524

CholeskyOrder

ing:
LMF
NFDI
NOF
NPI
PCGDP

الملحق رقم : 5 المكسيك:

Kao

NullHypothesis: KAO has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-3.945150	0.0227
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(KAO)
Method: Least Squares
Date: 02/27/22 Time: 14:44
Sample (adjusted): 1991 2019
Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAO(-1)	-0.508481	0.128888	-3.945150	0.0005
C	0.423710	0.126386	3.352501	0.0025
@TREND(1990)	0.004137	0.007766	0.532642	0.5988
R-squared	0.410957	Meandependent var		0.065538
Adjusted R-squared	0.365646	S.D. dependent var		0.383049
S.E. of regression	0.305085	Akaike info criterion		0.561242
Sumsquaredresid	2.419992	Schwarz criterion		0.702687
Log likelihood	-5.138011	Hannan-Quinn criter.		0.605541
F-statistic	9.069708	Durbin-Watson stat		1.969793
Prob(F-statistic)	0.001028			

nfdi

NullHypothesis: NFDI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic		-4.146393	0.0145
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NFDI)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 14:46
 Sample (adjusted): 1991 2019
 Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NFDI(-1)	-0.793611	0.191398	-4.146393	0.0003
C	-6.19E+09	2.94E+09	-2.107913	0.0448
@TREND(1990)	-5.03E+08	2.08E+08	-2.420519	0.0228
R-squared	0.399768	Meandependent var		-7.06E+08
Adjusted R-squared	0.353597	S.D. dependent var		8.86E+09
S.E. of regression	7.12E+09	Akaike info criterion		48.30914
Sumsquaredresid	1.32E+21	Schwarz criterion		48.45059
Log likelihood	-697.4826	Hannan-Quinn criter.		48.35344
F-statistic	8.658306	Durbin-Watson stat		2.040044
Prob(F-statistic)	0.001313			

nof

NullHypothesis: NOF has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic		0.594275	0.9991
Test critical values:	1% level	-4.323979	
	5% level	-3.580623	
	10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NOF)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 14:49
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NOF(-1)	0.259796	0.437165	0.594275	0.5579
D(NOF(-1))	-1.075041	0.556636	-1.931317	0.0653
C	-2055583.	1682156.	-1.221993	0.2336
@TREND(1990)	109928.5	62669.80	1.754090	0.0922

R-squared	0.234504	Meandependent var	209750.0
Adjusted R-squared	0.138817	S.D. dependent var	1820858.
S.E. of regression	1689755.	Akaike info criterion	31.64963
Sumsquaredresid	6.85E+13	Schwarz criterion	31.83994
Log likelihood	-439.0948	Hannan-Quinn criter.	31.70781
F-statistic	2.450746	Durbin-Watson stat	1.412783
Prob(F-statistic)	0.088023		

nof 1 diff

NullHypothesis: D(NOF) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-3.855737	0.0282
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NOF,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 14:49
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(NOF(-1))	-1.943435	0.504037	-3.855737	0.0007
C	-1146325.	689940.2	-1.661485	0.1091
@TREND(1990)	81099.77	39159.70	2.071001	0.0488

R-squared	0.417614	Meandependent var	314716.1
Adjusted R-squared	0.371023	S.D. dependent var	2102878.
S.E. of regression	1667752.	Akaike info criterion	31.59281
Sumsquaredresid	6.95E+13	Schwarz criterion	31.73554
Log likelihood	-439.2993	Hannan-Quinn criter.	31.63644
F-statistic	8.963432	Durbin-Watson stat	1.339755
Prob(F-statistic)	0.001162		

npi

NullHypothesis: NPI has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-2.781528	0.2147
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NPI)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 14:50
 Sample (adjusted): 1991 2019
 Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NPI(-1)	-0.475074	0.170796	-2.781528	0.0099
C	-2.95E+09	5.89E+09	-0.501664	0.6201
@TREND(1990)	-2.28E+08	3.71E+08	-0.615024	0.5439
R-squared	0.234843	Meandependent var		-3.47E+08
Adjusted R-squared	0.175985	S.D. dependent var		1.70E+10
S.E. of regression	1.54E+10	Akaike info criterion		49.85616
Sumsquaredresid	6.20E+21	Schwarz criterion		49.99760
Log likelihood	-719.9143	Hannan-Quinn criter.		49.90045
F-statistic	3.989976	Durbin-Watson stat		2.096171
Prob(F-statistic)	0.030815			

npi 1 diff

NullHypothesis: D(NPI) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-7.285491	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NPI,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/22 Time: 14:51
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(NPI(-1))	-1.346630	0.184837	-7.285491	0.0000
C	-1.80E+09	6.80E+09	-0.265317	0.7929
@TREND(1990)	1.21E+08	3.89E+08	0.310077	0.7591
R-squared	0.680110	Meandependent var		6.54E+08
Adjusted R-squared	0.654519	S.D. dependent var		2.82E+10
S.E. of regression	1.66E+10	Akaike info criterion		50.00144
Sumsquaredresid	6.87E+21	Schwarz criterion		50.14418
Log likelihood	-697.0202	Hannan-Quinn criter.		50.04508
F-statistic	26.57594	Durbin-Watson stat		1.972519

Prob(F-statistic) 0.000001

pcgdp

NullHypothesis: PCGDP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-2.417960	0.3633
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PCGDP)
Method: Least Squares
Date: 02/27/22 Time: 14:52
Sample (adjusted): 1991 2019
Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PCGDP(-1)	-0.377075	0.155948	-2.417960	0.0229
C	1890.335	655.4355	2.884091	0.0078
@TREND(1990)	78.91787	42.80143	1.843814	0.0766
R-squared	0.205082	Meandependent var		235.7994
Adjusted R-squared	0.143934	S.D. dependent var		834.8302
S.E. of regression	772.4167	Akaike info criterion		16.23462
Sumsquaredresid	15512318	Schwarz criterion		16.37607
Log likelihood	-232.4020	Hannan-Quinn criter.		16.27892
F-statistic	3.353888	Durbin-Watson stat		1.701493
Prob(F-statistic)	0.050605			

pcgdp 1diff

NullHypothesis: D(PCGDP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
LagLength: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-5.140030	0.0016
Test critical values:		
1% level	-4.339330	
5% level	-3.587527	
10% level	-3.229230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PCGDP,2)
Method: Least Squares

Date: 02/27/22 Time: 14:52
 Sample (adjusted): 1993 2019
 Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PCGDP(-1))	-1.402789	0.272915	-5.140030	0.0000
D(PCGDP(-1),2)	0.398336	0.192750	2.066594	0.0502
C	675.7516	394.9753	1.710870	0.1006
@TREND(1990)	-23.09879	21.28650	-1.085138	0.2891
R-squared	0.578416	Meandependent var		-9.081862
Adjusted R-squared	0.523427	S.D. dependent var		1208.583
S.E. of regression	834.3365	Akaike info criterion		16.42710
Sumsquaredresid	16010699	Schwarz criterion		16.61908
Log likelihood	-217.7659	Hannan-Quinn criter.		16.48419
F-statistic	10.51871	Durbin-Watson stat		1.998212
Prob(F-statistic)	0.000150			

تحديد فترات التباطؤ الزمني

VAR LagOrderSelectionCriteria
 Endogenous variables: DNOF DNPI DPCGDP KAO NFDI
 Exogenous variables: C
 Date: 02/27/22 Time: 15:00
 Sample: 1990 2019
 Included observations: 26

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1901.890	NA*	3.48e+57*	146.6839*	146.9258*	146.7535*
1	-1882.551	29.75330	5.61e+57	147.1193	148.5709	147.5373
2	-1861.081	24.77292	9.37e+57	147.3908	150.0522	148.1572
3	-1833.741	21.03083	1.64e+58	147.2108	151.0819	148.3256

* indicateslagordersselected by the criterion
 LR: sequentialmodified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final predictionerror
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR LagOrderSelectionCriteria
 Endogenous variables: NOF NPI PCGDP LMF FDI
 Exogenous variables: C
 Date: 06/22/22 Time: 10:50
 Sample: 1990 2019
 Included observations: 27

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1958.012	NA	9.72e+56	145.4083	145.6483	145.4797
1	-1897.578	94.00916*	7.31e+55	142.7835	144.2234*	143.2117
2	-1868.293	34.70788	6.59e+55	142.4661	145.1058	143.2511
3	-1828.746	32.22331	4.25e+55*	141.3886*	145.2281	142.5303*

* indicateslagordersselected by the criterion
 LR: sequentialmodified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final predictionerror
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

causality

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 02/27/22 Time: 15:01

Sample: 1990 2019

Lags: 1

NullHypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DNPI does not Granger Cause DNOF	28	0.41399	0.5258
DNOF does not Granger Cause DNPI		2.04037	0.1655
DPCGDP does not Granger Cause DNOF	28	0.23790	0.6300
DNOF does not Granger Cause DPCGDP		0.01379	0.9074
KAO does not Granger Cause DNOF	28	0.43480	0.5157
DNOF does not Granger Cause KAO		0.59919	0.4461
NFDI does not Granger Cause DNOF	28	1.20557	0.2827
DNOF does not Granger Cause NFDI		0.91111	0.3490
DPCGDP does not Granger Cause DNPI	28	1.66127	0.2092
DNPI does not Granger Cause DPCGDP		0.70146	0.4102
KAO does not Granger Cause DNPI	28	0.90347	0.3510
DNPI does not Granger Cause KAO		0.02800	0.8685
NFDI does not Granger Cause DNPI	28	3.17112	0.0871
DNPI does not Granger Cause NFDI		0.13258	0.7188
KAO does not Granger Cause DPCGDP	28	0.46858	0.4999
DPCGDP does not Granger Cause KAO		0.12348	0.7282
NFDI does not Granger Cause DPCGDP	28	3.62994	0.0683
DPCGDP does not Granger Cause NFDI		0.63644	0.4325
NFDI does not Granger Cause KAO	29	0.64644	0.4287
KAO does not Granger Cause NFDI		1.94434	0.1750

variancedeco

Period	S.E.	DNOF	DNPI	DPCGDP	KAO	NFDI
1	1877624.	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2486219.	97.11295	0.614830	0.358137	1.813603	0.100481
3	3152314.	91.76275	0.564322	4.343531	2.250975	1.078420

4	3921226.	92.61685	0.486821	3.831935	2.233974	0.830418
5	4689852.	90.66366	1.245126	3.468642	3.659440	0.963137
6	5574298.	90.27272	1.581854	3.143878	4.245904	0.755646
7	6866530.	90.31117	1.611463	3.181438	4.250907	0.645025
8	8563753.	90.72838	1.495676	2.809662	4.446914	0.519366
9	10625910	90.75340	1.505883	2.640955	4.624818	0.474941
10	13245916	90.84560	1.470858	2.641023	4.603393	0.439123

Variance
Decomposition
of
DNPI:

Period	S.E.	DNOF	DNPI	DPCGDP	KAO	NFDI
1	1.60E+10	7.114967	92.88503	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.91E+10	14.76837	68.92819	5.560680	5.599121	5.143648
3	2.72E+10	53.02276	34.30588	3.239109	6.641205	2.791044
4	3.98E+10	76.96294	16.04982	1.991884	3.688402	1.306961
5	5.32E+10	83.81405	9.087147	2.344950	3.670265	1.083587
6	6.63E+10	86.51030	6.222852	2.337607	4.046871	0.882375
7	8.17E+10	87.48998	4.733158	2.724468	4.231068	0.821328
8	1.01E+11	88.56234	3.641900	2.708542	4.412841	0.674374
9	1.26E+11	89.23278	2.954030	2.606594	4.626979	0.579612
10	1.56E+11	89.80238	2.448669	2.562101	4.686364	0.500484

Variance
Decomposition
of
DPCGDP:

Period	S.E.	DNOF	DNPI	DPCGDP	KAO	NFDI
1	850.2015	2.642010	40.00353	57.35446	0.000000	0.000000
2	927.4937	6.959996	33.96452	49.99610	0.717770	8.361610
3	1289.485	39.36415	19.85304	35.18197	1.054598	4.546245
4	1557.263	56.71135	14.16020	24.47356	1.532940	3.121946
5	1615.130	56.57464	14.12036	22.78844	3.088053	3.428504
6	1724.912	59.54702	12.60020	22.03292	2.762389	3.057476
7	1968.002	66.94586	9.876494	17.79985	2.845955	2.531835
8	2194.432	70.86681	8.483586	14.35236	4.216648	2.080597
9	2477.899	74.67394	7.233391	12.01645	4.360801	1.715419
10	2980.093	80.03296	5.277262	9.378269	4.034121	1.277385

Variance
Decomposition
of KAO:

Period	S.E.	DNOF	DNPI	DPCGDP	KAO	NFDI
1	0.295767	3.927769	0.195834	0.836334	95.04006	0.000000
2	0.357872	16.37081	0.629846	4.598044	76.77594	1.625368
3	0.376920	16.11271	0.567867	11.12167	70.13837	2.059380
4	0.392300	16.74257	1.297962	13.72626	65.79181	2.441408
5	0.403110	20.29482	1.708141	13.21247	62.37951	2.405069
6	0.407239	19.97520	1.857397	13.66818	62.07405	2.425170
7	0.408687	20.37512	1.950302	13.58024	61.63597	2.458368
8	0.413484	21.23464	1.920852	14.06995	60.35473	2.419821
9	0.419279	23.14750	1.876590	13.71791	58.90436	2.353635

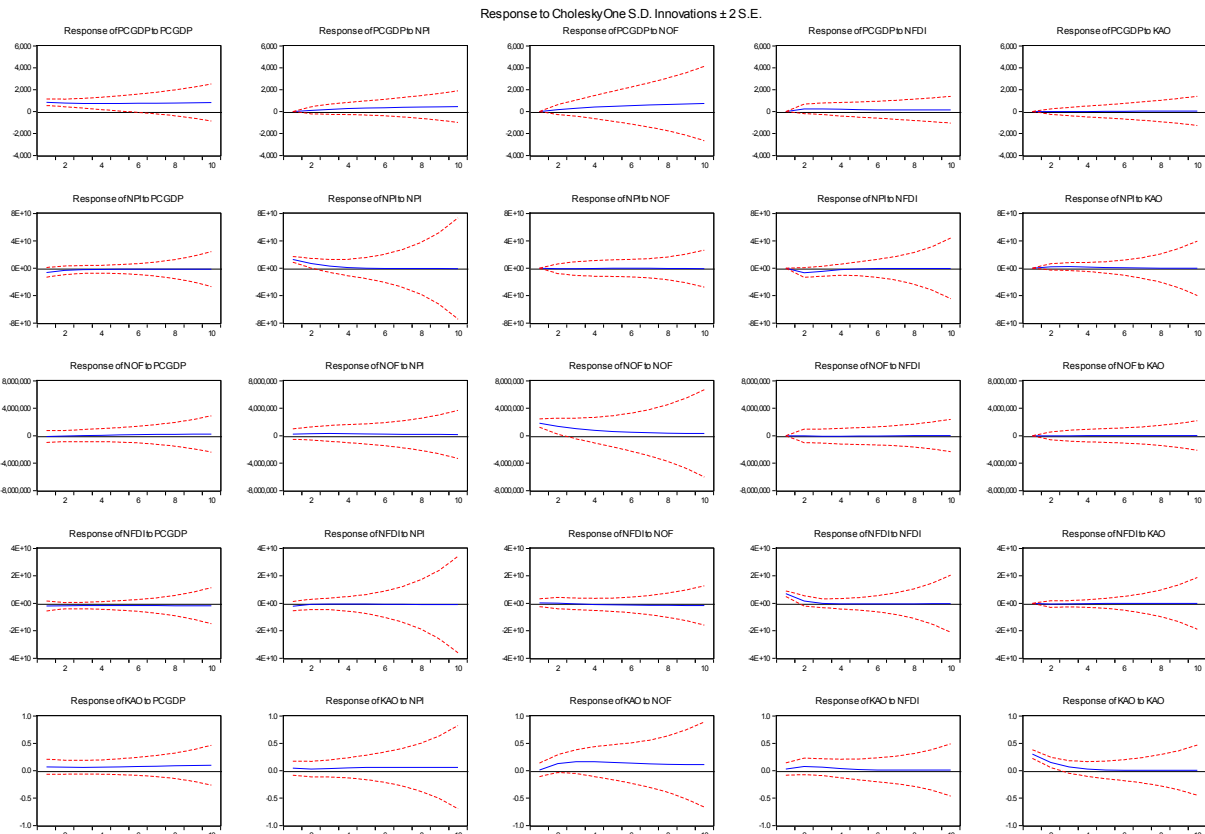
10	0.420597	23.24164	1.991905	13.65872	58.75919	2.348544
----	----------	----------	----------	----------	----------	----------

Varian
ce
Decom
position
of
NFDI:

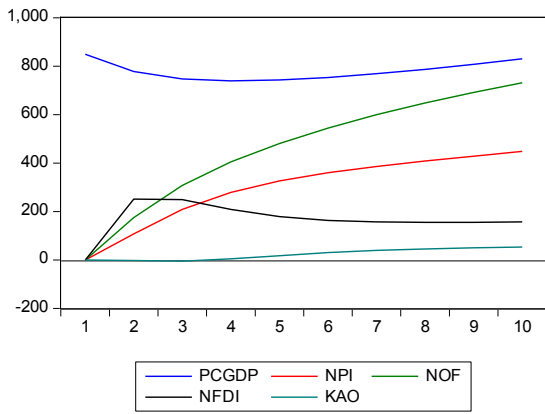
Period	S.E.	DNOF	DNPI	DPCGDP	KAO	NFDI
1	8.95E+09	0.003775	7.061280	24.35206	0.208362	68.37453
2	9.91E+09	9.605733	6.399281	21.50001	1.084942	61.41003
3	1.19E+10	27.68275	8.117229	16.39821	1.797677	46.00413
4	1.27E+10	32.90442	7.238285	15.88501	1.625275	42.34701
5	1.37E+10	41.35787	6.236058	14.32868	1.648844	36.42855
6	1.46E+10	46.61656	5.938374	13.03338	2.146386	32.26530
7	1.57E+10	51.66995	5.650402	11.58711	2.933356	28.15918
8	1.73E+10	58.39063	5.095370	10.16862	3.188242	23.15714
9	1.99E+10	66.63953	4.132121	8.210524	3.537212	17.48062
10	2.34E+10	73.29962	3.403313	6.527938	3.954208	12.81492

Choles
kyOrder
ing:
DNOF
DNPI
DPCGDP
P KAO
NFDI

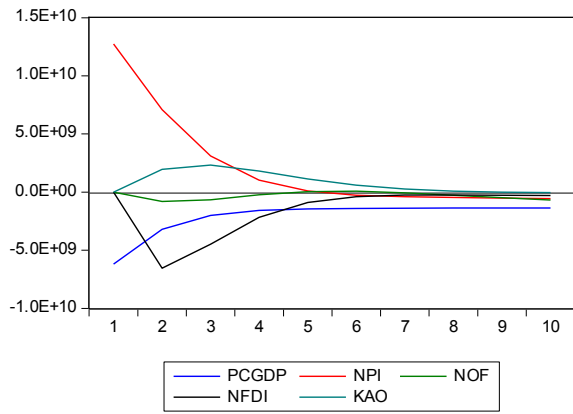
Impulse res



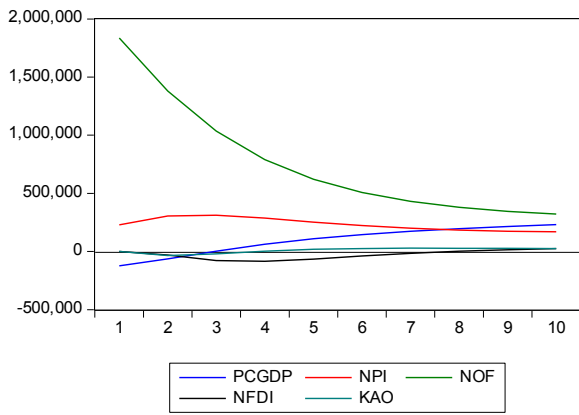
Response of PCGDP to Cholesky
One S.D. Innovations



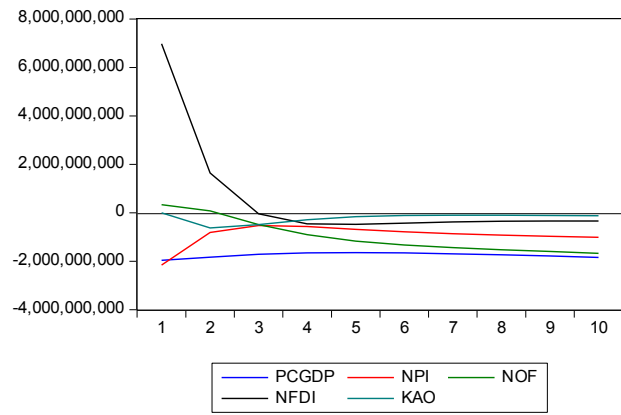
Response of NPI to Cholesky
One S.D. Innovations



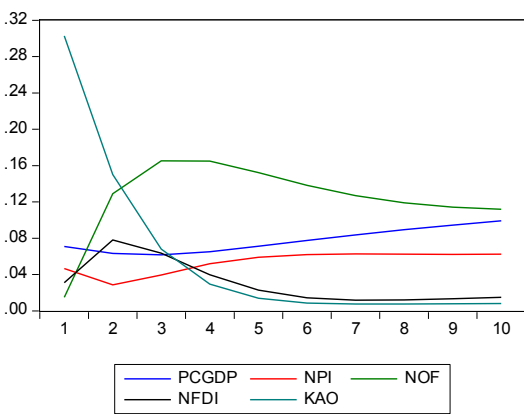
Response of NOF to Cholesky
One S.D. Innovations



Response of NFDI to Cholesky
One S.D. Innovations



Response of KAO to Cholesky
One S.D. Innovations



Lmf

lmfstationary

NullHypothesis: LMF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
LagLength: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-1.192582	0.8919
Test critical values:		
1% level	-4.339330	
5% level	-3.587527	
10% level	-3.229230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LMF)
Method: Least Squares
Date: 03/07/22 Time: 13:48
Sample (adjusted): 1993 2019
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LMF(-1)	-0.166788	0.139855	-1.192582	0.2457
D(LMF(-1))	0.336818	0.189879	1.773858	0.0899
D(LMF(-2))	-0.365408	0.203948	-1.791675	0.0870
C	-0.055707	0.050603	-1.100857	0.2829
@TREND(1990)	-0.001068	0.001210	-0.882575	0.3870
R-squared	0.297340	Meandependent var		-0.007037
Adjusted R-squared	0.169583	S.D. dependent var		0.049132
S.E. of regression	0.044773	Akaike info criterion		-3.208861
Sumsquaredresid	0.044101	Schwarz criterion		-2.968891
Log likelihood	48.31963	Hannan-Quinn criter.		-3.137506
F-statistic	2.327395	Durbin-Watson stat		1.845958
Prob(F-statistic)	0.088045			

Lmf1

NullHypothesis: D(LMF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
LagLength: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-5.145564	0.0016
Test critical values:		
1% level	-4.339330	
5% level	-3.587527	
10% level	-3.229230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LMF,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/07/22 Time: 13:49
 Sample (adjusted): 1993 2019
 Included observations: 27 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LMF(-1))	-1.203700	0.233930	-5.145564	0.0000
D(LMF(-1),2)	0.474509	0.183945	2.579628	0.0168
C	-0.000122	0.019886	-0.006157	0.9951
@TREND(1990)	-0.000503	0.001124	-0.447468	0.6587
R-squared	0.543004	Meandependent var		-0.001481
Adjusted R-squared	0.483396	S.D. dependent var		0.062861
S.E. of regression	0.045182	Akaike info criterion		-3.220291
Sumsquaredresid	0.046952	Schwarz criterion		-3.028315
Log likelihood	47.47393	Hannan-Quinn criter.		-3.163207
F-statistic	9.109566	Durbin-Watson stat		1.897644
Prob(F-statistic)	0.000369			

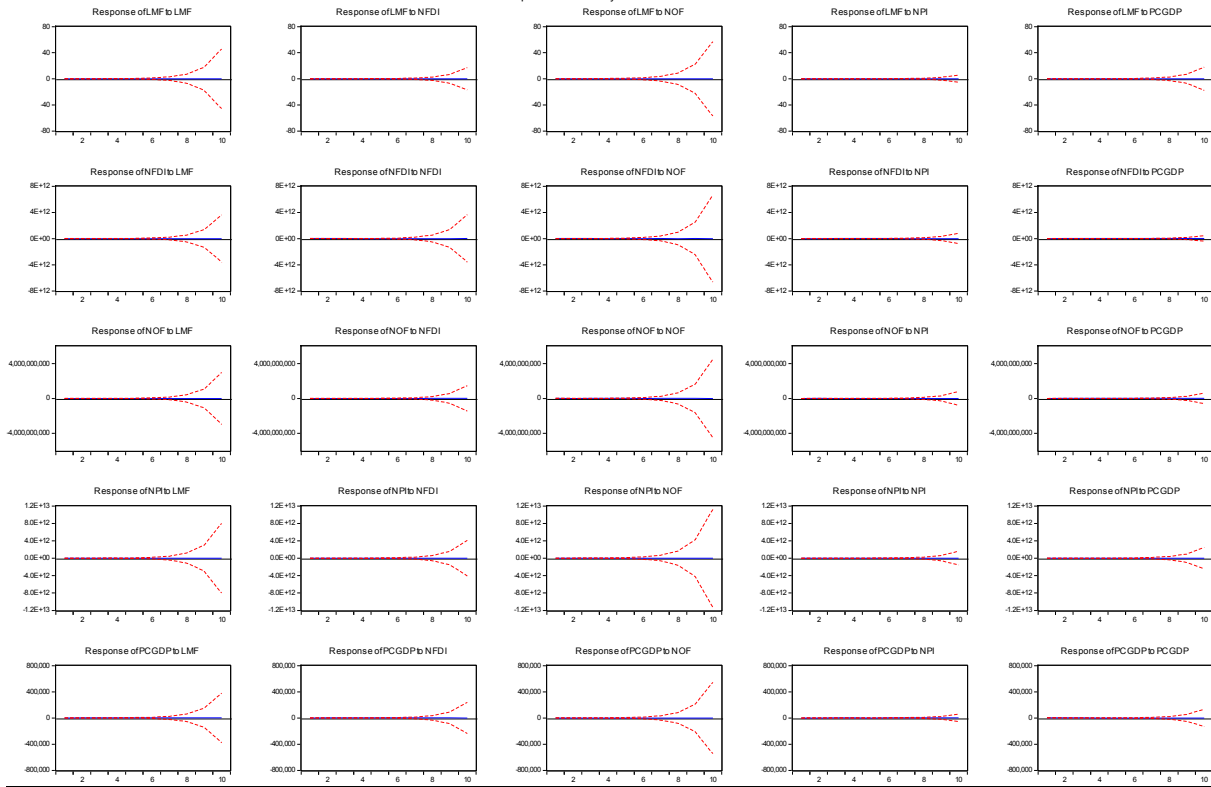
Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/07/22 Time: 13:16
 Sample: 1990 2019
 Lags: 2

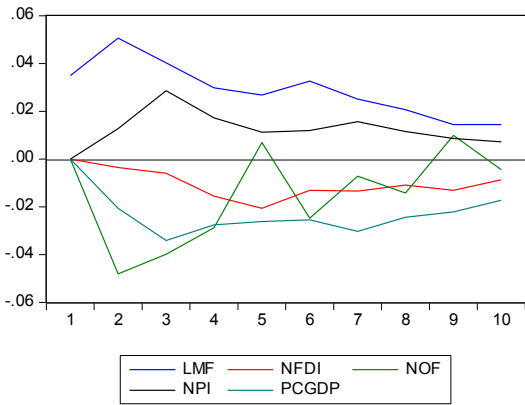
NullHypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
NFDI does not Granger Cause DLMF	27	0.16324	0.8504
DLMF does not Granger Cause NFDI		0.00635	0.9937
DNOF does not Granger Cause DLMF	27	1.34306	0.2816
DLMF does not Granger Cause DNOF		0.43971	0.6498
DNPI does not Granger Cause DLMF	27	2.92835	0.0745
DLMF does not Granger Cause DNPI		1.27451	0.2994
DPCGDP does not Granger Cause DLMF	27	1.42473	0.2619
DLMF does not Granger Cause DPCGDP		0.85431	0.4392
DNOF does not Granger Cause NFDI	27	0.63138	0.5412
NFDI does not Granger Cause DNOF		1.37957	0.2726
DNPI does not Granger Cause NFDI	27	0.49945	0.6136
NFDI does not Granger Cause DNPI		1.16836	0.3294
DPCGDP does not Granger Cause NFDI	27	0.06510	0.9372
NFDI does not Granger Cause DPCGDP		2.74437	0.0863
DNPI does not Granger Cause DNOF	27	1.45031	0.2561
DNOF does not Granger Cause DNPI		1.31514	0.2887
DPCGDP does not Granger Cause DNOF	27	0.49638	0.6154
DNOF does not Granger Cause DPCGDP		1.78957	0.1905
DPCGDP does not Granger Cause DNPI	27	1.38707	0.2708
DNPI does not Granger Cause DPCGDP		0.32119	0.7286

Impu

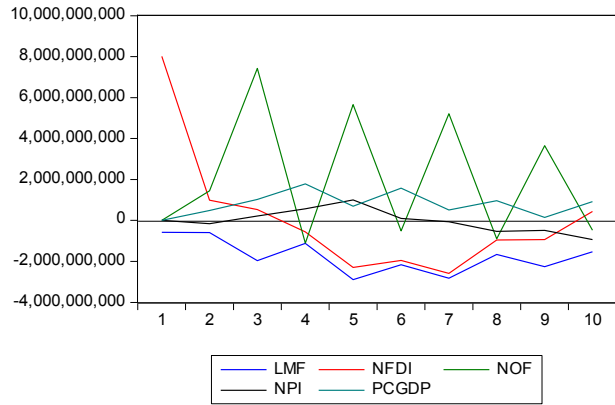
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



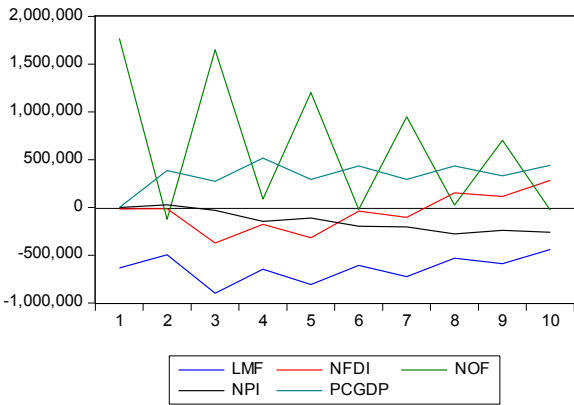
Response of LMF to Cholesky
One S.D. Innovations



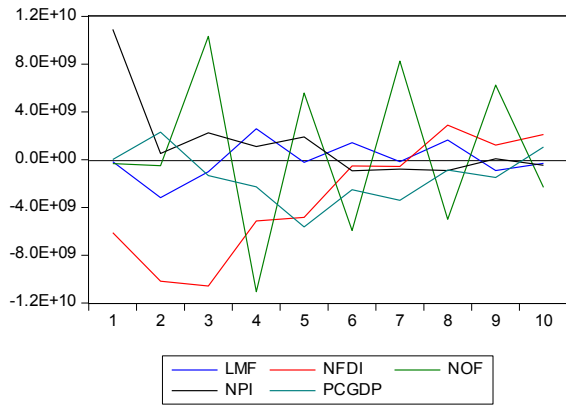
Response of NFDI to Cholesky
One S.D. Innovations



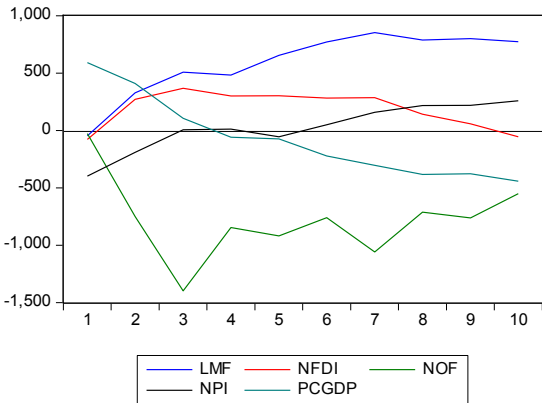
Response of NOF to Cholesky
One S.D. Innovations



Response of NPI to Cholesky
One S.D. Innovations



Response of PCGDP to Cholesky
One S.D. Innovations



Varian ce Decom position of LMF: Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	0.034936	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.081838	56.52161	0.187933	34.50974	2.417506	6.363213
3	0.109221	45.31264	0.409771	32.71134	8.224485	13.34177
4	0.122271	42.10117	1.941671	31.65574	8.554129	15.74729
5	0.130190	41.36417	4.231296	28.19874	8.279828	17.92597
6	0.139971	41.21089	4.540651	27.53643	7.887897	18.82413
7	0.147013	40.26721	4.949024	25.20100	8.284257	21.29851
8	0.151955	39.54187	5.151696	24.46410	8.331274	22.51105
9	0.155343	38.69861	5.641008	23.81500	8.277314	23.56806
10	0.157431	38.51279	5.797720	23.26981	8.268720	24.15096

Varian ce Decom position of NFDI: Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	8.04E+09	0.531279	99.46872	0.000000	0.000000	0.000000
2	8.26E+09	1.022086	95.51277	3.078613	0.038908	0.347626
3	1.13E+10	3.525828	50.89998	44.52283	0.054888	0.996475
4	1.16E+10	4.287633	48.75848	43.36061	0.289085	3.304197
5	1.35E+10	7.784989	39.03799	49.69497	0.763920	2.718122
6	1.39E+10	9.752388	38.74776	46.93630	0.724326	3.839230
7	1.53E+10	11.38987	34.66065	50.09218	0.596971	3.260328
8	1.55E+10	12.26134	34.22511	49.24251	0.702141	3.568896
9	1.61E+10	13.29913	31.99180	50.65937	0.741001	3.308701
10	1.63E+10	13.96115	31.52451	49.88817	1.057853	3.568322

Varian ce Decom position of NOF: Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	1878678.	11.40830	0.007631	88.58407	0.000000	0.000000
2	1985016.	16.48544	0.010981	79.73520	0.016575	3.751802
3	2772514.	18.96069	1.824108	76.30270	0.021103	2.891399
4	2903687.	22.24866	2.033290	69.65609	0.273108	5.788846
5	3275407.	23.57451	2.542839	68.19580	0.333383	5.353463
6	3365407.	25.59146	2.422143	64.60099	0.659636	6.725766
7	3590559.	26.56408	2.210947	63.74293	0.908453	6.573591
8	3669341.	27.53000	2.288941	61.03924	1.446893	7.694931
9	3806088.	27.97863	2.219603	60.14759	1.745840	7.908336
10	3875933.	28.27416	2.670231	58.00505	2.130791	8.919774

Varian ce Decom position of NPI: Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
--	------	-----	------	-----	-----	-------

1	1.25E+10	0.018944	23.93803	0.068015	75.97501	0.000000
2	1.66E+10	3.660715	51.08197	0.132096	43.19867	1.926546
3	2.24E+10	2.214819	50.39990	21.23017	24.74039	1.414720
4	2.58E+10	2.682496	42.09295	34.48582	18.89083	1.847907
5	2.75E+10	2.370272	40.17544	34.49278	17.11240	5.849113
6	2.83E+10	2.490214	37.95646	36.97318	16.26156	6.318596
7	2.97E+10	2.265631	34.52081	41.31631	14.84532	7.051930
8	3.03E+10	2.465886	34.01556	42.34616	14.32759	6.844810
9	3.10E+10	2.441842	32.62709	44.48415	13.67872	6.768190
10	3.12E+10	2.423979	32.70133	44.52594	13.54334	6.805415

Varian
ce
Decom
position
of
PCGDP
:

Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	719.7743	0.425785	1.171190	0.158466	30.60957	67.63499
2	1210.906	7.460398	5.441613	38.51702	13.32134	35.25963
3	1955.136	9.596384	5.600269	65.87711	5.110928	13.81531
4	2205.557	12.33708	6.247777	66.46860	4.019023	10.92752
5	2496.725	16.46334	6.334931	65.40242	3.183764	8.615540
6	2745.709	21.50056	6.295911	61.75331	2.663966	7.786247
7	3096.210	24.47851	5.796467	60.28324	2.354639	7.087150
8	3306.008	27.14316	5.268676	57.52497	2.493062	7.570131
9	3513.197	29.21796	4.692427	55.63864	2.591815	7.859156
10	3675.271	31.11158	4.310555	53.08461	2.860808	8.632449

Choles
kyOrder
ing:
LMF
NFDI
NOF
NPI
PCGDP

Lmf

NullHypothesis: LMF has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-1.424044	0.8320
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LMF)
 Method: Least Squares
 Date: 03/07/22 Time: 11:43
 Sample (adjusted): 1991 2019
 Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LMF(-1)	-0.150283	0.105533	-1.424044	0.1663
C	-0.024654	0.026540	-0.928926	0.3615
@TREND(1990)	-0.000697	0.000744	-0.936511	0.3576
R-squared	0.096369	Meandependent var		-0.001138
Adjusted R-squared	0.026859	S.D. dependent var		0.033941
S.E. of regression	0.033482	Akaike info criterion		-3.857925
Sumsquaredresid	0.029147	Schwarz criterion		-3.716481
Log likelihood	58.93991	Hannan-Quinn criter.		-3.813626
F-statistic	1.386407	Durbin-Watson stat		2.135473
Prob(F-statistic)	0.267845			

lmf1

NullHypothesis: D(LMF) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-8.436027	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LMF,2)

Method: Least Squares
 Date: 03/07/22 Time: 11:44
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LMF(-1))	-1.314128	0.155776	-8.436027	0.0000
C	0.026238	0.011352	2.311346	0.0293
@TREND(1990)	-0.001606	0.000654	-2.457022	0.0213
R-squared	0.742257	Meandependent var		0.003214
Adjusted R-squared	0.721637	S.D. dependent var		0.052054
S.E. of regression	0.027464	Akaike info criterion		-4.250930
Sumsquaredresid	0.018857	Schwarz criterion		-4.108194
Log likelihood	62.51303	Hannan-Quinn criter.		-4.207295
F-statistic	35.99791	Durbin-Watson stat		1.841735
Prob(F-statistic)	0.000000			

nfdi

NullHypothesis: NFDI has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-3.154879	0.1132
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NFDI)
 Method: Least Squares
 Date: 03/07/22 Time: 11:45
 Sample (adjusted): 1991 2019
 Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NFDI(-1)	-0.545682	0.172964	-3.154879	0.0040
C	4.44E+09	2.43E+09	1.828030	0.0790
@TREND(1990)	-7.95E+08	2.51E+08	-3.172617	0.0039
R-squared	0.290160	Meandependent var		-1.29E+09
Adjusted R-squared	0.235557	S.D. dependent var		6.04E+09
S.E. of regression	5.28E+09	Akaike info criterion		47.71149
Sumsquaredresid	7.26E+20	Schwarz criterion		47.85293
Log likelihood	-688.8166	Hannan-Quinn criter.		47.75578
F-statistic	5.313998	Durbin-Watson stat		2.214046
Prob(F-statistic)	0.011617			

nfdi1

NullHypothesis: D(NFDI) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-7.901178	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NFDI,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/07/22 Time: 11:53
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(NFDI(-1))	-1.438001	0.181998	-7.901178	0.0000
C	1.23E+08	2.33E+09	0.052728	0.9584
@TREND(1990)	-1.25E+08	1.34E+08	-0.932834	0.3598
R-squared	0.714260	Meandependent var		-2.40E+08
Adjusted R-squared	0.691401	S.D. dependent var		1.03E+10
S.E. of regression	5.71E+09	Akaike info criterion		47.86970
Sumsquaredresid	8.15E+20	Schwarz criterion		48.01244
Log likelihood	-667.1758	Hannan-Quinn criter.		47.91334
F-statistic	31.24610	Durbin-Watson stat		2.248723
Prob(F-statistic)	0.000000			

nof

NullHypothesis: NOF has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	0.667593	0.9993
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NOF)
 Method: Least Squares
 Date: 03/07/22 Time: 11:48
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NOF(-1)	0.136431	0.204363	0.667593	0.5108
D(NO F(-1))	-0.672961	0.236512	-2.845354	0.0089
C	-15782826	10699615	-1.475083	0.1532
@TREND(1990)	783197.2	314681.0	2.488861	0.0201
R-squared	0.321876	Meandependent var		2854071.
Adjusted R-squared	0.237111	S.D. dependent var		14848541
S.E. of regression	12969241	Akaike info criterion		35.72562
Sumsquaredresid	4.04E+15	Schwarz criterion		35.91594
Log likelihood	-496.1587	Hannan-Quinn criter.		35.78380
F-statistic	3.797254	Durbin-Watson stat		1.478871
Prob(F-statistic)	0.023259			

Nof 1

NullHypothesis: D(NO F) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-7.310594	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(NO F,2)
Method: Least Squares
Date: 03/07/22 Time: 11:54
Sample (adjusted): 1992 2019
Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(NO F(-1))	-1.623417	0.222064	-7.310594	0.0000
C	-9655758.	5438577.	-1.775420	0.0880
@TREND(1990)	775469.8	310962.2	2.493775	0.0196
R-squared	0.682731	Meandependent var		3640140.
Adjusted R-squared	0.657350	S.D. dependent var		21908876
S.E. of regression	12824653	Akaike info criterion		35.67259
Sumsquaredresid	4.11E+15	Schwarz criterion		35.81533
Log likelihood	-496.4163	Hannan-Quinn criter.		35.71623
F-statistic	26.89878	Durbin-Watson stat		1.399337
Prob(F-statistic)	0.000001			

npi

NullHypothesis: NPI has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-8.640072	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(NPI)
 Method: Least Squares
 Date: 03/07/22 Time: 11:56
 Sample (adjusted): 1991 2019
 Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NPI(-1)	-1.488981	0.172334	-8.640072	0.0000
C	1.09E+09	4.30E+09	0.252723	0.8025
@TREND(1990)	-9.40E+08	2.70E+08	-3.477364	0.0018
R-squared	0.741796	Meandependent var		-8.47E+08
Adjusted R-squared	0.721934	S.D. dependent var		2.14E+10
S.E. of regression	1.13E+10	Akaike info criterion		49.22658
Sumsquaredresid	3.30E+21	Schwarz criterion		49.36803
Log likelihood	-710.7854	Hannan-Quinn criter.		49.27088
F-statistic	37.34773	Durbin-Watson stat		2.109995
Prob(F-statistic)	0.000000			

gdppc

NullHypothesis: PCGDP has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-1.831148	0.6634
Test critical values: 1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(PCGDP)
 Method: Least Squares
 Date: 03/07/22 Time: 11:58
 Sample (adjusted): 1991 2019
 Included observations: 29 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

PCGDP(-1)	-0.129967	0.070976	-1.831148	0.0786
C	-18.23038	25.93097	-0.703035	0.4883
@TREND(1990)	12.80918	4.693555	2.729100	0.0112
R-squared	0.336021	Meandependent var		59.76534
Adjusted R-squared	0.284946	S.D. dependent var		79.25426
S.E. of regression	67.01810	Akaike info criterion		11.34550
Sumsquaredresid	116777.1	Schwarz criterion		11.48694
Log likelihood	-161.5097	Hannan-Quinn criter.		11.38980
F-statistic	6.578933	Durbin-Watson stat		2.110095
Prob(F-statistic)	0.004875			

gdppc1

NullHypothesis: D(PCGDP) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
AugmentedDickey-Fuller test statistic	-5.512990	0.0006
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

AugmentedDickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(PCGDP,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/07/22 Time: 11:59
 Sample (adjusted): 1992 2019
 Included observations: 28 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PCGDP(-1))	-1.083868	0.196603	-5.512990	0.0000
C	-2.116489	29.31601	-0.072196	0.9430
@TREND(1990)	4.593568	1.917890	2.395116	0.0244
R-squared	0.549865	Meandependent var		6.012049
Adjusted R-squared	0.513854	S.D. dependent var		102.1825
S.E. of regression	71.24592	Akaike info criterion		11.47111
Sumsquaredresid	126899.5	Schwarz criterion		11.61385
Log likelihood	-157.5955	Hannan-Quinn criter.		11.51475
F-statistic	15.26943	Durbin-Watson stat		2.044415
Prob(F-statistic)	0.000046			

LAD LENTH

VAR LagOrderSelectionCriteria
 Endogenous variables: LMF NFDI NOF NPI PCGDP
 Exogenous variables: C
 Date: 03/07/22 Time: 12:46
 Sample: 1990 2019
 Included observations: 27

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
-----	------	----	-----	-----	----	----

0	-1946.325	NA	4.09e+56	144.5426	144.7826	144.6140
1	-1820.867	195.1578*	2.49e+53*	137.1012	138.5411*	137.5294*
2	-1794.306	31.47952	2.75e+53	136.9856	139.6253	137.7705
3	-1761.265	26.92216	2.87e+53	136.3900*	140.2295	137.5317

* indicates lag orders selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

causality test

Pairwise Granger Causality Tests

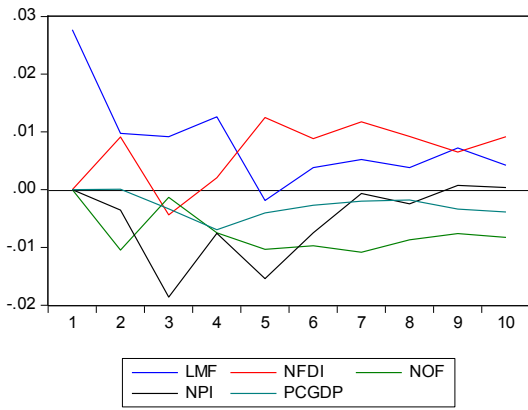
Date: 03/07/22 Time: 12:50

Sample: 1990 2019

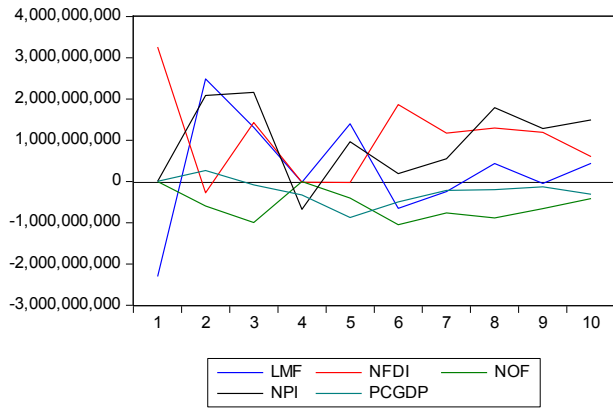
Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DNFDI does not Granger Cause DLMF	28	0.02488	0.8759
DLMF does not Granger Cause DNFDI		5.13447	0.0324
DNOF does not Granger Cause DLMF	28	3.82966	0.0616
DLMF does not Granger Cause DNOF		0.34401	0.5628
DPCGDP does not Granger Cause DLMF	28	1.38521	0.2503
DLMF does not Granger Cause DPCGDP		0.21177	0.6494
NPI does not Granger Cause DLMF	28	0.41596	0.5248
DLMF does not Granger Cause NPI		0.00045	0.9832
DNOF does not Granger Cause DNFDI	28	0.00074	0.9785
DNFDI does not Granger Cause DNOF		0.34864	0.5602
DNFDI does not Granger Cause DPCGDP	28	1.12584	0.2988
		0.97666	0.3325
NPI does not Granger Cause DNFDI	28	13.3324	0.0012
DNFDI does not Granger Cause NPI		0.91988	0.3467
DPCGDP does not Granger Cause DNOF	28	0.16713	0.6862
DNOF does not Granger Cause DPCGDP		0.60302	0.4447
NPI does not Granger Cause DNOF	28	0.85865	0.3630
DNOF does not Granger Cause NPI		0.93225	0.3435
NPI does not Granger Cause DPCGDP	28	2.39286	0.1345
DPCGDP does not Granger Cause NPI		0.62572	0.4364

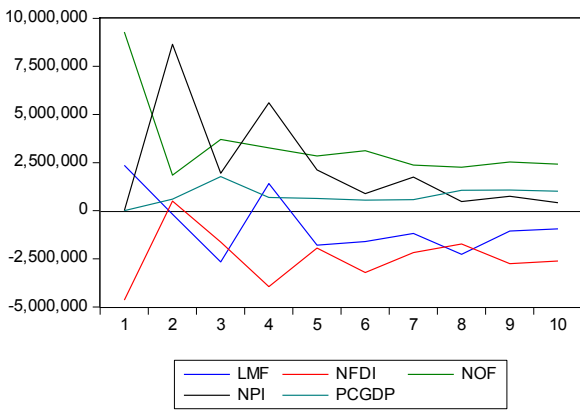
Response of LMF to Cholesky
One S.D. Innovations



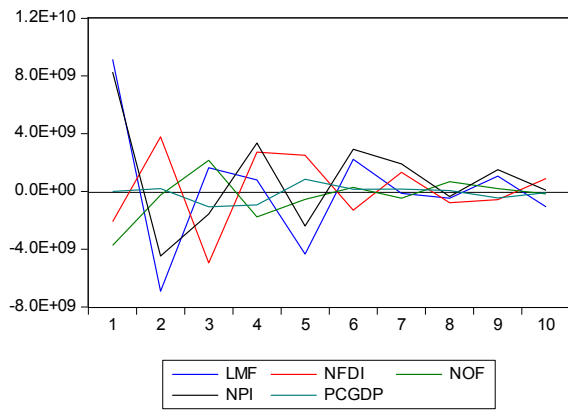
Response of NFDI to Cholesky
One S.D. Innovations



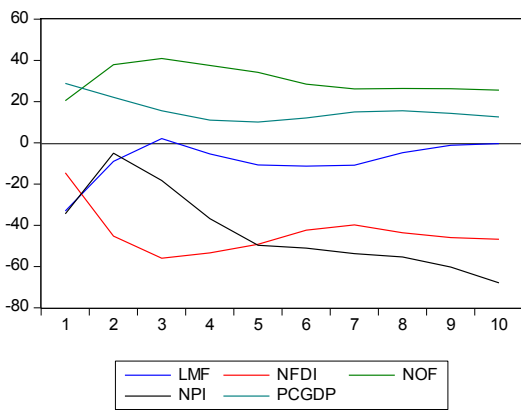
Response of NOF to Cholesky
One S.D. Innovations



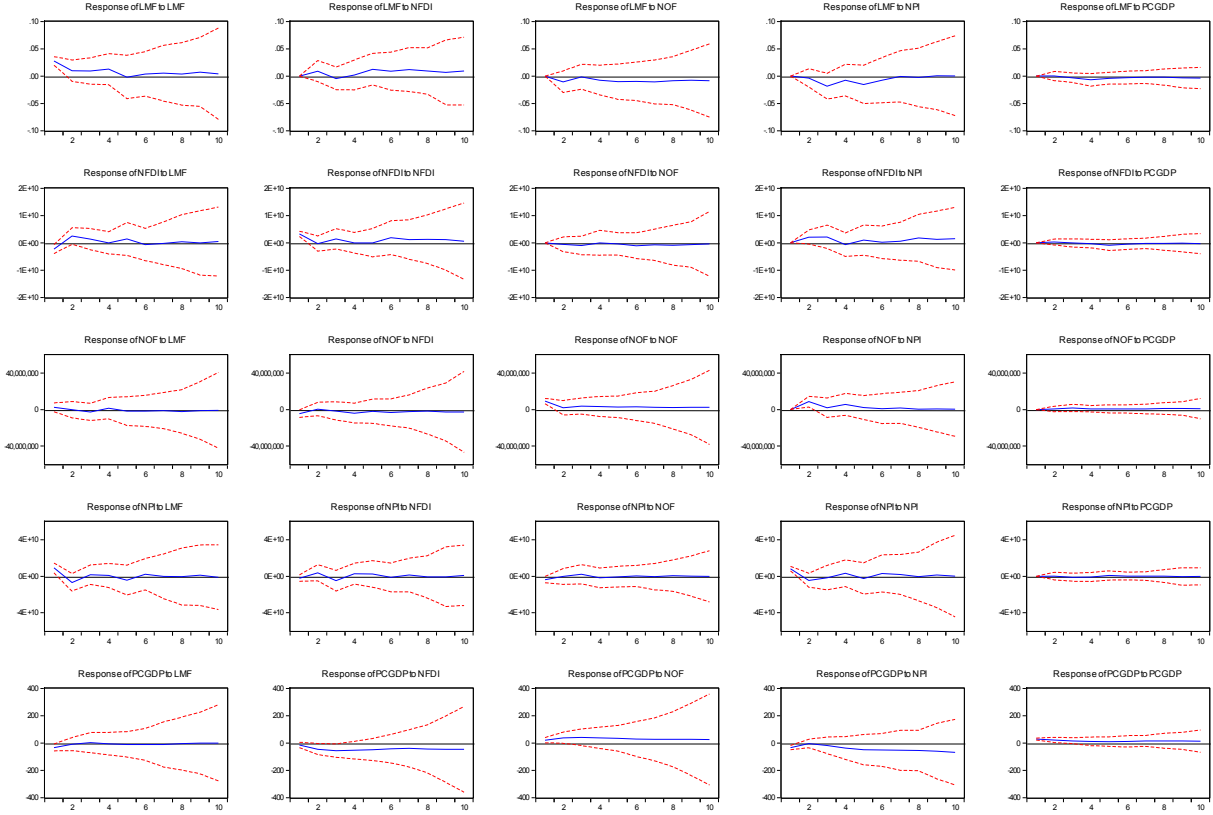
Response of NPI to Cholesky
One S.D. Innovations



Response of PCGDP to Cholesky
One S.D. Innovations



Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Varian ce Decom position of LMF: Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	0.027678	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.032647	80.76752	7.820286	10.24289	1.168827	0.000480
3	0.039102	61.82033	6.700729	7.253694	23.49622	0.729026
4	0.043063	59.57228	5.754616	9.002287	22.46706	3.203763
5	0.048736	46.65761	11.07834	11.52203	27.55332	3.188698
6	0.051247	42.75139	12.98984	14.03401	27.05972	3.165033
7	0.053981	39.46665	16.44463	16.69294	24.40494	2.990839
8	0.055656	37.60088	18.20174	18.12864	23.15017	2.918567
9	0.057116	37.30511	18.58798	18.98952	21.99932	3.118069
10	0.058716	35.81975	20.02074	19.95403	20.82110	3.384377

Varian ce Decom position of NFDI: Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	3.99E+09	33.38606	66.61394	0.000000	0.000000	0.000000
2	5.19E+09	42.64911	39.65649	1.316715	16.11679	0.260901
3	6.03E+09	36.32376	34.95325	3.722110	24.78819	0.212688
4	6.08E+09	35.76880	34.41928	3.665180	25.64806	0.498676
5	6.39E+09	37.21784	31.19718	3.722415	25.52512	2.337447
6	6.79E+09	33.87161	35.16886	5.689672	22.66755	2.602315
7	6.96E+09	32.34668	36.27529	6.623785	22.17827	2.575975
8	7.37E+09	29.19236	35.42297	7.357519	25.65694	2.370220
9	7.60E+09	27.42765	35.72269	7.662328	26.93226	2.255067
10	7.80E+09	26.37054	34.52988	7.564880	29.23233	2.302374

Varian ce Decom position of NOF: Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	10639520	4.914635	19.03730	76.04806	0.000000	0.000000
2	13854879	2.916213	11.35712	46.63012	38.90711	0.189440
3	14910455	5.708440	10.99625	46.43305	35.29264	1.569618
4	16805202	5.197258	14.15995	40.31791	38.91977	1.405113
5	17390774	5.915679	14.47005	40.32952	37.83647	1.448291
6	18059577	6.271706	16.58175	40.38178	35.32886	1.435909
7	18472663	6.400579	17.23733	40.23330	34.65837	1.470419
8	18862576	7.580754	17.36692	40.02191	33.30529	1.725119
9	19301323	7.538547	18.61026	39.93800	31.95815	1.955046
10	19679881	7.482151	19.66707	39.92414	30.78520	2.141442

Varian ce Decom position of NPI: Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
--	------	-----	------	-----	-----	-------

1	1.31E+10	49.12125	2.564504	8.217195	40.09705	0.000000
2	1.59E+10	52.02871	7.408759	5.571986	34.97530	0.015247
3	1.70E+10	46.55773	15.01316	6.491938	31.52619	0.410979
4	1.76E+10	43.27944	16.26901	7.002318	32.79266	0.656575
5	1.85E+10	44.73988	16.60173	6.442091	31.41151	0.804789
6	1.89E+10	44.22327	16.36631	6.188772	32.44480	0.776842
7	1.91E+10	43.54226	16.59059	6.150900	32.94358	0.772671
8	1.91E+10	43.43229	16.69192	6.255404	32.84969	0.770694
9	1.92E+10	43.27061	16.59887	6.200136	33.11379	0.816597
10	1.93E+10	43.34676	16.72472	6.175326	32.93898	0.814218

Varian
ce
Decom
position
of
PCGDP
:

Period	S.E.	LMF	NFDI	NOF	NPI	PCGDP
1	61.19476	29.24243	5.716731	11.13303	31.78548	22.12233
2	88.40822	15.04332	28.95983	23.62433	15.55741	16.81511
3	114.9073	8.937177	40.92776	26.60605	11.74586	11.78316
4	137.7446	6.372788	43.53192	25.93273	15.32230	8.840253
5	158.8987	5.242992	42.31549	24.09652	21.29853	7.046469
6	175.3355	4.725726	40.59206	22.42959	25.99375	6.258869
7	190.3759	4.332515	38.82048	20.90423	30.01482	5.927958
8	205.3654	3.778517	37.88177	19.61014	33.06476	5.664817
9	220.9366	3.267580	37.06216	18.35460	36.00771	5.307950
10	237.5583	2.826653	35.94407	17.02829	39.33046	4.870532

Choles
kyOrder
ing:
LMF
NFDI
NOF
NPI
PCGDP