

Université MUSTAPHA Stambouli
Mascara



جامعة مصطفى اسطمبولي
معسكر

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم مالية و محاسبة
التخصص: الحوكمة و استراتيجيات مالية للمؤسسات

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث ل.م.د.

الآزمات الاقتصادية و اقتصاديات الدول الناشئة

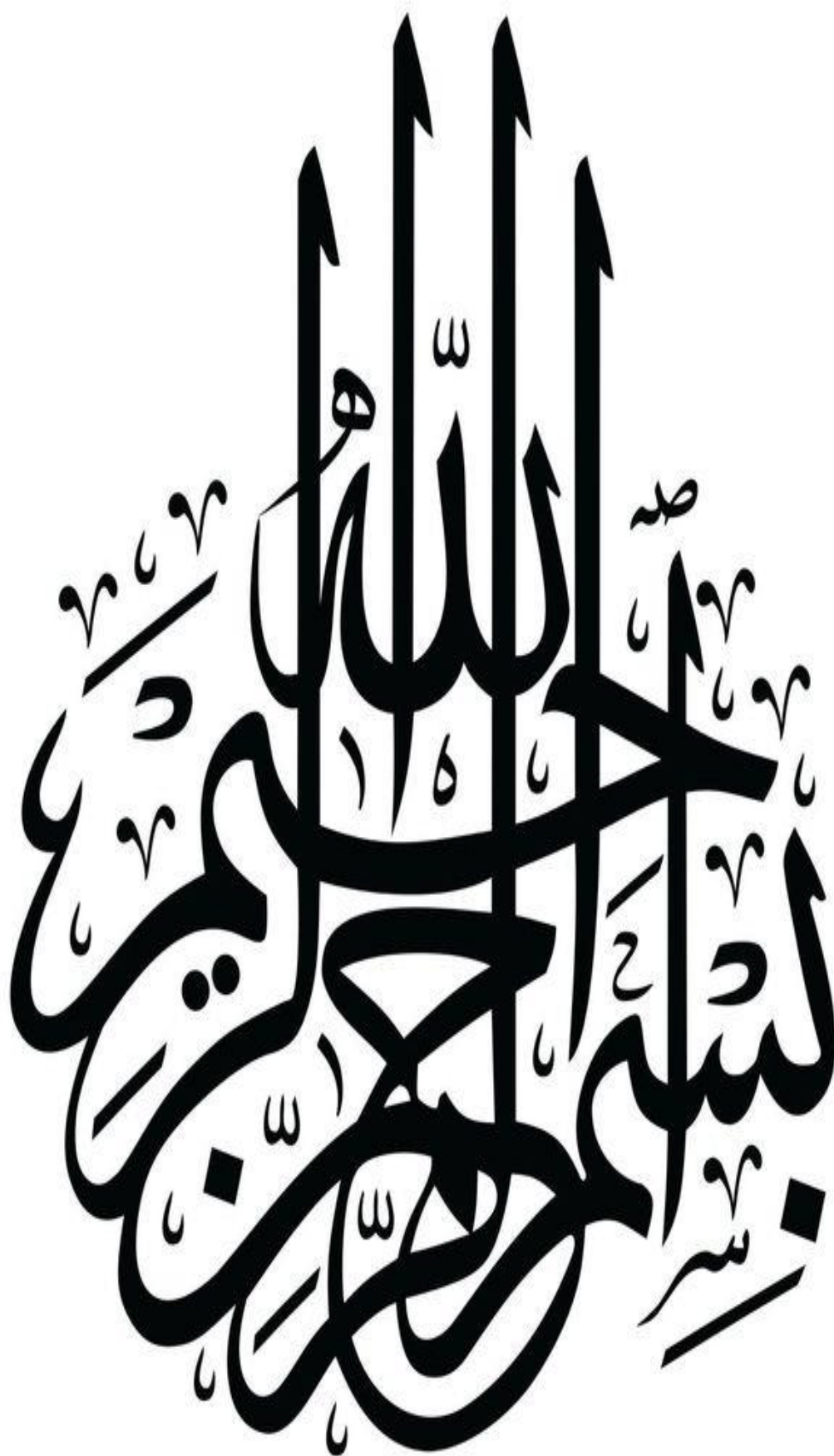
إشراف: أ. تشيكو فوزي

إعداد الطالب: قاسمي عبد الكريم

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة معسكر	أستاذ	أ. سنوسي بن عومر
مقررا	المدرسة العليا للاقتصاد وهران	أستاذ	أ. تشيكو فوزي
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ	أ. يعقوب محمد
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ	أ. بوشخي محمد رضا
ممتحنا	جامعة سعيدة	أستاذ	أ. صوار يوسف
ممتحنا	المدرسة العليا للاقتصاد وهران	أستاذ محاضر أ	د. مكاوي الحبيب

السنة الجامعية: 2025/2024



كلمة شكر و عرفان

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، وبفضله تتدلل الصعاب وتتحقق الغايات. أحمدده سبحانه وتعالى حمد الشاكرين، وأستعين به استبصارَ الموقنين، وأتوكل عليه توكل المتوكلين، وأسأله القبول والتوفيق والسداد. أتوجه بخالص الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذي المشرف الأستاذ الدكتور "تشيكوفوزي"، الذي لم يبخل علي بتوجيهه السديد، وصبره الكريم، وملاحظاته القيّمة التي كانت لي خير نبراس في مساري البحثي. فله مني جزيل الشكر والتقدير على ما بذله من جهد وما أبداه من حرص وعناية.

كما أتقدم بجزيل الاحترام والعرفان إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة الموقرين، الذين شرفوني بقبولهم مناقشة هذا العمل، وأغنوه بنقدهم العلمي البناء وتوجيهاتهم النيرة، التي أعتر بها وأستنير بها فيما هو قادم من مشواري الأكاديمي.

ولا يفوتني أن أعبر عن شكري العميق وامتناني الصادق لكل من الأساتذة "بن نحي أيمن، زقاي وليد و تاهي عبد الرحمن" على دعمهم العلمي، و إلى كل الأساتذة الذين تشرفت بالتعلّم على أيديهم طوال سنوات دراستي، فقد تركوا في نفسي وفي تكويني العلمي أثراً لا يمحي، فكانوا بحق منارات علم وإلهام.

وإلى زملائي في العمل، الذين كانوا خير معين وسند، أخصّهم بالشكر والتقدير، وعلى رأسهم السيد المدير "عاشوري نبيل" الذي أولاني دعمه وتشجيعه وساهم في تهيئة الظروف المناسبة لمواصلة هذا المسار العلمي، فله مني كل الامتنان والتقدير.

كما أخص بالشكر كل من ساندني في هذا المشوار، من أهل وأصدقاء وزملاء الدراسة، فقد كانوا لي عوناً في أوقات الشدة، وشركاء في لحظات الأمل، فلهم جميعاً أطيب التحايا وأصدق مشاعر العرفان.

وختاماً، أسأل الله أن يجعل هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم، نافعاً للعلم وأهله، وأن يجزي بالخير كل من كان له فضل أو أثر فيه.

إهداء

الحمد لله أولاً وآخراً، ظاهراً وباطناً، عدد ما كان وعدد ما يكون، عدد الحركات والسكون، حمداً يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه، أن وفقني لإتمام هذا العمل، وأمدني بالصبر والعزم في طريق العلم والمعرفة. وأسأل أزكى الصلوات وأتم التسليم على سيّدنا محمد، خير الخلق، ومعلم البشرية، الذي أضاء بنور رسالته دروب القلوب والعقول، وعلمنا كيف نرقى بالعلم ونتقرب إلى الله بالعمل.

إلى والديّ العزيزين، نبض القلب وروح الدعاء، تاج رأسي وسبب وجودي بعد الله، أقدم لكما هذا العمل عربون محبة ووفاء، واعتراضاً بجميل لا يُقابَل إلا بالدعاء الصادق لكم في كل حين.

إلى زوجتي الحبيبة، شريكة الدرب وسندي في هذه الحياة، التي كانت لي طوق نجاة في لحظات التعب والتردد، فبصبرها وتشجيعها ودعائها كان لهذا العمل أن يرى النور.

إلى فلذات كبدي، ابنتاي تسنيم وصفاء، وابني محمد عبد القادر، من أستمّد من براءتهم طاقة الاستمرار، وإلهم أهدي ثمرة جهدٍ أردتُه لهم نبراساً يضيء مستقبلهم.

إلى أختي الغالية، رفيقة الطفولة و إلى عائلتها الكريمة، وإلى إخوتي الأعزاء و عائلاتهم، سندي وعزوتي، إلى من شاركوني الأوقات بحلوها ومرّها، أبعث أسى عبارات الامتنان والمحبة.

إلى كل أفراد عائلتي وعائلة زوجتي الكريمة، الذين غمروني بدعائهم واهتمامهم، وكانوا لي عزوةً ودرعاً في وجه الظروف.

إلى روح أجدادي و جداتي رحمة الله عليهم، و إلى جدتي حفظها الله و رعاها، و إلى عائلاتهم.

إلى الأصدقاء الأوفياء، والزلاء المخلصين، وكل من رافقني في درب العلم، أجدّد العهد بالوفاء لهم على ما قدّموه من دعم ومعونة، بالكلمة، بالوقت، وبالحضور.

وأخيراً، إلى وطني الغالي، تراكب الطاهر هو منبت الحلم، وأهديك هذا الجهد المتواضع حباً ووفاءً، راجياً أن يكون لبننةً صغيرة في بناء العلم والمعرفة، في خدمة حاضرِك ومستقبلِك.

الفهرس:

قائمة الجداول.

قائمة البيانات.

قائمة الملاحق.

المقدمة العامة.....أ.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي، النظري و التاريخي للأزمات الاقتصادية و المالية.....1

1. الإطار المفاهيمي للأزمات الاقتصادية و المالية.....3

1.1. مفاهيم أساسية3

2.1 أنواع الأزمات المالية.....5

2. الإطار النظري للأزمات المالية.....12

1.2 النظرية الكينزية: "إطار نظري لتحليل الديناميات الاقتصادية".....12

2.2 نظرية الهشاشة المالية عند Minsky:13

3.2 نظريات عدم تماثل المعلومات:.....15

4.2 نظرية الهوس والذعر والانهيارات.....16

5.2 نظرية الدين و الإنكماش.....16

6.2 المدرسة النمساوية ونظرية دورة الأعمال.....17

7.2 نظرية الابتكار.....18

3. النماذج المفسرة للأزمات المالية.....19

1.3 نماذج الجيل الأول.....19

2.3 نماذج الجيل الثاني.....21

3.3 النماذج من الجيل الثالث23

4. تاريخ الأزمات الاقتصادية و المالية.....26

1.4 أزمة هوس التوليب 163726

2.4 انهيار 172027

3.4 أزمة 1797.....27

4.4 الذعر المالي 185728

5.4 الأزمة المصرفية 1866.....29

6.4 الذعر المصرفي الأمريكي 1900.....30

7.4 أزمة المزارع 1919-1923.....31

8.4 أزمة الألمانية 192331

9.4 أزمة الكساد 192932

34.....	10.4 أزمة الدين 1982
35.....	11.4 أزمة النظام النقدي الأوروبي 1992
35.....	12.4 أزمة الرهن العقاري 2008.....
37.....	13.4 أزمة COVID 2019.....
38.....	5. أزمات الدول الناشئة في التسعينات
38.....	1.5 الأزمة المكسيكية
38.....	1.1.5 ما قبل الأزمة المكسيكية
45.....	2.1.5 بداية الأزمة المكسيكية
46.....	3.1.5 أسباب الأزمة المكسيكية.....
51.....	4.1.5 آثار الأزمة المكسيكية
52.....	5.1.5 الإصلاحات المنتهجة لمواجهة الأزمة
55.....	2.5 الأزمة الآسيوية.....
55.....	1.2.5 الدول الآسيوية ما قبل الأزمة.....
58.....	2.2.5 بداية و انتشار الأزمة الآسيوية.....
60.....	3.2.5 أسباب الأزمة الآسيوية.....
64.....	4.2.5 آثار الأزمة الآسيوية.....
64.....	5.2.5 إصلاحات الأزمة الآسيوية.....
66.....	3.5 الأزمة الروسية.....
66.....	1.3.5 قبل الأزمة الروسية.....
67.....	2.3.5 بداية الأزمة الروسية.....
70.....	3.3.5 أسباب الأزمة الروسية.....
74.....	4.3.5 آثار الأزمة الروسية.....
75.....	5.3.5 إصلاحات الأزمة الروسية.....
77.....	4.5 الأزمة البرازيلية.....
77.....	1.4.5 ما قبل الأزمة البرازيلية.....
82.....	2.4.5 بداية الأزمة البرازيلية.....
84.....	3.4.5 أسباب الأزمة البرازيلية.....
86.....	4.4.5 آثار الأزمة البرازيلية.....
88.....	5.4.5 إصلاحات الأزمة البرازيلية.....
90.....	5.5 الأزمة التركية.....
90.....	1.5.5 ما قبل الأزمة التركية.....

92.....	2.5.5 بداية الأزمة التركية.
92.....	3.5.5 أسباب الأزمة التركية.
96.....	4.5.5 آثار الأزمة التركية.
97.....	5.5.5 الإصلاحات المنتهجة لمواجهة الأزمة التركية.
98.....	6.5 الأزمة الأرجنتينية.
98.....	1.6.5 ما قبل الأزمة الأرجنتينية.
100.....	2.6.5 بداية الأزمة الأرجنتينية.
102.....	3.6.5 أسباب الأزمة الأرجنتينية.
105.....	4.6.5 آثار الأزمة الأرجنتينية.
106.....	5.6.5 الإصلاحات التي اتخذت في الأزمة الأرجنتينية.
110.....	الفصل الثاني: التوازنات الاقتصادية الكلية للدول الناشئة.
112.....	1. الإطار النظري للتوازنات الاقتصادية الكلية.
112.....	1.1 النظرية الكلاسيكية: أواخر القرن 18 حتى بداية القرن 20.
113.....	2.1 نظرية التوازن العام: نهاية القرن 19 إلى منتصف القرن 20.
113.....	3.1 النظرية الكينزية: ثلاثينيات القرن 20.
116.....	4.1 توازن IS/LM: أواخر الثلاثينيات إلى الأربعينيات.
119.....	5.1 نظرية التوازن طويل الأجل: 1956.
121.....	6.1 النظرية الكلاسيكية الحديثة.
121.....	7.1 النظرية الكينزية الحديثة.
122.....	8.1 نظرية ما بعد الكينزية الحديثة: 1979.
124.....	2. قياس النشاط الاقتصادي عبر الناتج المحلي الإجمالي.
124.....	1.2 الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصاد المغلق.
125.....	2.2 الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصاد المفتوح.
129.....	3.2 الناتج المحلي الاسمي و الناتج المحلي الحقيقي.
129.....	3. توازن العرض الكلي و الطلب الكلي.
130.....	1.3 التوازن على المدى القصير.
133.....	2.3 التوازن على المدى الطويل.
137.....	4. معادلة توازن التدفقات الدولية لرأس المال والسلع في الاقتصاد المفتوح.
137.....	1.4 دور صافي الصادرات في تحديد الدخل القومي.
139.....	2.4 تدفقات رأس المال الدولية والميزان التجاري: هوية الادخار والاستثمار.
141.....	5. تحليل المتغيرات و التوازنات الاقتصادية الكلية للدول الناشئة.

1.5	تحليل للمؤشرات و التوازنات الاقتصادية الكلية في الأرجنتين، البرازيل، والمكسيك (2002-2023)	142
2.5	تحليل للمؤشرات و التوازنات الاقتصادية الكلية في إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند (2002-2023)	154
3.5	تحليل للمؤشرات و التوازنات الاقتصادية الكلية في روسيا و تركيا (2002-2023)	171
183	الفصل الثالث: دراسة قياسية لتأثير المتغيرات الكلية على النمو الاقتصادي للدول الناشئة	183
185	1. الدراسات السابقة	185
185	1.1 الدراسات السابقة المفسرة للأزمات المالية للدول الناشئة في التسعينات	185
205	2.1 الدراسات السابقة التي تطرقت لاقتصاديات الدول الناشئة بعد فترة أزمات التسعينات	205
217	2. تحليل العلاقة بين المتغيرات الكلية و الناتج المحلي الحقيقي في الدول الناشئة محل الدراسة (2002-2023)	217
217	1.2 منهجية الدراسة	217
217	1.1.2 مصادر البيانات	217
218	2.1.2 المتغيرات محل الدراسة وتعريفها	218
219	2.2 التحليل القياسي	219
220	1.2.2 اختبار التبعية المقطعية (Cross-sectional dependency)	220
221	2.2.2 اختبار تجانس الميل (Slope Homogeneity Test)	221
222	3.2.2 اختبار السكون	222
225	4.2.2 اختبار التكامل المشترك (Westerlund Cointegration Test)	225
226	5.2.2 اختبار نموذج FMOLS	226
228	6.2.2 تحليل العلاقة بين النمو والعجز في التمويل وكفاءة تشغيل الموارد المالية	228
229	7.2.2 تحليل مرونة التشغيل بين المجموعات	229
230	8.2.2 اختبارات ما بعد التقدير	230
232	الخاتمة العامة	232
238	المراجع	238
249	مواقع الإنترنت	249
250	الملاحق	250

قائمة الجداول:

الجدول 01: المقارنة بين النماذج الثلاثة المفسرة للأزمات	25
الجدول 02: التسلسل الزمني للأحداث الروسية	67
الجدول 03: التسلسل الزمني لأحداث الأزمة الأرجنتينية	100
الجدول 04: الدراسات السابقة	216
الجدول 05: اختبار التبعية المقطعية (Cross-sectional dependency)	221
الجدول 06: اختبار تجانس الميل (Slope Homogeneity Test)	222
الجدول 07: اختبار السكون LGDP	223
الجدول 08: اختبار السكون (%GDP) S-I	223
الجدول 09: اختبار السكون UNEMP	224
الجدول 10: اختبار السكون REER	224
الجدول 11: اختبار التكامل المشترك (Westerlund Cointegration Test)	225
الجدول 12: اختبار التكامل المشترك البديل	
(Westerlund Cointegration All panels demean Test)	226
الجدول 13: نتائج نموذج FMOLS	226
الجدول 14: اختبار نموذج FMOLS	227

قائمة البيانات:

- البيان 01: الأزمات المصرفية تؤدي إلى أزمات العملة نموذج فيلاسكو (1987).....9
- البيان 02: أزمات العملة تؤدي إلى أزمات مصرفية نموذج ستوكر (1994).....10
- البيان 03: الإنتاج الصناعي خلال فترة الكساد.....33
- البيان 04: أسعار الجملة خلال فترة الكساد.....33
- البيان 05: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في دول البريكس و الجزائر 2019 إلى 2022.....38
- البيان 06: مؤشرات هشاشة القطاع المصرفي.....48
- البيان 07: تغير سعر صرف البات للدولار في فترة الأزمة (المقياس الأيسر) وسعر الفائدة (المقياس الأيمن).....58
- البيان 08: تغير سعر صرف الوون للدولار في فترة الأزمة (المقياس الأيسر) وسعر الفائدة (المقياس الأيمن).....58
- البيان 09: تغير سعر صرف الينغيت للدولار في فترة الأزمة (المقياس الأيسر) وسعر الفائدة (المقياس الأيمن).....59
- البيان 10: التضخم المستهدف والفعلي والعجز المالي، 1995-1998.....70
- البيان 11: معدل الإقراض للبنوك الروسية.....70
- البيان 12: تغير الناتج المحلي الإجمالي الروسي 1995-2001.....73
- البيان 13: الخصخصة في البرازيل بين عامي 1991 و 1999 حسب قطاع النشاط.....80
- البيان 14: تطور سعر الصرف (ريال برازيلي/دولار أمريكي).....82
- البيان 15: الاحتياطات الدولية، ديسمبر 1996 - مارس 1999.....84
- البيان 16: منحني IS/ LM.....118
- البيان 17: وظيفة الاستثمار.....127
- البيان 18: مخطط التدفق الدائري في الاقتصاد.....128
- البيان 19: نموذج العرض الكلي و الطلب الكلي AS-AD.....131
- البيان 20: صدمات الطلب.....132
- البيان 21: صدمات العرض.....133
- البيان 22: التوازن الاقتصادي الكلي على المدى الطويل.....134
- البيان 23: الآثار قصيرة الأجل مقابل الآثار طويلة الأجل لصدمة الطلب السلبية.....135
- البيان 24: الآثار قصيرة الأجل مقابل الآثار طويلة الأجل لصدمة الطلب الإيجابية.....136

البيان 25: معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي (المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023...	143
البيان 26: معدلات البطالة (المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023.....	145
البيان 27: معدلات التضخم (المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023.....	146
البيان 28: مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي (100 = 2010).....	148
البيان 29: سعر الفائدة الحقيقي (المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023.....	149
البيان 30: الميزان الخارجي على السلع والخدمات (% من إجمالي الناتج المحلي).....	150
البيان 31: إجمالي الادخار المحلي (% من إجمالي الناتج المحلي).....	151
البيان 32: إجمالي الاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي).....	152
البيان 33: الفجوة بين الادخار والاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي) (المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023.....	154
البيان 34: معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي (إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023.....	157
البيان 35: معدلات البطالة (إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023.....	159
البيان 36: معدلات التضخم (إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023.....	160
البيان 37: مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي (100 = 2010) (إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023.....	162
البيان 38: سعر الفائدة الحقيقي (إندونيسيا...) 2002 إلى 2023.....	164
البيان 39: الميزان الخارجي على السلع والخدمات (% من إجمالي الناتج المحلي) (إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023.....	166
البيان 40: إجمالي الادخار المحلي (% من إجمالي الناتج المحلي).....	167
البيان 41: إجمالي الاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي) (إندونيسيا...) 2002 إلى 2023.....	169
البيان 42: الفجوة بين الادخار والاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي).....	171
البيان 43: معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي (روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023.....	172
البيان 44: معدلات البطالة (روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023.....	173
البيان 45: معدلات التضخم (روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023.....	174
البيان 46: مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي (100 = 2010).....	175
البيان 47: سعر الفائدة الحقيقي (روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023.....	177
البيان 48: الميزان الخارجي على السلع والخدمات (% من إجمالي الناتج المحلي).....	178
البيان 49: إجمالي الادخار المحلي (% من إجمالي الناتج المحلي).....	179

البيان 50: إجمالي الاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي) (روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023...180
البيان 51: الفجوة بين الادخار والاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي).....181
البيان 52: اختبارات ما بعد التقدير.....230
قائمة الملاحق:

الملحق (01): اختبار التبعية المقطعية (Cross-sectional dependency).....251
الملحق (02): اختبار تجانس الميل (Slope Homogeneity Test).....251
الملحق (03): اختبار السكون LGDP.....251
الملحق (04): اختبار السكون (%GDP) S-I.....252
الملحق (05): اختبار السكون UNEMP.....252
الملحق (06): اختبار السكون REER.....253
الملحق (07): اختبار التكامل المشترك (Westerlund Cointegration Test).....253
الملحق (08): اختبار التكامل المشترك البديل
254.....(Westerlund Cointegration All panels demean Test)
الملحق (09): اختبار نموذج FMOLS.....254

المقدمة العامة

أولاً: توطئة:

شهد الاقتصاد العالمي منذ نهاية القرن العشرين تصاعدا ملحوظا في وتيرة الأزمات الاقتصادية والمالية، مما جعلها تمثل سمة مميزة للنظام الاقتصادي العالمي المعاصر. فقد أصبحت هذه الأزمات أكثر حدة واتساعا في تأثيرها، كما باتت تتكرر بوتيرة متسارعة مقارنة بما شهده العالم في العقود السابقة. ويرجع ذلك إلى تعقد العلاقات الاقتصادية والمالية بين الدول، واتساع نطاق الانفتاح المالي، وتزايد الاعتماد المتبادل بين الأسواق.

تشير دراسة حديثة لصندوق النقد الدولي (IMF, 2020)¹ إلى أن عدد الأزمات المصرفية وأزمات العملة وأزمات الدين في العقود الأربعة الأخيرة قد فاق ما تم تسجيله طيلة القرن العشرين، كما أن آثارها أصبحت أكثر استعصاء على الاحتواء، إذ تترك بصماتها على النمو والتشغيل والمالية العامة لعقود بعد حدوثها. ومع تزايد الترابط المالي والاقتصادي، أصبح انتقال العدوى بين الدول أكثر سهولة، ما يجعل حتى الاقتصادات ذات الأسس المتينة عرضة لانعكاسات أزمات خارجية.

ثانياً: الأزمات في الدول الناشئة خلال التسعينات صدمة هيكلية عميقة

في هذا السياق، عرفت الدول الناشئة خلال تسعينات القرن الماضي سلسلة من الأزمات العميقة التي كشفت عن هشاشة بنيتها الاقتصادية والمالية. فقد تعرضت المكسيك سنة 1994 لأزمة عملة هزت ثقة الأسواق الناشئة بأكملها، تلتها الأزمة الآسيوية التي ضربت تايلند، إندونيسيا، ماليزيا، كوريا الجنوبية، والفلبين في 1997-1998، وأظهرت محدودية نظم الصرف الثابتة وضعف الإشراف المالي. ثم جاءت أزمات روسيا (1998) والبرازيل (1999) لتكرسا هشاشة الأوضاع المالية العمومية واعتماد هذه الاقتصادات على تدفقات رؤوس الأموال الخارجية. وفي مطلع الألفية، انهار نظام الربط الصارم في الأرجنتين (2001-2002)، بينما عرفت تركيا أزمة حادة في 2001.

¹ Luc Laeven and Fabian Valencia, "Systemic Banking Crises Database II," *IMF Economic Review* 68, no. 2 (2020): 307-361.

كل هذه الأزمات كشفت عن عوامل مشتركة، أهمها: اختلال التوازنات الكلية، هشاشة القطاع المالي، انعدام استقلالية السياسات النقدية، والتبعية المفرطة لرأس المال الأجنبي قصير الأجل. وقد دفعت هذه التجارب المؤلمة الدول المعنية إلى تبني إصلاحات هيكلية تهدف إلى تعزيز صلابة أنظمتها الاقتصادية والمالية.

ثالثاً: الإشكالية:

إن تعافي هذه الدول وعودتها إلى مسار النمو بعد الأزمات لا يعني بالضرورة أنها أصبحت محصنة ضد الصدمات المستقبلية. فرغم تنفيذ العديد من الإصلاحات، يبقى تقييم مدى فعاليتها في بناء توازنات اقتصادية كلية أكثر استدامة مسألة جوهرية، إذ أن استمرار بعض مواطن الهشاشة قد يدل على محدودية أثر تلك الإصلاحات في تقوية مناعة الاقتصادات المعنية.

من هذا المنطلق، تتمثل الإشكالية المحورية لهذه الدراسة في السؤال التالي:

هل أصبحت الدول الناشئة التي تعرضت للأزمات في التسعينات أكثر مرونة واستقراراً بعد عقدين من الإصلاحات، أم لا تزال عرضة لتكرار الأزمات الاقتصادية؟

رابعاً: الهدف من الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم مدى تقلص أو استمرار عرضة الدول الناشئة التي شهدت أزمات في التسعينات لخطر تكرار الأزمات، وذلك من خلال تحقيق الأهداف الآتية:

1. تحليل الإطار المفاهيمي والنظري للأزمات الاقتصادية والمالية، مع إبراز عوامل الهشاشة المرتبطة بالدول الناشئة.

2. دراسة تطور التوازنات الاقتصادية الكلية في الدول محل التحليل خلال الفترة 2002-2023 لتحديد مدى تراجع أو استمرار مواطن الاختلال.

3. تقدير العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات الكلية المختارة والنمو الاقتصادي باستخدام نموذج FMOLS، وقياس مدى تأثير هذه الاختلالات على قابلية تعرض الدول للأزمات.

خامسا: الفرضية الأساسية للدراسة

تفترض هذه الدراسة أنه:

رغم تنفيذ إصلاحات هيكلية ونقدية ومالية، لا تزال الدول الناشئة المدروسة تعاني من اختلالات في التوازنات الاقتصادية الكلية، تجعلها عرضة لمخاطر تكرار الأزمات، خصوصا في ظل بيئة مالية عالمية متقلبة.

سادسا: أهمية الدراسة

تكتسي هذه الدراسة أهمية علمية وعملية مزدوجة:

- من الناحية العلمية، تدمج بين التحليل النظري والتاريخي للأزمات المالية، ودراسة قياسية لمرحلة ما بعد الأزمة، مما يتيح فهما أعمق لديناميكيات التوازنات الاقتصادية الكلية في الدول الناشئة.
- من الناحية التطبيقية، توفر نتائج الدراسة إطارا مرجعيا لصناع السياسات في الدول الناشئة، لتقييم فعالية السياسات المعتمدة بعد الأزمات، وتحديد نقاط الضعف المتبقية التي ينبغي معالجتها.

سابعاً: منهجية الدراسة

تم اعتماد المنهج التحليلي كمقاربة تحليلية مزدوجة، مع تضمين المنهج الوصفي:

1. تم توظيف المنهج التحليلي والوصفي في الجانب النظري و التاريخي، يرصد أبرز النظريات و نماذج تفسير الأزمات الاقتصادية و المالية، مع التركيز على السياقات الخاصة لعشر دول ناشئة، و أهم المتغيرات و التوازنات الاقتصادية الكلية.

2. تحليل كمي وقياسي، يعتمد على نماذج الانحدار المربعات الصغرى المعدل بالكامل (Fully Modified OLS – FMOLS)، لقياس العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، وهو الأسلوب الذي يسمح بمعالجة مشكلات الارتباط الذاتي والانحدار الكاذب في السلاسل الزمنية المدمجة من الدرجة الأولى، للمتغيرات (معدل البطالة، سعر الصرف الفعلي الحقيقي، وفجوة الادخار والاستثمار) على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الفترة 2002-2023.

تم اختيار الدول محل الدراسة على أساس تعرضها لأزمات حادة خلال التسعينات، وهي: الأرجنتين، البرازيل، المكسيك، روسيا، تركيا، كوريا الجنوبية، إندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، وتايلند.

ثامناً: هيكلية الدراسة

نظمت هذه الأطروحة في ثلاثة فصول مترابطة:

• الفصل الأول: الإطار المفاهيمي، النظري والتاريخي للأزمات المالية

يقدم تعريفاً وتصنيفاً للأزمات الاقتصادية والمالية، ويستعرض أبرز النماذج التفسيرية، ثم ينتقل إلى تتبع الأزمات الكبرى التي عرفها العالم والدول الناشئة محل الدراسة.

• الفصل الثاني: تحليل التوازنات الاقتصادية الكلية في الدول الناشئة 2002-2023

يدمج بين التأطير النظري للتوازنات الاقتصادية وتحليل ميداني لمؤشراتنا في الدول العشر المختارة، مبرزًا التباين في أدائها واستجابتها للإصلاحات.

• الفصل الثالث: دراسة قياسية لتأثير المتغيرات الكلية على النمو الاقتصادي للدول الناشئة

يجمع بين مراجعة الدراسات السابقة التي تناولت الأزمات وأداء ما بعد الأزمة، وتحليل تجريبي باستخدام FMOLS، لاختبار الفرضيات المتعلقة بمحددات الناتج المحلي الحقيقي في هذه الدول و عرضتها للأزمات.

في ضوء التحديات العالمية المتزايدة، من تقلبات أسعار الفائدة العالمية، واضطرابات التجارة الدولية، والمخاطر الجيوسياسية، تبقى قدرة الدول الناشئة على ترسيخ توازناتها الاقتصادية عاملاً حاسماً لضمان استقرارها وازدهارها المستقبلي. من هنا، تسعى هذه الدراسة إلى تقديم مساهمة علمية لفهم أعمق لعوامل الهشاشة ومقومات المرونة الاقتصادية الكلية بعد الأزمات.

الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي، النظري و التاريخي للأزمات الاقتصادية و المالية

تمهيد:

أصبحت الأزمات الاقتصادية والمالية سمة متواترة في المشهد الاقتصادي العالمي، مسببة تقلبات حادة في الأسواق، انكماشاً اقتصادياً، وارتفاعاً في معدلات البطالة، مما يستلزم فهماً معمقاً لأصولها وآلياتها. يتناول هذا الفصل الإطار النظري والمفاهيمي لهذه الأزمات، معرّفاً بأنواعها المختلفة من أزمات العملة والأزمات المصرفية إلى أزمات الديون السيادية وغيرها. كما يستعرض الفصل النماذج المفسرة للأزمات المالية، من تلك التي تركز على ضعف الأساسيات الاقتصادية إلى النماذج الحديثة التي تبرز دور سلوك القطيع، الفقاعات المالية، والعدوى المالية.

بعد ذلك، ينتقل الفصل إلى استعراض الإطار التاريخي للأزمات الاقتصادية والمالية، متتبّعاً أبرز الأحداث من الكساد الكبير إلى الأزمة المالية العالمية لعام 2008 و جائحة كوفيد-19. ختاماً، يخصص الفصل جزءاً لدراسة الأزمات المالية التي تعرضت لها الدول الناشئة، مركزاً على حالات مثل المكسيك، الدول الآسيوية (تايلند، إندونيسيا، ماليزيا، كوريا الجنوبية، الفلبين)، روسيا، البرازيل، تركيا، والأرجنتين. سيتم تحليل أسباب هذه الأزمات، وآثارها، مع تسليط الضوء على الإصلاحات الهيكلية المتبناة لتعزيز مرونة الأنظمة المالية.

2. الإطار المفاهيمي للآزمات الاقتصادية و المالية:

2.1. مفاهيم أساسية:

1.1.1 أصل كلمة أزمة:

يعود أصل كلمة أزمة إلى مصطلح krisis في عهد اليونان القديمة، و كانت مدرجة في المجالات القانونية و الطبية، بحيث كان المعنى الطبي هو الغالب إلى غاية القرن السابع عشر بدأ يتسع استخدام المصطلح في أوروبا الغربية في مجالات السياسة و علم النفس و الاقتصاد، أما اقتصاديا بدأ المصطلح يستعمل بكثرة خلال القرن 18 من طرف المؤرخين على غرار Roscher بمقال سنة 1849 بعنوان:

« les crises de production avec considération particulière des dernières décennies »

و بالأخص خلال الأزمة الاقتصادية العالمية سنة 1857 ليتم ترسيخ المصطلح في المعاجم الاقتصادية.

3.1.1. التعريف اللغوي للأزمة:

كما ذكرنا من قبل لا يتمحور المصطلح حول مفهوم واضح بما فيه الكفاية فالأزمة تعني لحظة صعبة وحاسمة بشكل عام في تطور مجتمع ما أو مؤسسة ما، كما تدل كذلك على أنها الفترة التي تشعر فيها الصعوبات الاقتصادية، السياسية و الإيديولوجية بأنها متوترة.²

3.1.1 التعريف الاصطلاحي للأزمة:

هو المصطلح المناسب لجمع كل الحالات الطارئة، سواء كانت سياسية دستورية أو اجتماعية اقتصادية، التي أنتجتها الصناعة والتكنولوجيا واقتصاد السوق الرأسمالي، تحت مفهوم واحد، وجعلها أعراض مرض أو انهيار في التوازن. لهذا السبب، في عام 1854، يمكن لروشر أن يصوغ بأثر رجعي الصيغة العامة: هناك أزمة حيث يسعى المضمون المعدل إلى إنتاج شكل معدل.³

² Hachette le dictionnaire du français (ENAG, 1992), 400

³ Reinhart Koselleck, "Crise," *Tracés. Revue de Sciences humaines*, no. 44, 2023 .
<http://journals.openedition.org/traces/15384> ; <https://doi.org/10.4000/traces.15384>

الأزمة لا تدل بالضرورة على آثار سلبية، إذ "أن المجتمع الذي يتطور هو مجتمع يدمر نفسه بنفسه من أجل أن يتعافى، و بالتالي فهو مجتمع تتكاثر فيه الأحداث"⁴، بحيث أنه لا يمكننا أن نتكلم عن الأزمة دون التطرق للحالة ما قبل الأزمة التي تتسم بالهشاشة إضافة إلى مسببات حدوث الأزمة.

4.1.1 التعريف الاصطلاحي للأزمة الاقتصادية

أما اقتصاديا فتعريف الأزمة يستند إلى طبيعة الدورة الاقتصادية بحيث أنها تتدرج ضمنها، فنجد أن Roscher عرفها على أنها انخفاض الاستهلاك بحيث لا تجد السلع المنتجة طلبا عليها.⁵ أما Kitchin قال أنها تستند إلى الطبيعة الدورية للنمو الاقتصادي خلال فترة ركود الإنتاج.⁶ و هذا ما أكده Attali بأن الأزمة تنعكس في انخفاض الأسعار و المزيد من حالات الإفلاس و انخفاض الإنتاج و التوظيف.⁷

5.1.1 التعريف الاصطلاحي للأزمة المالية

إن الأزمات المالية هي أحداث متكررة في تاريخ الرأسمالية، منذ اندلاع هوس التوليب في عام 1637 وحتى يومنا هذا، لذلك من المهم أكثر من أي وقت مضى المساعدة في فهم الأزمة وتطورها. يقترح Olivier lacoste فهم السمات المشتركة للأزمات المالية السابقة، ومن ثم ما هو مختلف اليوم. والواقع أن الظروف ليست هي نفسها على الإطلاق كما كانت في الثلاثينيات.⁸

كما عرفها (Mishkin, Frederic S, 1992) بأنها اضطراب في الأسواق المالية حيث تصبح مشاكل الاختيار المعاكس والمخاطر الأخلاقية أسوأ بكثير، بحيث تصبح الأسواق المالية غير قادرة على توجيه الأموال بكفاءة إلى أولئك الذين لديهم فرص الاستثمار الأكثر إنتاجية. ونتيجة لذلك، يمكن أن تؤدي الأزمة المالية إلى إبعاد الاقتصاد عن توازن يتميز بارتفاع الناتج الذي يكون فيه أداء الأسواق المالية جيدا إلى اقتصاد ينخفض فيه الناتج انخفاضا حادا.⁹

⁴ R. Sinding, *Qu'est-ce qu'une Crise?* (Presses Universitaires de France, 1981).

⁵ Ibid.

⁶ Joseph Kitchin, "Cycles and Trends in Economic Factors," *Review of Economics and Statistics* 5, no. 1 (1923): 10-16.

⁷ Jacques Attali, "L'ordre par le Bruit," *Communications* 25 (1976): 86-100.

⁸ Odette Lacoste, *Les Crises Financières: Histoires, Mécanismes et Enjeux*, 2nd ed. (Editions Eyrolles, 2015), 11

⁹ Frederic S. Mishkin, "Anatomy of a Financial Crisis," *Journal of Evolutionary Economics* 2 (1992): 115-130.

أما بالنسبة للآزمات الاقتصادية و المالية فيمكن أن تكون:

آزمات دورية: تحدث نتيجة لدورات الاقتصاد الطبيعي، مثل فترات من التوسع والانكماش. رغم أن هذه الآزمات قد تكون حادة، إلا أنها تكون غالباً مؤقتة.

آزمات هيكلية: تحدث عندما يكون هناك فشل أو عيب في الهيكل الاقتصادي العام. قد تشمل هذه الآزمات مشاكل في النظام المالي أو مؤسسات الدولة أو تغييرات كبيرة في القطاعات الاقتصادية الرئيسية.

آزمات مفاجئة: تحدث نتيجة لأحداث غير متوقعة، مثل الحروب، الكوارث الطبيعية، أو الاضطرابات السياسية.

2.1 أنواع الآزمات المالية:

1.2.1 أزمة سعر الصرف:

الإطار المفاهيمي الذي يقدمه Paul Krugman في مقاله الكلاسيكي لعام 1979 و الذي ينتمي إلى نموذج الجيل الأول، يرتكز على فرضية وجود سياسة نقدية تمول عجزاً مالياً حكومياً مستداماً من خلال التوسع في الكتلة النقدية المحلية، وهو ما يولّد ضغوطاً تضخمية داخلية. في إطار نظام صرف ثابت، يقوم البنك المركزي ببيع احتياطياته من العملة الأجنبية للحفاظ على سعر الصرف، مما يؤدي تدريجياً إلى استنزاف تلك الاحتياطيات. وحين تصل هذه الأخيرة إلى مستوى حرج، يفقد النظام مصداقيته، ويقوم المضاربون ببيع العملة المحلية بشكل جماعي، مؤديين إلى انهيار مفاجئ في نظام الصرف الثابت.¹⁰

يبرز النموذج الطبيعية التوقعية للآزمة، حيث لا تحدث الآزمة عند نزوب الاحتياطيات بالكامل، بل عند اللحظة التي يدرك فيها المضاربون حتمية هذا النزوب. وبهذا، فإن الآزمة لا تكون نتيجة صدمة خارجية أو خطأ سياسي مفاجئ، بل تتجلى كحصيلة منطقية ومتوقعة لتراكم اختلالات داخلية.

يقدم هذا الإطار مفهوماً حاسماً لفهم آزمات ميزان المدفوعات في الاقتصادات النامية خلال العقود اللاحقة، حيث أن العديد من تلك الآزمات نشأت في سياقات مشابهة تميزت بجمع غير مستدام بين سياسات مالية توسعية ونظم صرف ثابتة، في ظل انفتاح خارجي على الأسواق المالية.

¹⁰ Paul Krugman, "A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking* 11, no. 3 (1979): 311-325.

و عليه تحدث أزمة العملة عندما يشن المستثمرون هجوما مضاربا على عملة بلد ما بسبب مخاوف من أن تمول الحكومة عجزها المالي عبر طباعة النقود أو تخفض قيمة العملة لتقليص ديونها غير المفهرسة. في ظل الضغط على سعر الصرف، يضطر البنك المركزي إلى إنفاق احتياطياته من العملات الأجنبية للدفاع عن العملة، لكن إذا نفذت هذه الاحتياطيات، تترك العملة لتعويم حر يؤدي إلى تخفيض قيمتها. هذا التخفيض يجعل السلع المحلية أرخص نسبيا، لكنه قد يتسبب في انخفاض الناتج المحلي، وارتفاع التضخم، واضطرابات في الأسواق المالية المحلية والدولية.¹¹

فتنشأ أزمة العملة عندما يهرب المستثمرون من عملة ما بشكل جماعي خوفا من انخفاض قيمتها. وتتسم آزمات العملة بانخفاض مفاجئ في قيمة العملة المحلية، وخسائر كبيرة في احتياطيات البنك المركزي من النقد الأجنبي، و(أو) ارتفاع حاد في أسعار الفائدة المحلية.

فحسب دراسة Goldman Sachs تحدد أزمة سعر الصرف على أساس المتوسط الموزون للتغيرات خلال ثلاثة أشهر في سعر الصرف الحقيقي المرجح بالتجارة والاحتياطيات. وقد تم اختيار الأوزان بناء على معكوس الانحراف المعياري لكل متغير. وتعرف الأزمة على أنها الفترة التي يتجاوز فيها هذا المؤشر مستوى العتبة (الذي يتم تحديده باستخدام انحدار ذاتي إشاري).

و حسب JP Morgan أزمة سعر الصرف هي انخفاض في سعر الصرف الحقيقي الثنائي¹² بنسبة تزيد عن 10% خلال شهر واحد أو 22 يوم عمل.

أما دراسة Frankel and Rose (1996) فعرفت بانخفاض في سعر الصرف الاسمي بنسبة لا تقل عن 25%، ويزيد أيضا بمقدار 10% على التغير الذي حدث في سعر الصرف خلال السنة السابقة.

و بالنسبة لدراسة Kumar, Moorthy & Perraudin (1998) فحصرت أزمة سعر الصرف في انخفاضات في قيمة العملة (اسميا) بنسبة لا تقل عن 5%، 10%، و 15%؛ وقد تكون هذه الانخفاضات إما إجمالية أو غير متوقعة (أي بعد تعديلها وفقا لفروقات أسعار الفائدة بين العملة المحلية المعنية والدولار الأمريكي).¹³

¹¹ Abigail J. Chiodo and Michael T. Owyang, *A Case Study of a Currency of Crisis: The Russian Default of 1998* (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2002), 7.

¹² سعر الصرف الحقيقي الثنائي (Real Bilateral Exchange Rate) هو مقياس يعكس القيمة النسبية لعملة بلد ما مقابل عملة بلد آخر بعد تعديلها وفقا لفروقات في مستويات الأسعار بين البلدين.

¹³ Michael KF Chui, *Leading Indicators of Balance-of-Payments Crises: A Partial Review* (Hong Kong Monetary Authority, 2002), 27.

و من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعتبر أزمة الصرف هي وضع تتعرض فيه العملة المحلية لضغوط شديدة تؤدي إلى انخفاض كبير في قيمتها، سواء من حيث السعر الاسمي أو الحقيقي. ويُعتبر هذا الانخفاض أزمة عندما يتجاوز حداً معيناً، مثل تراجع بنسبة 10% أو 25% خلال فترة قصيرة، أو عند استخدام مؤشرات مركبة تأخذ بعين الاعتبار تغيرات في سعر الصرف واحتياطيات الدولة من النقد الأجنبي. وتستخدم في بعض الدراسات أدوات إحصائية خاصة لتحديد هذا الحد الفاصل الذي يبدأ عنده اعتبار التغير الحاصل "أزمة".

و حسب Chui Michael تعد مسألة تعريف الأزمة محورية في بناء النماذج الاقتصادية، غير أن غياب تعريف موضوعي لها يشكل تحدياً رئيسياً. في الإطار الضيق، تعرف أزمة العملة بأنها تخلي الدولة عن نظام ربط أو نطاق صرفها نتيجة هجمات مضاربة. غير أن تقييم هشاشة سعر الصرف يتطلب أيضاً احتساب الهجمات المضاربة التي يتم التصدي لها باستخدام الاحتياطيات الدولية. بناء عليه، تعتمد معظم نماذج المؤشرات على "مؤشر ضغط الصرف"، الذي يحسب كمعدل مرجح لمعدل انخفاض العملة وتغير الاحتياطيات الدولية. نظراً لغياب أساس نظري لاختيار الأوزان المثلى، يتم تحديدها وفقاً للدقة الإحصائية خلال فترة معينة، مما قد يؤدي إلى تحيزات إذا شملت الفترة أنظمة صرف مختلفة.

في النماذج البنوية، يستخدم مؤشر الضغط كمؤشر تابع، بينما تحوله نماذج الإشارات ونماذج الاختيار الثنائي إلى متغير ثنائي (أزمة/لا أزمة)، حيث تعرف الأزمة عادة بتجاوز المؤشر لمتوسطه بعدد معين من الانحرافات المعيارية. ونظراً لغياب معيار نظري لاختيار العتبة المثلى، يتم اختبار المتانة عبر استخدام مستويات مختلفة من العتبات، مع الإشارة إلى أن النتائج غالباً ما تبقى متماسكة رغم اختلاف هذه المعايير.¹⁴

2.2.1 الأزمة المصرفية:

هناك ظاهرتان متميزتان مرتبطتان بضائقة النظام المصرفي، الصدمات الخارجية التي تؤدي إلى الإعسار، وسحب المودعين خلال "حالات الذعر". وغالباً ما لا يتزامن هذان العاملان المساهمان في التعثر. وتتعلق الاختلافات المركزية بين هاتين الحالتين بتماثل المعلومات المتعلقة بالصدمات التي أدت إلى خسائر القروض. في بعض الأحيان، حدثت خسائر كبيرة في القروض، وارتباك بشأن حدوثها معاً.

¹⁴ Chui, *Leading Indicators of Balance-of-Payments Crises: A Partial Review*, 37.

ففي شيكاغو في منتصف عام 1932، أدت الخسائر في شيكاغو إلى العديد من حالات الفشل، وكذلك إلى عمليات سحب واسعة النطاق من البنوك.¹⁵

و الأزمة المصرفية، في منظور Caprio و Klingebiel، هي حالة من الانهيار الواسع في النظام البنكي، تتجلى عندما تفقد نسبة كبيرة من البنوك قدرتها على الوفاء بالتزاماتها نتيجة لانخفاض صافي قيمتها إلى مستويات تقارب الصفر أو تصبح سالبة. ولا تعد هذه الآزمات مجرد تعبير عن اختلالات مالية ظرفية، بل تمثل أعراضاً لتراكمات هيكلية ناجمة عن تفاعل معقد بين صدمات اقتصادية كلية، واختلالات تنظيمية، وممارسات مصرفية محفوفة بالمخاطر.

فحسب الباحثين تعد الأزمة المصرفية انعكاساً لهشاشة هيكلية في النظام البنكي ناجمة عن مشكلات معلوماتية وتعاقدية، تضعف القدرة على كشف الخسائر واحتوائها في الوقت المناسب. وتزداد خطورة هذه الآزمات في بيئات تتوفر فيها للبنوك حماية حكومية ضمنية، ما يُضعف الانضباط السوقي ويشجع على المخاطرة الزائدة. وبهذا، فإن الأزمة المصرفية لا تقتصر على الفشل المالي الظاهر، بل تشمل أيضاً تعطل وظيفة الوساطة المالية وتدهور كفاءة تخصيص الموارد، بما يؤثر سلباً على الأداء الاقتصادي والسياسات العامة.¹⁶

و عليه فهي الحالات التي يعاني فيها النظام المصرفي أو بنوك معينة من صعوبة في الوفاء بالتزاماتها المالية، مما يؤدي إلى فقدان الثقة بين العملاء والمستثمرين في قدرة البنوك على حماية أموالهم هذا ما يخلق الذعر بين المودعين و كلما انتشر بشكل واسع كلما تفاقمّت الأزمة المصرفية.

3.2.1 الأزمة المزدوجة:

يمكن أن تختلف الآزمات المصرفية وفقاً لما إذا كانت تتزامن مع أحداث مالية أخرى. وتسمى الآزمات المصرفية التي تتزامن مع انهيار العملة بالآزمات "المزدوجة". ويمكن أن تعكس الأزمة المزدوجة سلسلتين مختلفتين من السببية: قد يشجع التخفيض المتوقع لقيمة العملة على سحب الودائع لتحويلها إلى العملة الصعبة قبل تخفيض قيمة العملة (كما حدث في الولايات المتحدة في أوائل عام 1933)؛ أو يمكن أن تتسبب الأزمة المصرفية في تخفيض قيمة العملة، إما من خلال آثارها السلبية على الطلب الكلي أو من

¹⁵ Garrett Jones, "Banking Crises," *Perspectives from the New Palgrave Dictionary of Economics* (Palgrave Macmillan, 2016), 18.

¹⁶ Gerard Caprio and Daniela Klingebiel, "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?," *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996* (1997): 79–108.

خلال التأثير على عرض النقود. ويمكن أن تساهم آزمات الديون السيادية أيضًا في حدوث ضائقة مصرفية عندما تحتفظ البنوك بمبالغ كبيرة من الديون الحكومية.¹⁷

الآزمة المزدوجة وفق Kaminsky و Reinhart (1999) تتمحور حول التفاعل المعقد بين الآزمات المصرفية وآزمات ميزان المدفوعات، ويعرف هذا النوع من الآزمات بوقوع أزمة مصرفية مترامنة مع أزمة في ميزان المدفوعات، حيث تتعزز كل منهما من خلال تأثيرات متبادلة تؤدي إلى تفاقم الوضع الاقتصادي العام. يظهر التحليل أن الآزمات المصرفية غالبًا ما تسبق الآزمات النقدية، غير أن الأخيرة تعمق الأولى من خلال ارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض قيمة الأصول والخصوم المقومة بالعملات الأجنبية، مما يخلق حلقة تغذية راجعة سلبية تكرر الانهيار.

يرتبط وقوع الآزمات المزدوجة بمجموعة من العوامل البنوية والظرفية، على رأسها التحرير المالي الذي يؤدي إلى تدفقات رأسمالية كبيرة وتوسع ائتماني غير مدعوم بمستويات مناسبة من الرقابة المصرفية. كما تلعب الدورة الاقتصادية دورا مهما، حيث تأتي الآزمات عادة في أعقاب فترات من النمو السريع المصحوب بارتفاع أسعار الأصول، يليها تصحيح عنيف للأسواق. وقد حددت الدراسة عددًا من المؤشرات الاقتصادية والمالية التي تنذر بوقوع الآزمات، من بينها ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، التوسع النقدي المفرط، التدهور في شروط التبادل التجاري، وتراجع احتياطات النقد الأجنبي.

يسلط الإطار التحليلي الضوء كذلك على الآليات التي تربط بين السياسات النقدية والمالية من جهة، وهشاشة النظام المالي من جهة أخرى، حيث يؤدي تدخل الدولة لإنقاذ البنوك إلى ضغوط تضخمية تؤثر سلبا على استقرار سعر الصرف، في حين يؤدي رفع أسعار الفائدة للدفاع عن العملة إلى تفاقم المديونية والتخلف عن السداد داخل النظام المصرفي¹⁸. و فيما بعض النماذج للآزمة المزدوجة:

البيان 01: الآزمات المصرفية تؤدي إلى آزمات العملة نموذج فيلاسكو (1987)

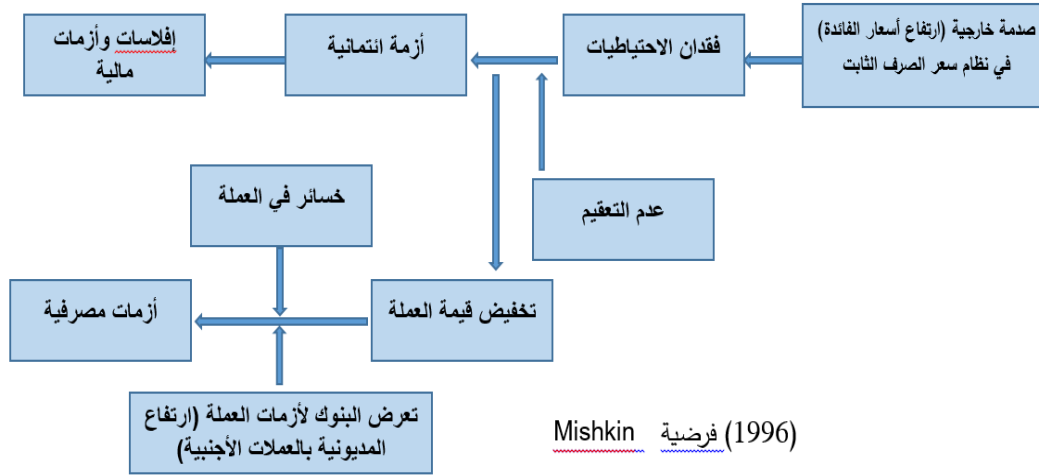


Source : Boyer, Robert, Mario Dehove, and Dominique Plihon. *Les crises financières*. Paris: La documentation française, 2004. P 28.

¹⁷ Jones, "Banking Crises," 18.

¹⁸ Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review* 89, no. 3 (1999): 473-500.

البيان 02: آزمات العملة تؤدي إلى آزمات مصرفية نموذج ستوكر (1994)



Source : Boyer, Robert, Mario Dehove, and Dominique Plihon. *Les crises financières*. Paris: La documentation française, 2004. P 28.

4.2.1 أزمة الديون السيادية:

حسب Zinkovskaya فهي تعكس عجز المقترض الفعلي أو المتصور عن الوفاء بالتزامات السداد، أو عدم رغبته في ذلك، بما في ذلك حالات التخلف عن السداد أحادي الجانب، أو إعادة هيكلة الديون، أو إنقاذ المؤسسات المالية الدولية.¹⁹

أما بالنسبة لـ Reinhart و Rogoff ، تنشأ أزمة الدين السيادي عندما يتجاوز عبء خدمة الدين سواء المحلي أو الخارجي قدرة الدولة على السداد، مما يؤدي إلى خيارين شائعين: إما التخلف الصريح عن السداد، أو التملص الضمني من الالتزامات عبر التضخم المرتفع أو القمع المالي. في هذا السياق، يشدد المؤلفان على أن العديد من الآزمات التي ينظر إليها على أنها "آزمات خارجية" في حقيقتها ترتبط بتراكم كبير في الدين المحلي، وهو ما يفسر ظاهرة ما يسمى "عدم التسامح مع الدين"، حيث تعجز الدول عن تحمل نسب ديون ظاهرها منخفض مقارنة بدول متقدمة.

¹⁹ Elena Zinkovskaya, "The Russian Financial Crisis: An Empirical Investigation," *The International Economy* 2008, no. 12 (2008): 53.

و يركز الباحثين على أنها أزمة متعددة الأبعاد تتجذر في اختلالات مالية داخلية، وتترجم في أشكال مختلفة من الإعسار، سواء عبر التضخم، أو إعادة الهيكلة، أو التخلف الفعلي، ما يستوجب إعادة تقييم أدوات تحليل المخاطر السيادية وأدوات الإنذار المبكر.²⁰

5.2.1 أزمة الأسواق المالية:

تحدث آزمات الأسواق المالية نتيجة اختلالات متراكمة تنشأ خلال فترات ازدهار مالي تغذيها المضاربة والتمويل المفرط بالدين. في هذه المرحلة، يعتمد المستثمرون بشكل متزايد على الاقتراض للاستثمار في أصول ترتفع قيمتها بسرعة. لكن مع بداية تراجع الثقة، يبدأ الدائنون في القلق من قدرة المدينين على السداد، ما يؤدي إلى تقييد الإقراض. في ظل غياب التمويل الجديد، يعجز المدينون عن الوفاء بالتزاماتهم، خاصة أولئك الذين كانوا يعتمدون على القروض لسداد الفوائد. هذا التفاعل بين نقص السيولة وانهيار أسعار الأصول يؤدي إلى سلسلة من الإفلاسات وانكشاف النظام المالي، فتتحول الأزمة إلى انهيار شامل يهدد الاستقرار الاقتصادي.²¹

6.2.1 أزمة الرهن العقاري:

وفقا لغورتون أزمة الرهن العقاري (2007-2008) تندرج ضمن عدسة "الذعر المصرفي" التقليدي، لكن في سياق حديث يتعلق بظهور ما يسمى "النظام المصرفي الخفي". هذا النظام، الذي يشمل آليات مثل التوريق وسوق الريبو، قام بوظائف مصرفية تقليدية خارج الإطار التنظيمي للمصارف. تكمن المشكلة الأساسية في أن هذا النظام اعتمد على "دين غير حساس للمعلومات" أوراق مالية مثل سندات التوريق عالية التصنيف التي تم التعامل معها كضمانات آمنة دون تحليل مخاطر كاف. عندما كشفت أزمة الرهون العقارية عالية المخاطر عن هشاشة هذه الضمانات، تحول الدين إلى "حساس للمعلومات"، مما أدى إلى فقدان الثقة وذعر مؤسسي في سوق الريبو، حيث امتنعت المؤسسات عن تمويل بعضها البعض أو فرضت شروطا أكثر صرامة (زيادة الهيركوت). كانت النتيجة نقسا حادا في الضمانات والسيولة، مما تسبب في انهيار النظام المالي.²²

²⁰ Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, "The Forgotten History of Domestic Debt," *The Economic Journal* 121, no. 552 (2011): 319-350.

²¹ Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Macmillan, 1996).

²² Gary B. Gorton, "Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007," *SSRN Electronic Journal*, 2009. SSRN 1401882.

2. الإطار النظري للآزمات المالية:

1.2 النظرية الكينزية: "إطار نظري لتحليل الديناميات الاقتصادية"

تعد النظرية الكينزية من أهم التحولات الفكرية في علم الاقتصاد خلال القرن العشرين، حيث قدمت نقدا عميقا للنظرية الكلاسيكية التي افترضت أن الأسواق تصل تلقائيا إلى التوازن والتوظيف الكامل عبر آليات الأسعار. في المقابل، طور جون ماينارد كينز، من خلال عمله التأسيسي "النظرية العامة للتشغيل والفائدة والنقود" (1936)، تصورا جديدا يركز على الطلب الكلي كعنصر حاسم في تحديد مستوى النشاط الاقتصادي.

جوهر النظرية الكينزية يتمثل في أن الاقتصادات الحديثة قد تشهد فترات مطولة من البطالة دون أن تتولد قوى تلقائية لإعادة التوازن. ويرجع ذلك إلى قصور في الطلب الكلي، والذي يتكون من الإنفاق الاستهلاكي، والاستثمار الخاص، والإنفاق العام، وصافي الصادرات. ويؤكد كينز أن الاستثمار، بوصفه أكثر مكونات الطلب تقلبا، يتأثر بدرجة كبيرة بالتوقعات النفسية والمناخ العام للثقة، ما يجعل الاقتصاد عرضة للتقلبات والدورات.

من المفاهيم الأساسية في التحليل الكينزي الميل الحدي للاستهلاك، والذي يعبر عن النسبة من الدخل التي يميل الأفراد إلى إنفاقها مقابل الادخار. وكلما زاد الدخل، يتجه الأفراد إلى ادخار نسبة أكبر، ما قد يؤدي إلى فجوة بين الدخل والإنفاق الفعلي، ويؤثر سلبيًا في مستويات التشغيل. في هذا السياق، تبرز "مفارقة الادخار": إذ إن محاولات الأفراد الجماعية لزيادة الادخار قد تقود إلى انخفاض إجمالي في الطلب، وبالتالي إلى تراجع الإنتاج والدخل، مما يضعف الادخار ذاته.

كذلك تعيد النظرية الكينزية النظر في دور سعر الفائدة، حيث ترى أن تخفيض الفائدة لا يضمن بالضرورة تحفيز الاستثمار إذا ساد مناخ من التشاؤم. وهنا تبرز أهمية السياسات المالية والنقدية التوسعية: فحين يفشل القطاع الخاص في ضخ الاستثمارات الكافية، يصبح تدخل الدولة أمرًا حيويًا عبر الإنفاق العام وتحفيز الاستهلاك.

تؤكد النظرية الكينزية، إذن، على مركزية الدور الحكومي في استقرار الاقتصاد، معتبرة أن الركود ليس انحرافاً مؤقتاً عن التوازن، بل نتيجة لبنية النظام الرأسمالي ذاته، التي لا تضمن التشغيل الكامل بشكل تلقائي.²³

2.2 نظرية الهشاشة المالية عند Minsky:

تعد نظرية الهشاشة المالية لمينسكي من أبرز الإسهامات في فهم ديناميات عدم الاستقرار في الاقتصادات الرأسمالية. ففي دراسته "إعادة النظر في عدم الاستقرار المالي: اقتصاديات الكارثة"، يجادل مينسكي بأن الاقتصادات الرأسمالية لا تتجه نحو التوازن كما تقترض النماذج التقليدية، بل تميل بطبيعتها إلى إنتاج دورات متكررة من الاستقرار الظاهري يعقبها اضطراب مالي شديد. ويؤكد أن لحظات الاستقرار الاقتصادي الطويلة ليست مؤشراً على الصحة المالية، بل هي التربة الخصبة التي تنمو فيها بذور الهشاشة.

من الاستقرار إلى الهشاشة: السبب الداخلي لعدم الاستقرار

يرى مينسكي أن التحول من الاستقرار إلى الهشاشة يحدث بصورة داخلية وتدرجية. ففي فترات الازدهار المطول، يتزايد تفاؤل الفاعلين الاقتصاديين بشأن المستقبل، ما يؤدي إلى تغييرات في التوقعات الاستثمارية وتقييم الأصول. ترتفع أسعار الأصول نتيجة إعادة تقييم الأرباح المتوقعة، ويتزايد استعداد المستثمرين والمقرضين لتحمل مخاطر أعلى، بما في ذلك قبول التزامات مالية كانت تعد في السابق غير مضمونة أو غير حكيمة.

هذا الميل إلى مراكمة المخاطر يتجلى في تغير بنية المحافظ الاستثمارية، حيث يجري التحول من الأصول الآمنة والسائلة إلى أصول ذات عوائد أعلى ولكن أقل سيولة وأكثر تقلباً. في هذا السياق، تصبح المؤسسات الاقتصادية أكثر اعتماداً على التدفقات النقدية المستقبلية وعلى إمكانية إعادة التمويل المستمر، وهو ما يزيد من تعقيد الهيكل المالي عبر ما يسميه مينسكي "تراكم الطبقات المالية". وبهذا، ينشأ نظام هش يكون فيه أي اضطراب في التدفقات النقدية أو تمويل الديون كفيلاً بإحداث أزمة.²⁴

دور عدم اليقين والتمويل المفرط:

²³ John Maynard Keynes, "The General Theory of Employment," *The Quarterly Journal of Economics* 51, no. 2 (1937): 209-223.

²⁴ Hyman P. Minsky, "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster," *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism* (1970), 49.

ينقد مينسكي الفرضيات التقليدية التي تقلل من أهمية عدم اليقين، مشدداً على أن قرارات الاستثمار وتخصيص الموارد تتأثر بدرجة الثقة في المستقبل. في البيئات المالية الهشة، قد تؤدي صدمات صغيرة أو حتى تغيرات طفيفة في المزاج العام إلى انهيار الثقة وحدث تحول مفاجئ نحو السيولة، ما يؤدي إلى انخفاض حاد في أسعار الأصول وظهور أزمة. هذا ما يجعل النظام عرضة لصدمات لا تكون في حد ذاتها جسيمة، ولكن في ظل هشاشة داخلية، تصبح آثارها مضخمة.

السياسة النقدية وحدود تأثيرها في أوقات الابتهاج المالي:

يرى مينسكي أن السياسة النقدية التقليدية، عندما تعتمد على تشديد شروط الائتمان ورفع أسعار الفائدة ("المال الضيق")، لا تكون دائماً فعالة في كبح التوسع المالي المفرط. ففي فترات "الابتهاج المالي"، تظل شهية المخاطرة مرتفعة، وقد لا يستجيب الاقتصاد بشكل تقليدي لقيود الائتمان. وتكون فعالية هذه السياسات مشروطة بقدرتها على إحداث صدمة نفسية أو أزمة محدودة تقضي إلى إعادة تقييم المخاطر وإعادة هيكلة المحافظ المالية نحو مزيد من التحفظ.²⁵

عدم الاستقرار بوصفه ظاهرة ذاتية النشوء:

أبرز ما يميز تحليل مينسكي هو اعتباره عدم الاستقرار المالي ظاهرة ذاتية النشوء. فالنظام نفسه ينتج، عبر آلياته الداخلية، ديناميات تدفع به من الاستقرار إلى الهشاشة. فترات الرخاء تغذي توقعات مفرطة بالتوسع، ما يشجع على التوسع في التمويل بالدين، ويقلص هوامش الأمان. ومن هنا، فإن الاستقرار لا يضمن الاستمرارية، بل يولد ظروف عدم الاستقرار اللاحق.²⁶

الأزمة ودور السلطات النقدية:

تحدث الأزمة المالية، وفق مينسكي، عندما تعجز الوحدات الاقتصادية عن تلبية التزاماتها المالية باستخدام التدفقات النقدية المعتادة، فتضطر إلى تسهيل الأصول بأسعار منخفضة، ما يفاقم الوضع ويهدد الاستقرار النظامي. ويمكن أن تتصاعد هذه الآزمات بسرعة لتشمل القطاع المالي بأكمله. في هذه الحالات، يبرز مينسكي الدور المحوري للبنك المركزي بوصفه "المقرض الأخير"، القادر على احتواء الأزمة ومنع انهيار

²⁵ Minsky, "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster," 7.

²⁶ Ibid., 49.

شامل في أسعار الأصول. غير أن التدخل الناجح لا يمنع بالضرورة الركود اللاحق، بل يفتح المجال أمام دورة جديدة من إعادة هيكلة الأصول، وغالباً ما يتبع الأزمة فترة من الانكماش والتحفظ المالي.²⁷

و من خلاله تكشف نظرية الهشاشة المالية لمينسكي عن منطق داخلي غير مستقر يحكم عمل النظام الرأسمالي، حيث تؤدي فترات الاستقرار الظاهري إلى تراكم عوامل الخطر التي تؤسس للآزمات المستقبلية. ومن هذا المنظور، فإن الآزمات ليست شذوذاً عن القاعدة، بل نتيجة طبيعية لديناميات الاقتصاد نفسه. ويضع هذا الفهم تحديات عميقة أمام صانعي السياسات النقدية والمالية، تتجاوز إدارة الدورات التقليدية إلى التعامل مع الطبيعة المتقلبة والمتغيرة ذاتياً للنظام المالي.

3.2 نظريات عدم تماثل المعلومات: توجد فيها عدة نظريات منها:

تقدم نظرية عدم تماثل المعلومات (Akerlof, 1970) إطاراً تحليلياً لتأثير التفاوت في المعرفة بين الأطراف على كفاءة الأسواق. في نموذج "سوق الليمون"، يظهر أكرلوف كيف يؤدي عدم قدرة المشتريين على تمييز جودة السيارات المستعملة (الجيدة مقابل الرديئة) إلى انخفاض السعر ليعكس الجودة المتوسطة فقط، مما يدفع البائعين ذوي السيارات الجيدة للانسحاب من السوق. هذه الديناميكية تولد "اختياراً عكسياً" حيث تهيمن السلع الرديئة ("الليمون")، مما قد يؤدي إلى فشل السوق. تعمم النظرية على سياقات مثل التأمين (ارتفاع أقساط المخاطر العالية) وأسواق العمل (صعوبة تقييم المهارات)، وتقتصر حلولاً مؤسسية كالضمانات والعلامات التجارية لتعويض نقص المعلومات. تبرز النظرية دور "الثقة" كأساس للتبادل الاقتصادي، وتؤكد أن غيابها يزيد تكاليف المعاملات ويحد من كفاءة السوق.²⁸

أما بالنسبة لتقديم ورقة Stiglitz و Weiss (1981) "التمييز الائتماني في أسواق المعلومات غير الكاملة" تحليلاً نظرياً لآليات التقنين الائتماني في ظل عدم تماثل المعلومات بين المقرضين (البنوك) والمقرضين (المستثمرين). تبرز الدراسة كيف أن ارتفاع أسعار الفائدة لا يؤدي بالضرورة إلى تحقيق التوازن في سوق الائتمان، بل قد يزيد من الاختيار العكسي عن طريق جذب مشاريع أكثر خطورة، مما يقلل العائد المتوقع للبنوك. يظهر النموذج أنه عند مستوى معين من سعر الفائدة، تفضل البنوك تقنين الائتمان بدلاً من رفع الأسعار، لتجنب تدهور جودة محفظة المقرضين.

²⁷ Minsky, "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster," 81.

²⁸ George A. Akerlof, "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism," in *Uncertainty in Economics*, edited by Peter Diamond and Michael Rothschild (Academic Press, 1978), 235-251.

تتوسع النظرية في تحليل المخاطر الأخلاقية، حيث قد يدفع ارتفاع الفائدة المقترضين إلى تبني مشاريع أكثر خطورة، مما يقلل احتمالات السداد. في المقابل، تدرس النظرية أيضا سيناريوهات الانتقاء الإيجابي حيث يؤدي ارتفاع الأسعار إلى خروج المقترضين الأضعف، لكنها تظهر أن التوازن في هذه الحالة قد يتضمن إقراضًا زائدًا لمشاريع غير مربحة بسبب الدعم المتبادل بين المقترضين.

تخلص النظرية إلى أن فشل السوق في تخصيص الائتمان بكفاءة ناتج عن عدم قدرة البنوك على تمييز جودة المقترضين بدقة، مما يبرر تدخل السياسات العامة لتحسين تدفق المعلومات أو تنظيم أسعار الفائدة. تعد هذه النظرية حجر أساس في اقتصاديات المعلومات، وتطبق على نطاق واسع في تحليل أسواق الائتمان، التأمين، وسياسات التنمية.²⁹

4.2 نظرية الهوس والذعر والانهياريات:

يقدم Kindleberger, Charles في كتابه "الهوس والذعر والانهياريات: تاريخ الأزمات المالية" نظرية كلاسيكية تفسر الدورات المالية عبر التاريخ، مركزا على آلية تشكل الفقاعات المالية وانهارها. تستند النظرية إلى فرضية أن الأسواق تمر بمراحل متكررة من الهوس الناتج عن التوسع الائتماني والمضاربة غير العقلانية، يليه الذعر عند انكشاف اختلالات التقييم، لينتهي بالانهيار.

يبرز كيندلبرجر دور العوامل السلوكية (مثل الجشع والقطيعية) والتوسع غير المراقب في الائتمان كمحرك رئيسية للفقاعات، مستشهدًا بأمثلة تاريخية كـ "هوس التوليب" في القرن السابع عشر. كما يدمج نموذج مينسكي لشرح كيف تؤدي مراحل الاستقرار المالي إلى تراكم المخاطر عبر ثلاث مراحل: التمويل المتحوط، ثم المضاربي، وأخيرا الهرمي، الذي ينتهي بأزمة سيولة.

تؤكد النظرية على حتمية الانهيار بسبب عدم استدامة الفقاعات، حيث يدفع هروب "المطلعين" إلى تصحيح عنيف للأسعار. كما ينتقد كيندلبرجر فشل السياسات في كبح هذه الدورات بسبب الإفراط في الثقة ونسيان الدروس التاريخية. تقدم النظرية تحذيرا للسياسيين والمستثمرين بضرورة مراقبة التوسع الائتماني وتجنب الاندفاع القطيعي، مع التأكيد على أهمية التنظيم المالي لمنع التكرار الحتمي للآزمات.³⁰

²⁹ Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *The American Economic Review* 71, no. 3 (1981): 393-410.

³⁰ Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Macmillan, 1996).

5.2 نظرية الدين و الإنكماش:

تعد نظرية Fisher Irving حول "الدين والانكماش" (1933) من أبرز الإسهامات التحليلية في فهم ديناميكيات الكساد الاقتصادي العميق، ولا سيما الكساد العظيم (1929-1933). تنطلق هذه النظرية من فرضية مركزية مفادها أن التوسع المفرط في الاقتراض خلال فترات الازدهار الاقتصادي يؤدي إلى حالة من المديونية المفرطة، والتي تصبح نقطة الانطلاق لانكماش اقتصادي حاد عند حدوث صدمة. ينتج هذا التراكم المفرط للدين سلسلة مترابطة من التفاعلات الانكماشية تبدأ عندما يجبر المدينون على تصفية أصولهم لتسديد الالتزامات، مما يؤدي إلى ضغوط بيعية وانكماش في الكتلة النقدية.

هذا الانكماش النقدي، نتيجة تقليص الودائع وانخفاض سرعة تداول النقود، يترجم إلى انخفاض عام في مستويات الأسعار، وهو ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع القيمة الحقيقية للديون القائمة. يتسبب هذا التغير في زيادة العبء المالي على المدينين، ويؤدي إلى تدهور صافي القيمة المالية للمؤسسات والأفراد، وارتفاع معدلات الإفلاس، وتراجع الإنتاج والأرباح. مع تعمق الأزمة، تنتشر مشاعر عدم اليقين والتشاؤم، فتتقلص الاستثمارات ويتراجع النشاط الاقتصادي أكثر فأكثر في حلقة انكماش ذاتية التعزيز.

يشير فيشر إلى أن هذه الآلية تقضي إلى "المفارقة الكبرى"، حيث تؤدي جهود سداد الديون إلى نتائج عكسية، إذ ترتفع الكلفة الحقيقية للديون بدل انخفاضها. وترى النظرية أن الانكماش النقدي ليس مجرد ظاهرة سعرية محايدة، بل قوة مزعزعة تؤدي إلى تفكك البنية الاقتصادية، وتشبه آثارها بانقلاب القارب. من هذا المنطلق، ينتقد فيشر النهج التقليدي القائم على مبدأ "دعه يعمل"، ويؤكد على ضرورة تبني سياسات إعادة التضخم بهدف استعادة مستوى الأسعار الاسمي قبل الأزمة. أسهمت هذه النظرية في وضع الأسس الفكرية لنقاشات لاحقة حول الاستقرار المالي و دور السياسات النقدية في منع الأزمات، ومن أبرز من طورها لاحقا هو هايمان مينسكي في تحليله لديناميكيات عدم الاستقرار المالي.³¹

6.2 المدرسة النمساوية ونظرية دورة الأعمال:

وفقا لتحليل Von Mises, Ludwig ، تنشأ الدورة الاقتصادية نتيجة تدخل النظام المصرفي، غالبا بتحفيز من البنك المركزي، في توسيع حجم الائتمان المتداول بشكل مصطنع يتجاوز المدخرات الحقيقية المتاحة في الاقتصاد. هذا التوسع الائتماني، غير المدعوم بزيادة فعلية في الادخار، يؤدي إلى خفض سعر الفائدة في السوق إلى ما دون مستواه الطبيعي، أي المستوى الذي يعكس التفضيلات الزمنية الحقيقية

³¹ Irving Fisher, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica* 1, no. 4 (1933): 337–357.

للأفراد بين الاستهلاك الحاضر والادخار من أجل الاستهلاك المستقبلي. ويؤدي هذا الانخفاض المصطنع في تكلفة التمويل إلى دفع رواد الأعمال نحو إطلاق مشاريع استثمارية، لا سيما في المراحل العليا من الإنتاج التي تتطلب رؤوس أموال كبيرة وأفقاً زمنياً طويلاً، وهي مشاريع لم تكن لتبدو مجدية في ظل شروط السوق الطبيعية.

ينجم عن هذه الديناميكية حالة من الازدهار الاقتصادي الظاهري، تتسم بتوسع ملحوظ في النشاط الاستثماري، إلا أنها تقوم على سوء تخصيص للموارد أو ما يعرف في أدبيات المدرسة النمساوية بـ"الاستثمارات الخاطئة" ويكمن جوهر المشكلة في أن هذا الازدهار لا يستند إلى تحسن حقيقي في الأسس الاقتصادية، بل إلى تشوهات ناتجة عن وفرة ائتمانية غير مستدامة.

ومع تراكم الضغوط الناتجة عن شح الموارد الحقيقية، وارتفاع تكاليف عناصر الإنتاج، أو تقاوم التضخم نتيجة استمرار السياسة التوسعية، يعود سعر الفائدة في السوق تدريجياً إلى مستواه الطبيعي. عند هذه النقطة، تتكشف هشاشة وجدوى العديد من المشاريع التي أطلقت خلال فترة الازدهار، إذ يتضح أنها تقتصر إلى الجدوى الاقتصادية الحقيقية في ظل الشروط الجديدة.

وعليه، تمثل الأزمة أو "الكساد" لحظة تصحيح ضرورية، يعيد فيها السوق تخصيص الموارد نحو استخدامات أكثر اتساقاً مع التفضيلات الفعلية للمستهلكين والمدخرات المتوفرة. وبهذا المعنى، لا تعد الأزمة انحرافاً طارئاً أو خلافاً منفصلاً عن الدورة الاقتصادية، بل تمثل المرحلة الضرورية التي تعيد النظام الاقتصادي إلى حالة من التوازن بعد الاختلالات التي أحدثها التوسع الائتماني المصطنع خلال فترة الازدهار.³²

7.2 نظرية الابتكار:

تعد نظرية الابتكار عند Schumpeter حجر الأساس في تحليل التغير الاقتصادي داخل النظام الرأسمالي، حيث ينظر إلى الابتكار كقوة دافعة لعملية "التدمير الخلاق" التي تؤدي إلى تجاوز الأوضاع القائمة وخلق فرص جديدة للنمو والتحول الهيكلي. وقد صنف شومبيتر الابتكار إلى خمسة أنواع: سلع جديدة، طرق إنتاج جديدة، أسواق ومصادر جديدة، وأشكال تنظيمية مبتكرة، مشدداً على دور رائد الأعمال في إدخال الابتكارات الجذرية وتحقيق الأرباح الاستثنائية.

³² Ludwig Von Mises, *The Theory of Money and Credit* (1953; repr., Ludwig von Mises Institute, 2009), 357.

في المقابل، توسعت "الشومبيترية الجديدة" في فهم الابتكار، معتبرة إياه عملية غير خطية ومؤسسية تشمل مراحل متعددة، من البحث والتطوير إلى الانتشار. كما تميز بين الابتكارات الجذرية، التي تحدث تحولات كبيرة، والتزايدية التي تحسن المنتجات القائمة. لم يعد الابتكار يعزى فقط لريادة الأعمال الفردية، بل يفهم كنتيجة لتفاعلات بين فاعلين متعددين ضمن "أنظمة الابتكار" (مثل الشركات، الجامعات، مراكز البحث، والحكومات) في سياقات جغرافية ومؤسسية محددة.

وتفسر الشومبيترية الجديدة دورات الأعمال من خلال موجات الابتكار التي تأتي في "عناقيد"، مسببة فترات ازدهار يعقبها تباطؤ، ما يعكس الطبيعة المتقطعة للتجدد الرأسمالي. بذلك، توفر هذه النظرية إطاراً شاملاً لفهم التحول الاقتصادي المستمر ودور الابتكار في إعادة تشكيل البنية الإنتاجية.³³

3. النماذج المفسرة للأزمات المالية:

1.3 نماذج الجيل الأول

(1979 Krugman Paul, et Flood, Robert P., and Peter M. Garber):

تُعد "نماذج الجيل الأول" لتفسير الأزمات المالية للعمليات إحدى الإسهامات الأساسية في الأدبيات الاقتصادية، وقد تأسست بشكل رئيسي على عمل Krugman Paul سنة 1979. انطلقت هذه النماذج من ملاحظة أن العديد من الأزمات النقدية لم تكن ناتجة عن صدمات خارجية مفاجئة، بل عن سياسات اقتصادية غير مستدامة أدت تدريجياً إلى تآكل الأسس الاقتصادية الكلية، مما جعل وقوع الأزمة أمراً حتمياً. يقدم Krugman إطاراً نظرياً بسيطاً ولكنه قوياً لفهم الكيفية التي تتسبب بها الاختلالات المالية الداخلية في انهيار أنظمة سعر الصرف الثابت.

فمع نهاية السبعينات، لاحظ الاقتصاديون تكرار ظاهرة فقدان الدول لاحتياطياتها من العملات الأجنبية وانهيار أنظمة صرفها الثابتة. في هذا السياق، طور كروغمان نموذجاً يوضح أن مصدر الأزمات يكمن في السياسات المالية والنقدية المحلية، لا في أحداث مفاجئة أو مضاربة غير مبررة.

فوفق هذا النموذج تحدث الأزمة في عدة مراحل كالآتي:

المرحلة الأولى:

³³ Horst Hanusch and Andreas Pyka, eds., *Elgar Companion to Neo-Schumpeterian Economics* (Edward Elgar Publishing, 2007), 146.

- تتبنى الحكومة سياسة مالية توسعية ممولة عبر طباعة النقود.
- يستمر البنك المركزي في الدفاع عن سعر الصرف الثابت، مما يتطلب استخدام احتياطاته الدولية لتلبية طلب السوق.

مرحلة التدهور التدريجي:

- يؤدي التضخم المحلي إلى تآكل القدرة التنافسية الخارجية.
- يبدأ نزيف الاحتياطات الأجنبية بشكل تدريجي مع اتساع العجز الخارجي.

مرحلة الهجوم المضاري:

- مع اقتراب الاحتياطات من مستوى حرج، تتشكل توقعات عقلانية لدى المضاربين بانهيار وشيك لسعر الصرف.
- ينتج عن ذلك هجوم مضاري فجائي يستنزف ما تبقى من الاحتياطات خلال فترة قصيرة.

النتيجة النهائية:

- ينهار نظام سعر الصرف الثابت.
- يتم الانتقال إلى نظام سعر صرف مرن أو يتم تخفيض قيمة العملة رسمياً.³⁴

يظهر نموذج Krugman (1979) بوضوح أن الأزمات المالية ليست نتيجة لمضاربة مفرطة أو أحداث عشوائية، بل هي نتاج حتمي لسياسات اقتصادية غير متسقة مع الحفاظ على سعر صرف ثابت. غير أن هذا النموذج يفترض مثالية في تصرفات المضاربين (توقعات عقلانية كاملة)، ويتجاهل أحيانا العوامل السياسية أو الأزمات الائتمانية المفاجئة التي قد تعجل بحدوث الأزمة أو تؤدي إلى انحراف عن المسار المتوقع. كما أن تبسيطه للعلاقات الاقتصادية قد لا يعكس تمامًا التعقيدات التي تظهر في بعض الحالات الواقعية، حيث يمكن أن تلعب التوقعات الذاتية أو السياسات المفاجئة دورا أكبر مما يسمح به النموذج.

في سنة 1984، قدم Peter M. Garber Flood, Robert تطويرا مهما لنماذج الجيل الأول للأزمات المالية التي أسسها كروغمان سنة 1979. اعتمد الباحثان على بناء نموذجين خطيين لدراسة

³⁴ Krugman, "A Model of Balance-of-Payments Crises," 311-325.

توقيت انهيار أنظمة سعر الصرف الثابت. يتمثل الإسهام الأول في إنشاء نموذج زمني مستمر مع توقعات مثالية، يسمح بحساب توقيت الانهيار بشكل دقيق عبر إدخال مفهوم "سعر الصرف الظلي العائم"، مما يمكن من ربط نظام سعر الصرف الثابت بالتحول إلى التعويم عند لحظة الانهيار. أما الإضافة الثانية، فتكمن في تطوير نموذج زمني منفصل يحتوي على عناصر عشوائية، حيث تصبح لحظة الانهيار غير متوقعة بدقة بل تخضع لتوزيع احتمالي داخلي مرتبط بتطور الأساسيات الاقتصادية، ما يؤدي إلى نشوء خصم آجل على العملة الثابتة حتى قبل حدوث الانهيار، وهي ظاهرة معروفة في الأسواق الواقعية تحت مسمى "مشكلة البيزو". هكذا تجاوز الباحثان محدودية نماذج التوقع المثالي التي تفترض معرفة كاملة بتوقيت الأزمة، وأدخلا عدم اليقين كعنصر جوهري يفسر السلوك المضاربي والانهيار التدريجي لأنظمة الصرف الثابتة.³⁵

2.3 نماذج الجيل الثاني (Obstfeld, Maurice) (1979):

تعتبر نماذج آزمات العملة من الجيل الثاني، كما قدمها موريس أوبستفيلد (1996)، إطاراً نظرياً يحاول تفسير حدوث الآزمات النقدية حتى في ظل ظروف اقتصادية قد تبدو مستدامة. على عكس نماذج الجيل الأول (مثل نموذج Krugman 1979)، التي ركزت على اختلالات الاقتصاد الكلي الأساسية كسبب وحيد للآزمات، تبرز نماذج الجيل الثاني دور التوقعات الذاتية والتنسيق بين المتعاملين في السوق كعوامل محورية في تفجير الآزمات. يتميز هذا الجيل بفكرة "الوفاء الذاتي"، حيث تصبح الهجمات المضاربة نبوءة تتحقق بفعل تصرفات المشاركين في السوق.

استند Obstfeld إلى أزمة النظام النقدي الأوروبي (EMS) في 1992-1993، حيث تعرضت عملات مثل الفرنك الفرنسي والكرونة الدنماركية لهجمات مضاربة على الرغم من عدم وجود اختلالات اقتصادية واضحة. كما تطرق لجوانب من آزمات أخرى مثل أزمة المكسيك في 1994-1995.

أظهرت هذه الآزمات أن الهجمات المضاربة يمكن أن تنجح حتى عندما تكون السياسات الاقتصادية سليمة، مما دفع إلى تطوير نماذج تعكس دور التوقعات الاستراتيجية.

قدم Obstfeld نموذجاً مبسطاً يصور التفاعل بين المضاربين والحكومة عبر ألعاب استراتيجية. في هذا النموذج، تحدد مستويات الاحتياطي الحكومية طبيعة التوازنات المحتملة:

³⁵ Robert P. Flood and Peter M. Garber, "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples," *Journal of International Economics* 17, no. 1-2 (1984): 1-13. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(84\)90002-3](https://doi.org/10.1016/0022-1996(84)90002-3)

- احتياطات عالية: لا يوجد حافز للمضاربة، والثبات النقدي هو التوازن الوحيد.
 - احتياطات منخفضة: الهجوم المضارب هو التوازن الوحيد.
 - احتياطات متوسطة: تظهر توازنات متعددة، منها توازن "الوفاء الذاتي" حيث يعتمد نجاح الهجوم على تنسيق المضاربين.
- و في حالات الاحتياطات المتوسطة، تصبح المضاربة استراتيجية مكملية، حيث يعتمد ربح كل مضارب على مشاركة الآخرين.
- ثم بعد ذلك قدم نموذجاً ديناميكياً يربط بين سياسة سعر الصرف ومعدل البطالة. تستخدم الحكومة دالة خسارة لتقييم المفاضلة بين الحفاظ على سعر الصرف الثابت وتحقيق أهداف التوظيف.
- تؤثر العوامل الأساسية (مثل معدل البطالة الطبيعي) على نطاق التوازنات الممكنة، حيث يمكن لصدمة عشوائية (مثل تغير التوقعات) أن تدفع الاقتصاد نحو توازن الأزمة. واستخلص عدة شواهد مبكرة للأزمة:
- ديون القطاع العام: ارتفاع أسعار الفائدة بسبب توقعات التخفيض يزيد عبء الديون، مما يدفع الحكومة للتخلي عن سعر الصرف.
 - القطاع المصرفي: الضغوط على البنوك بسبب ارتفاع الأسعار قد تدفع الحكومة إلى التخفيض لتجنب انهيار النظام المالي.
 - تأثيرات العدوى: آزمات عملة واحدة قد تنتشر إلى دول أخرى بسبب ترابط الأسواق.
 - أدلة تجريبية: أشارت دراسات (مثل Eichengreen, Rose and Wvylisz 1995) إلى تنوع العوامل المسببة للآزمات، مما يعزز فكرة وجود عناصر "وفاء ذاتي"³⁶.
- رغم مساهمة نماذج الجيل الثاني في تفسير آزمات العملة التي تقتصر إلى اختلالات اقتصادية واضحة، إلا أنها تواجه عدة انتقادات:

³⁶ الوفاء الذاتي (أو النبوءة المحققة لذاتها) يشير إلى حالة تصبح فيها توقعات أو تصرفات المشاركين في السوق سبباً في تحقيق النتيجة المتوقعة، حتى لو لم تكن هذه النتيجة حتمية بناءً على العوامل الاقتصادية الأساسية وحدها. وقد تحدث في الهجوم المضاربي على العملة، أو في سحب الودائع من البنوك، أو في الديون السيادية إذا توقع المستثمرون تخلفاً عن السداد، يرفضون إقراض الحكومة.

³⁷ Maurice Obstfeld, "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features," *European Economic Review* 40, no. 3-5 (1996): 1037-1047.

• صعوبة القياس: يصعب تحديد متى تكون الأزمة "وفاة ذاتيا" بسبب تشابك العوامل الأساسية والتوقعات.

• الاعتماد على افتراضات صارمة: مثل افتراض التنسيق الكامل بين المضاربين، والذي قد لا يتحقق دائما في الواقع.

• إغفال العوامل الهيكلية: مثل دور المؤسسات والسياسات الطويلة الأجل في تحديد مصداقية سعر الصرف.

مع ذلك، تظل هذه النماذج إطارا قويا لفهم التفاعل بين السياسات الاقتصادية وتوقعات السوق، خاصة في ظل تعقيد الأسواق المالية الحديثة.

3.3 النماذج من الجيل الثالث:

أدى الهجوم الأول على ربط العملة التايلندية في مارس 1997 إلى دفع العديد من العملات الآسيوية مثل البات التايلندي، الروبية الإندونيسية، الون الكوري، والرينغيت الماليزي إلى خفض قيمتها. هذا الاضطراب المالي المفاجئ في آسيا دفع إلى إعادة التفكير في طبيعة وأسباب الآزمات المالية. قبل بداية الآزمات، كانت معظم الحكومات المعنية لا تعاني من عجز مالي كبير، ولم تكن تتبع سياسات نقدية توسعية مفرطة. كما كانت معدلات التضخم والبطالة منخفضة، مما استبعد الأهداف الاقتصادية المتضاربة كما في النماذج من الجيل الثاني. وقد جلبت الأزمة اهتماما خاصا لتحلل ميزانيات البنوك والشركات قبل الأزمة، حيث كانت مشكلة المخاطر الأخلاقية (الاقتراض المفرط داخليا ودوليا) وأزمة السيولة في القطاع الخاص بعد انهيار نظام العملة من الأسباب الرئيسية للآزمات. في هذا السياق، تم تطوير نماذج جديدة تعرف بـ"النماذج من الجيل الثالث"، والتي تجمع بين عناصر من النماذج السابقة مع إدخال قطاع المصارف لتحليل الآزمات المالية الحديثة. و من بين أهم المنظرين لنماذج الجيل الثالث:

:Paul Krugman

في إطار نماذج الجيل الثالث لتفسير الآزمات المالية، تبرز مساهمة كروغمان (1999) بإدماجه بعدين أساسيين أغفلتهما النماذج السابقة: ضعف الميزانيات العمومية للشركات ودور تدفقات رؤوس الأموال في اختلال سعر الصرف الحقيقي. فقد بين أن الانخفاض الحاد في قيمة العملة، في ظل انكشاف واسع للدين الخارجي، يؤدي إلى تدهور قدرة الشركات على التمويل والاستثمار، مما يعمق الانكماش الاقتصادي. كما

أظهر أن تدفقات رأس المال خلال فترات الرواج تخلق تقديرًا مفرطًا للعملة، يضعف التنافسية ويزيد من هشاشة الحساب الخارجي. وبذلك، يوفر النموذج تفسيرًا متكاملًا يجمع بين اختلالات القطاعين المالي والحقيقي في الأزمات.³⁸

:Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti, Nouriel Roubini

تتميز نماذج الجيل الثالث للأزمات المالية، كما طورها كورسيتي وبيسينتي وروبيني (1999)، بدمجها التحليل الهيكلي للمخاطر الداخلية مع ديناميكيات الأسواق المالية الدولية، حيث تفسر الأزمات كنتيجة لتفاعل هشاشة النظام المالي المحلي مع تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الخارجية. يبرز النموذج ضعف مؤسسات الإشراف المصرفي وتراكم الدين الأجنبي قصير الأجل، مما يعرض الاقتصادات لهجمات مضاربة حادة. كما يولي النموذج أهمية بالغة لسلوكيات الأسواق مثل القطيع والعدوى، التي تضخم الأزمة عبر انتقال الصدمة بين الدول ذات الأسس الاقتصادية المختلفة.

بالإضافة إلى ذلك، يشير النموذج إلى دور المخاطر الأخلاقية الناشئة عن التوقعات الضمنية لتدخلات حكومية لدعم البنوك والشركات، مما يؤدي إلى تشجيع الممارسات المالية غير المستدامة وزيادة التعرض للصدمات. من خلال هذا الإطار، توفر نماذج الجيل الثالث تفسيرًا متكاملًا للأزمات التي تجمع بين الاختلالات الهيكلية، ضعف الإشراف المالي، وسلوك السوق غير العقلاني، مع إبراز الأثر الحاسم لتفاعلات القطاع المالي والاقتصاد الحقيقي في ديناميكيات الأزمة والتعافي.³⁹

:Chang, Roberto, Andres Velasco

قدم تشانغ وفيلاسكو (1999) إضافة نوعية لنماذج الجيل الثالث للأزمات المالية من خلال تركيزهما على أزمات السيولة الدولية، حيث بينا أن الاقتصادات الناشئة قد تتعرض لانهيئات مالية حتى في ظل أسس اقتصادية كلية سليمة، نتيجة عدم تطابق آجال استحقاق الديون الخارجية مع حجم الاحتياطات المتاحة بالعملة الأجنبية. يظهر نموذجهما أن فقدان الثقة من قبل المستثمرين يمكن أن يولد أزمة ذاتية التحقق، عبر امتناعهم عن تجديد التمويل قصير الأجل، ما يؤدي إلى ضغوط على سعر الصرف وميزان المدفوعات. وبهذا، وسع الباحثان نطاق تفسير الأزمات ليشمل اختلالات السيولة كعامل مستقل، مؤكدتين

³⁸ Paul Krugman, "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises," *International Tax and Public Finance* 6 (1999): 459-472.

³⁹ Giancarlo Corsetti et al., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," *Japan and the World Economy* 11, no. 3 (1999): 305-373.

على أهمية السياسات الوقائية مثل إدارة الدين الخارجي، وتعزيز الاحتياطات، واعتماد نظم صرف أكثر مرونة للحد من الهشاشة المالية.⁴⁰

الجدول 01: المقارنة بين النماذج الثلاثة المفسرة للآزمات

الخاصية	الجيل الأول	الجيل الثاني	الجيل الثالث
نظام سعر الصرف	خاضع للرقابة	خاضع للرقابة	خاضع للرقابة
السياسات الاقتصادية	سياسات مالية توسعية مع تمويل العجز بطباعة النقود	لا توجد تناقضات واضحة، لكن اعتبارات داخلية (مثل البطالة) قد تدفع لتغيير السياسات	لا توجد تناقضات واضحة، لكن المخاوف من سلامة القطاعين المصرفي والخاص تؤدي إلى تحويل المحافظ
سلوك المستثمرين	رد فعل على تناقض السياسات مع نظام الصرف	تشاؤم يؤدي إلى تحويل المحافظ رغم السياسات السليمة	تشاؤم بشأن المتانة المالية يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال
كفاءة الأسواق	تفترض الكفاءة، ولا تؤخذ الهياكل التنظيمية والمؤسسية في الحسبان	تفترض الكفاءة، ولا تؤخذ الهياكل أو الميزانيات بعين الاعتبار	تفترض كفاءة محدودة، والهياكل الضعيفة والميزانيات مهمة جداً
أثر الأزمة على الناتج	لا انخفاض في الناتج	إمكانات نمو أسرع بعد الانهيار	نمو أبطأ بسبب ضرر الميزانيات
المؤشرات المبكرة	انخفاض تدريجي في الاحتياطات وارتفاع الفائدة	لا توجد مؤشرات إنذار مبكر	لا توجد مؤشرات واضحة، لكن يمكن تتبع تراكم المخاطر
الجهة المسؤولة عن الأزمة	الحكومة	المضاربون	المضاربون والمخاطر المؤسسية

Source: Fatih Ozatay and Guven Sak, "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis," *Brookings Trade Forum* 2002, no. 1 (2002): 3.

⁴⁰ Roberto Chang and Andres Velasco, "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy," *NBER Macroeconomics Annual* 14 (1999): 11-58.

4. تاريخ الأزمات الاقتصادية و المالية:

تعد الأزمات المالية والاقتصادية ظواهر متكررة في التاريخ الاقتصادي العالمي، لما لها من آثار عميقة على استقرار الدول ومصير المجتمعات. ويكشف تتبع تاريخ هذه الأزمات عن أنماط متشابهة في الأسباب والنتائج، رغم اختلاف السياقات الزمانية والمكانية. و نستعرض فيما يلي أبرز الأزمات التي عرفها العالم.

1.4 أزمة هوس التوليب 1637:

يعد "هوس التوليب الهولندي" أو ما يعرف بمضاربات التوليب أو فقاعة التوليب، أول مثال مسجل في التاريخ على فقاعة اقتصادية ناجمة عن المضاربات. وقعت هذه الفقاعة خلال العصر الذهبي لهولندا، بين عامي 1634 و1637، حينما ارتفعت أسعار بصيلات التوليب بشكل غير مسبوق ثم انهارت بعد ذلك. وكان هذا الحدث نتيجة لزيادة غير طبيعية في أسعار بصيلات التوليب النادرة، التي كانت تُعتبر رمزا للثروة في أوروبا في تلك الفترة.

تعتبر زهرة التوليب، التي يعتقد أن موطنها الأصلي هو شمال شرق آسيا ومرت بمرحلة انتقالية عبر الأناضول قبل أن تصل إلى أوروبا في القرن السادس عشر، واحدة من الرموز التي تعكس مكانة الطبقات الاجتماعية في القارة الأوروبية. مع مرور الوقت، ازدادت شعبية زهرة التوليب في أوروبا، وأصبح الاقتناء النادر لبصيلاتها مؤشرا على الثراء والتفوق الاجتماعي.

وفي الفترة بين عامي 1634 و1637، شهدت هولندا ارتفاعا مفاجئا في أسعار بصيلات التوليب، خاصة النادرة منها، حيث وصلت الأسعار إلى مستويات غير معقولة. في ذروة هذه الظاهرة، وبالتحديد في فبراير 1637، تم بيع بعض بصيلات التوليب بأسعار تعادل الأجر السنوي للعامل أو حتى ثمن منزل فاخر في تلك الحقبة. وقد كانت هذه الأسعار مبالغاً فيها إلى درجة أن بعض الأشخاص اقترحوا بيع أراضٍ تبلغ مساحتها 50 فدانا مقابل بصيلة واحدة من التوليب التي لم يكن لها سوى جذور قليلة.

أصبح هوس التوليب معروفا لأول مرة في الكتاب الذي ألفه الصحفي الاسكتلندي تشارلز ماكاي بعنوان "أوهام شعبية غير عادية وجنون الحشود"، حيث وصف هذا الحدث الاقتصادي الفريد من نوعه وأثره الكبير على الاقتصاد الهولندي.⁴¹

⁴¹ A. Öztürk, "Dutch Tulip Mania: Tulip Crisis," in *Black Swan: Economic Crises, Volume I*, edited by B. Açıkgöz (Springer, 2022), 14. https://doi.org/10.1007/978-981-19-5252-4_2

2.4 انهيار 1720:

أدت حرب الخلافة الإسبانية (1701-1714) والحرب الشمالية الكبرى (1700-1721) إلى تحميل القوى الأوروبية الكبرى ديونًا حكومية ضخمة. في هذه الفترة، سعت الدول القومية الناشئة في أوروبا إلى التعامل مع ديونها المتزايدة، حيث تمكنت بريطانيا وحدها من التميز في تمويل الحرب بطرق فعالة. في المقابل، انسحبت إسبانيا من التوسع الأوروبي وركزت على مستعمراتها في أمريكا اللاتينية، بينما استغلت النمسا التجارة والتمويل عبر السيطرة على جنوب هولندا.

في هولندا، حيث كانت الموارد غير كافية للحفاظ على مكانتها بين القوى العظمى، توجه الرأسماليون الهولنديون للاستثمار في القوى الناشئة مثل بريطانيا، وألمانيا، وروسيا، ثم الولايات المتحدة. أما فرنسا، التي حاولت تقليد النجاحات المالية لبريطانيا وهولندا خلال فترة جون لو (1716-1720)، فقد عادت للاعتماد على الممولين المحليين لدعم السلطة الملكية.

نجحت بريطانيا في إقناع العديد من الأجانب بالمشاركة في تمويل الحرب عبر الاحتفاظ بالديون السيادية البريطانية، بما في ذلك الجالية المغتربة من الهوغونوت الفرنسيين والنخب التجارية الهولندية والألمانية. في أعقاب عام 1688، أسس البرلمان البريطاني شركات مستأجرة للاحتفاظ بمعظم الديون الوطنية الناتجة عن تمويل الحرب.⁴²

3.4 أزمة 1797:

في أوائل تسعينيات القرن الثامن عشر، أدى التوسع الائتماني الذي أطلقه بنك الولايات المتحدة إلى نشوء فقاعة استثمارية شملت قطاعات العقارات والتصنيع ومشاريع البنية التحتية. أسهم التضخم المحلي في حدوث تفاوت في الأسعار الدولية، مما أسفر عن انخفاض في صافي الصادرات وتدفق النقد إلى الخارج، وبالتالي تسبب في الانكماش الاقتصادي الذي شهدته البلاد لاحقًا. وفي أعقاب هذه الأزمة الائتمانية، نشأت حالة من الركود الاقتصادي شملت انخفاضًا في الأسعار والناتج المحلي الإجمالي الاسمي، إضافة إلى انفجار فقاعة الأراضي وتعرض العديد من الشركات والأفراد لحالات إفلاس واسعة النطاق.

ابتداءً من عام 1796، دخل الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة في فترة من الركود استمرت أكثر من عامين، حيث انخفض نصيب الفرد من النمو الاقتصادي، الذي بلغ متوسطه 3.22% سنوياً خلال

⁴² Larry Neal, "The 'Big Bang' of Financial Capitalism: Financing and Re-financing the Mississippi and South Sea Companies, 1688–1720," in *A Concise History of International Finance: From Babylon to Bernanke, New Approaches to Economic and Social History* (Cambridge: Cambridge University Press, 2015), 72-99.

الفترة من 1790 إلى 1795، ليصبح سالبا في عام 1797 ويصل إلى 0.13% في الفترة بين 1796 و1798. كما شهد مؤشر الإنتاج الصناعي انخفاضا ملحوظا من 6.699 إلى 6.213، أي ما يعادل تراجعاً بنسبة تفوق 7%. في الوقت ذاته، تركزت السياسة النقدية للبنك المركزي الأمريكي على التوسع النقدي المفرط خلال أوائل تسعينيات القرن الثامن عشر، مما أدى إلى ارتفاع التضخم وانخفاض أسعار الفائدة الحقيقية، كما يتضح من العوائد المعدلة حسب التضخم على سندات الخزينة الأمريكية. هذا التوسع النقدي أسهم في تشوه العوائد الهامشية للاستثمار والادخار، مما دفع رواد الأعمال إلى المبالغة في الاستثمار في مشروعات كثيفة رأس المال مثل تحسينات النقل، المصارف، والتصنيع.

أسهم توقع التضخم في تشجيع الأفراد على المراهنة على استمرار ارتفاع الأسعار من خلال الاقتراض لشراء العقارات، مما غذى بدوره فقاعة الأراضي. ومع مرور الوقت، بدأت هذه الظروف المواتية تتحول إلى ركود. بحلول نهاية عام 1796، بدأ المعاصرون يلاحظون زيادة غير طبيعية في حالات فشل الأعمال التجارية، حيث سجل بنجامين راش في ديسمبر من نفس العام 150 حالة فشل في فيلادلفيا فقط. بحلول نهاية عام 1796، أصبح فشل الأعمال التجارية ظاهرة شائعة، مما أدى إلى زيادة في أسعار الفائدة الحقيقية، انخفاض في الأسعار (خصوصاً في صناعات السلع الرأسمالية)، وتراجع في نشاط الإنتاج الصناعي.

وبحلول عام 1797، اندلعت أزمة اقتصادية شديدة أسفرت عن انهيار واسع النطاق، حيث تعرض العديد من الأفراد والشركات للإفلاس، بينما تم سجن الآلاف من المدينين. كانت هذه الأزمة بمثابة الدافع وراء إصدار أول قانون إفلاس في الولايات المتحدة.⁴³

4.4 الذعر المالي 1857:

في عام 1857، نشأ ذعر مالي كبير في الولايات المتحدة بعد اكتشاف غير مسبوق للذهب، الذي أدى إلى زيادة ضخمة في المعروض النقدي. بين عامي 1851 و1860، ارتفعت القيمة السنوية للذهب المستخرج إلى 133 مليون دولار، مقارنة بمتوسط 9 ملايين دولار في الفترة بين 1492 و1850. أدى هذا الاكتشاف إلى حدوث فقاعة مضاربة، خاصة في قطاع السكك الحديدية والأراضي، حيث تم استثمار

⁴³ Nicholas A. Curott and Tyler A. Watts, "A Monetary Explanation for the Recession of 1797," *Eastern Economic Journal* 44 (2018): 381–399. <https://doi.org/10.1057/s41302-017-0092-3>

حوالي 700 مليون دولار في هذا القطاع على مدى تسع سنوات، ما ساهم في تضخم الاقتصاد بشكل مفرط.

عند انفجار الفقاعة، لم يتمكن المضاربون من سداد ديونهم، مما أدى إلى إفلاس بعض البنوك وأدى إلى انهيار أسواق الأسهم والسندات. ونتيجة لهذا التدهور المالي، قامت العديد من المدن والولايات بتعليق تحويل الودائع المصرفية إلى ذهب، مما فاقم الأزمة. في ظل غياب سلطة نقدية مركزية، نشأت حالة من الاضطراب، حيث بدأت نيويورك وفيلادلفيا في اتخاذ قرارات مختلفة بشأن قابلية التحويل إلى ذهب، مما دفع إلى عمليات سحب جماعي من البنوك في نيويورك.

مع استمرار الأزمة، بدأ التنسيق الإقليمي بين البنوك في بعض المناطق، مثل غرفة المقاصة في نيويورك وائتلافات في ولايات إنديانا وأوهايو. ورغم أن الاستجابة للأزمة كانت ناجحة نسبياً في الحد من حالات إفلاس البنوك، إلا أن البنوك الأكثر عزلة، مثل تلك في إنديانا، لم تتج من الأزمة. في 20 نوفمبر 1857، استأنفت نيويورك قابلية التحويل الجزئي، مما ساعد في تجنب تفاقم الأزمة المالية بشكل أكبر.⁴⁴

5.4 الأزمة المصرفية 1866:

في عام 1866، شهدت المملكة المتحدة أزمة مصرفية كبيرة كان لبنك إنجلترا دور محوري في التعامل معها. تجسدت الأزمة في انهيار بنك "Overend, Gurney and Co"، الذي كان أحد أكبر البنوك في لندن آنذاك، نتيجة للمشاكل المالية التي واجهها بسبب القروض المفرطة والاستثمار في المشاريع غير المربحة. وقد أدى هذا الانهيار إلى سلسلة من التداعيات التي هددت استقرار النظام المصرفي في البلاد. كان بنك إنجلترا في تلك الفترة هو المؤسسة المركزية التي كان يتعين عليها التدخل للحفاظ على الاستقرار المالي، ولكن الأزمة كشفت عن قصور في فهم البنك لدوره ومسؤولياته.

هذه الأزمة أبرزت الفجوة بين ما كان يتوقعه الاقتصاديون والمصرفيون من بنك إنجلترا وما كان البنك قادراً على تقديمه. إذ انتقد الاقتصادي الفرنسي باجيهوت في كتابه "شارع لومبارد" طريقة تعامل البنك مع الآزمات المالية، موضحاً أن بنك إنجلترا لم يكن مستعداً بشكل كافٍ لمواجهة مثل هذه الصدمات الاقتصادية. في رأيه، كان هناك ضعف في القيادة المصرفية في البنك، مشيراً إلى أن مديري البنك كانوا

⁴⁴ Charles W. Calomiris and Larry Schweikart, "The Panic of 1857: Origins, Transmission, and Containment," *The Journal of Economic History* 51, no. 4 (1991): 807-834.

"هواة" يفتقرون إلى الخبرة الفنية المطلوبة لإدارة مثل هذه الأزمات، وهو ما أثر سلبًا على قدرة البنك على حماية النظام المالي.

تجسد هذه الأزمة التحديات الكبيرة التي واجهتها المؤسسات المالية في إنجلترا في تلك الفترة، وأدت إلى دعوات لتطوير العنصر المصرفي المدرب داخل بنك إنجلترا. كان باجيهوت، بناء على تجربته المصرفية السابقة في بنك ستوكي في لانغبورث، في غرب إنجلترا، يعتقد أن الأزمة كانت نتيجة لقصور النظام المصرفي في التعامل مع الأزمات وأنه يجب تحسين التوجيه المصرفي من خلال تعزيز الخبرات التقنية والتدريب المهني.⁴⁵

6.4 الذعر المصرفي الأمريكي 1900:

تظهر التجربة المصرفية في الولايات المتحدة قبل الحرب العالمية الأولى أن النظام المصرفي كان يعاني من موجات متقطعة من الإخفاقات، حيث ارتبطت بعض الأزمات بالصدمات الخارجية، مثل تلك التي شهدتها البنوك الريفية في عشرينيات القرن العشرين، بينما كانت حالات الذعر المصرفي، مثل التي وقعت في نيويورك عام 1907، ناتجة عن فشل غير متوقع لبعض البنوك مما خلق حالة من الارتباك المالي. في حالة 1907، رغم أن الخسائر لم تكن كبيرة، إلا أن غياب الوضوح بشأن تأثيرات القروض الخاسرة على النظام المالي أدى إلى انخفاض السيولة وزيادة القلق. هذا الحدث كان محوريًا في دفع الولايات المتحدة إلى إنشاء نظام الاحتياطي الفيدرالي في عام 1913، بهدف تعزيز السيولة وتقليل تدفقات المودعين المدمرة.

بالمقارنة مع الولايات المتحدة، لم تشهد دول أخرى مثل كندا حالات ذعر مشابهة بسبب هيكل النظام المصرفي الذي سمح بإنشاء فروع مصرفية في كافة المناطق، مما ساعد على مواجهة الصدمات بشكل أكثر فعالية. علاوة على ذلك، في دول مثل الأرجنتين وأستراليا، كانت الخسائر المصرفية خلال الأزمات أكبر بكثير، حيث بلغت نحو 10% من الناتج المحلي الإجمالي، بينما كانت الخسائر في الولايات المتحدة خلال هذه الفترات متواضعة نسبيًا. هذه الاختلافات تعكس الفروق في استجابة النظم المصرفية للأزمات المصرفية الكبرى في هذه الفترة.⁴⁶

⁴⁵ Jones, "Banking Crises," 2.

⁴⁶ Ibid., 19.

7.4 أزمة المزارع 1919-1923:

شهدت الفترة ما بين عامي 1919 و1923 أزمة زراعية حادة في الولايات المتحدة، نتجت عن تفاعل عوامل اقتصادية وسياسية معقدة. فقد أدى انتهاء الحرب العالمية الأولى إلى انخفاض مفاجئ في الطلب الأوروبي على المنتجات الزراعية الأمريكية، بينما استمرت مستويات الإنتاج المحلي مرتفعة بسبب التوسع الزراعي خلال سنوات الحرب. وقد تفاقم هذا الوضع بسبب السياسات النقدية المشددة لنظام الاحتياطي الفيدرالي، والتي قلصت فرص الحصول على الائتمان، وارتفاع تكاليف النقل عبر السكك الحديدية، وانسحاب الحكومة الفيدرالية من دعم الأسعار الزراعية. ونتيجة لذلك، شهدت أسعار المنتجات الزراعية انهياراً حاداً بلغ نسباً تصل إلى 50% في بعض الحالات بحلول خريف 1920، مما أدى إلى تدهور حاد في الوضع الاقتصادي للمزارعين.

دفعته هذه الأزمة إلى تحول جذري في المواقف تجاه السياسات الزراعية. فمن ناحية، حاول المزارعون مواجهة الأزمة من خلال مبادرات فردية مثل تقليل المساحات المزروعة وإنشاء تعاونيات تسويقية، إلا أن هذه الجهود باءت بالفشل في تحقيق استقرار الأسعار. ومن ناحية أخرى، برزت استجابة سياسية منظمة تمثلت في تشكيل "كتلة المزارعين" بالكونغرس عام 1921، وطرح مقترحات تشريعية طموحة مثل "خطة بيك-جونسون" التي سعت إلى تحقيق تكافؤ الأسعار الزراعية مع الصناعية. وعلى الرغم من رفض مشاريع قوانين مثل "ماكناي-هوغن"، إلا أن هذه الأزمة مثلت نقطة تحول في قبول التدخل الحكومي في الشؤون الزراعية، مما مهد الطريق لسياسات أكثر شمولاً مثل "قانون التكيف الزراعي" في عهد الصفقة الجديدة. وهكذا، لم تكن هذه الأزمة مجرد أزمة عابرة، بل كانت تعبيراً عن اختلالات هيكلية عميقة في الاقتصاد الزراعي الأمريكي.⁴⁷

8.4 أزمة الألمانية 1923:

شهدت ألمانيا أزمة اقتصادية حادة بعد عام 1923 نتيجة تداعيات التضخم المفرط الذي أضعف الثقة في النظام المالي. وفقاً للمقال، أدى انهيار قيمة العملة إلى شل الأسواق المالية المحلية، حيث أصبحت تكاليف الاقتراض مرتفعة جداً بينما فر المستثمرون الأجانب. كما عانت الحكومة من عجز مزمن في الموازنة بسبب صعوبة جمع الضرائب ورفض الشعب تمويل تعويضات الحرب.

⁴⁷ Robert L. Tontz, "Farm Crisis, 1919-1923," *Agricultural History* 32, no. 3 (1958): 200-202. <http://www.jstor.org/stable/3740211>.

تفاقت الأزمة مع الكساد العالمي بعد 1929، حيث انخفضت الاستثمارات بشكل حاد بسبب تشاؤم رجال الأعمال الذين خشوا من "الاشتراكية الزاحفة". واجهت البنوك أزمة سيولة خانقة مع سحب الودائع، مما أجبرها على تقليل الإقراض بشكل كبير. حاولت الحكومات المتعاقبة تطبيق سياسات تقشفية عبر خفض الإنفاق وزيادة الضرائب، لكن هذه الإجراءات زادت الطين بلة وأدت إلى انهيار اقتصادي كامل بحلول 1932.⁴⁸

9.4 أزمة الكساد 1929:

شكل الكساد الكبير أزمة اقتصادية عالمية غير مسبقة تمثلت في انهيار حاد للإنتاج الصناعي في معظم الدول الصناعية، باستثناء اليابان والاتحاد السوفيتي. وقد بدأت بوادر الأزمة في الولايات المتحدة سنة 1929 مع تراجع الإنتاج الصناعي، إلا أن الانهيار الفعلي ارتبط بانفجار فقاعة سوق الأسهم في بورصة نيويورك في 24 أكتوبر 1929، عقب طفرة سعرية بدأت منذ عام 1927. تضاعف المؤشر الصناعي الأمريكي بين عامي 1926 و 1929، لكنه انهار بعد ذلك ليبلغ ثلث مستواه الأصلي بحلول عام 1932، ولم يبدأ التعافي إلا تدريجياً بعد عام 1935، قبل أن يشهد الاقتصاد الأمريكي انتكاسة جديدة في فترة 1937-1938.

من حيث التأثيرات الكمية، تظهر البيانات أن الإنتاج الصناعي انخفض إلى النصف تقريباً في كل من الولايات المتحدة وألمانيا، في حين كان الانخفاض أكثر بطئاً واستمرارية في فرنسا، وأقرب إلى الاستقرار في بريطانيا كما يوضح البيان 03. هذا التفاوت يعكس اختلافات في السياسات الاقتصادية والمالية، وكذلك في بنية الاقتصادات الوطنية. ويعد فهم هذه الاختلافات أساساً مهماً في تحليل الطبيعة المتشابهة للآزمة وتداعياتها العالمية، خاصة في ضوء الطابع غير المتزامن للانكماش الصناعي ووتيرة التعافي بين الدول.

⁴⁸ Hughes, Michael L. "The Origins and Course of the German Economic Crisis, November 1923 to May 1932". *The Journal of Modern History*, vol. 67, no. 2, 1995, pp. 483–485. JSTOR, <http://www.jstor.org/stable/2125120>.

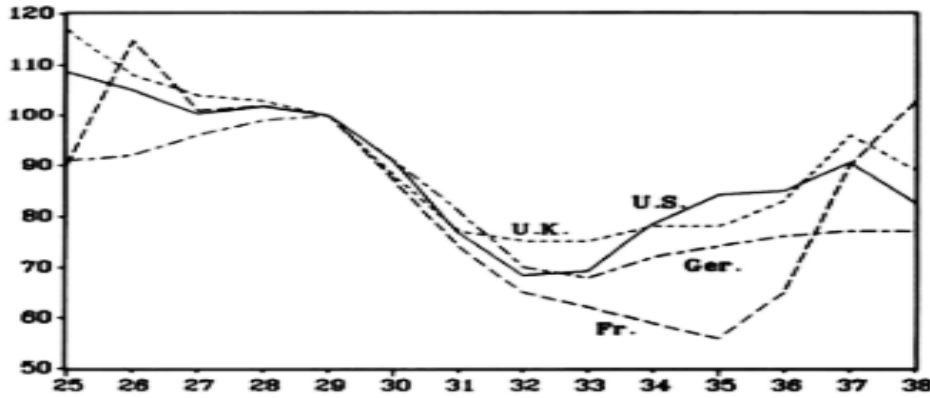
البيان 03: الإنتاج الصناعي خلال فترة الكساد



Source: Peter Temin, *Lessons from the Great Depression* (MIT Press, 1991), 2

خلال الكساد الكبير، تراجعت أسعار الجملة في كبرى الاقتصادات الصناعية بشكل متزامن مع انخفاض الإنتاج، وغالبا بدرجة أشد، مما عمّق الأزمة الاقتصادية. كما ارتفعت معدلات البطالة بشكل حاد في معظم الدول، باستثناء بريطانيا التي كانت تعاني أصلا من بطالة مرتفعة منذ عشرينيات القرن العشرين، ولم تشهد تفاقمًا كبيرًا في الثلاثينيات مقارنة بغيرها. كما يوضح البيان 04:

البيان 04: أسعار الجملة خلال فترة الكساد



Source : Peter Temin, *Lessons from the Great Depression* (MIT Press, 1991), 4

سبق الكساد الكبير نمو اقتصادي قوي وارتفاع كبير في أسعار الأصول، لكن انهيار سوق الأسهم عام 1929، وسياسات الاحتياطي الفيدرالي الانكماشية، حولت التباطؤ إلى كساد عالمي. أدى تراجع المعروض النقدي وارتفاع الطلب على السيولة إلى انكماش شديد وارتفاع الفائدة الحقيقية، ما زاد من أعباء

الديون وأضعف الشركات. كما قيّد نظام الذهب قدرة الدول على التكيف. ورغم التأخر في تبني السياسات الكينزية، ساهمت "الصفقة الجديدة" لاحقاً في تحفيز الاستثمار وإنعاش الاقتصاد.

10.4 أزمة الدين 1982:

اندلعت أزمة الديون المزعومة في عام 1982 بعد تخلف المكسيك عن السداد وتخفيض قيمة العملة في أغسطس. انتشرت هذه الأزمة بسرعة في جميع دول أمريكا اللاتينية، وبحلول الوقت الذي انتهت فيه، كانت معظم دول أمريكا اللاتينية قد خفضت قيمة عملاتها وتخلفت عن سداد ديونها الخارجية. وأعقب أزمة الديون عقد من النمو السلبي والعزلة عن أسواق رأس المال الدولية. كانت تكاليف الإنتاج لهذه الأزمة كبيرة لدرجة أن عقد 1980 أصبح يعرف باسم "العقد الضائع" لأمريكا اللاتينية.⁴⁹

فأزمة الدين عام 1982 كانت أزمة مالية كبرى شهدتها العديد من الدول النامية نتيجة عجزها عن سداد ديونها الخارجية، مما أدى إلى تعثر واسع في البنوك والمؤسسات المالية المانحة. وقد نتجت الأزمة عن ارتفاع حاد في معدلات الفائدة العالمية خلال السبعينيات، وتراجع أسعار المواد الخام، مما زاد من عبء خدمة الديون وأضعف قدرة الدول على السداد.

لمعالجة الأزمة، تم تنفيذ برامج دعم مالي وتحفيز اقتصادي، إضافة إلى إعادة جدولة الديون ومنح فترات سداد وسماح أطول. ومن أبرز الإجراءات الإصلاحية التي اتخذت لاحقاً إصدار "سندات برادي" في عام 1989، والتي ساعدت في إعادة هيكلة الديون السيادية للدول المتعثرة وتخفيف أعبائها المالية.⁵⁰

شكلت سندات برادي جزءاً من استراتيجية أمريكية لإعادة هيكلة ديون الدول النامية عبر استبدال الديون القديمة المرتفعة الفائدة بأدوات مالية بشروط أكثر مرونة، لتخفيف عبء المديونية. وقد مرت أزمة أمريكا اللاتينية منذ الثمانينيات بمراحل تفسير مختلفة، من اعتبارها أزمة سيولة مؤقتة إلى الاعتراف بأنها أزمة مديونية بنيوية. ومع صعود "توافق واشنطن"، أُرْجِعت الأزمة إلى اختلالات داخلية وفُرضت إصلاحات ليبرالية، رغم استمرار الخلل المالي والخارجي. وقد انتقد باحثون هذا الطرح، مؤكدين أن جوهر الأزمة يكمن في ضعف النظم الضريبية والاعتماد المفرط على الاقتراض الخارجي بدل الإصلاح المالي الحقيقي، خاصة في ظل غياب العدالة الجبائية واعتماد الضرائب غير المباشرة على حساب الضرائب التصاعدية.⁵¹

⁴⁹ Jones, "Banking Crises," 75.

⁵⁰ Ian Vasquez, "The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises," *Cato Journal* 16 (1996): 233.

⁵¹ Luiz Carlos Bresser Pereira, "Une Nouvelle Interprétation De l'Amérique Latine: La Crise De l'Etat," *Cahiers des Amériques Latines*, no. 17 (1994): 32.

11.4 أزمة النظام النقدي الأوروبي 1992:

في إطار دراسة الأزمات المالية، يشير Jones, Garrett إلى أن هذه الأزمات لا تقتصر على الاقتصادات الناشئة، بل تمتد أيضاً لتطال الاقتصادات المتقدمة. وقد تجلى ذلك بشكل بارز خلال أزمات النظام النقدي الأوروبي في أوائل التسعينيات. ففي عام 1992، اندلعت أزمة عملات في أوروبا وصلت إلى ذروتها في صيف 1993، حيث خرج الجنيه الإسترليني والليرة الإيطالية من آلية سعر الصرف الأوروبية، التي كانت تهدف إلى تثبيت أسعار الصرف استعداداً للوحدة النقدية. كما اضطرت دول الشمال الأوروبي مثل فنلندا والنرويج والسويد إلى التخلي عن ارتباطاتها غير الرسمية بالعملة الأوروبية الموحدة، بسبب ضغوط المضاربة وأزمات السيولة. في الوقت نفسه، تم تخفيض قيمة عملات مثل البيزيتا الإسبانية، الإسكودو البرتغالي، والبونت الأيرلندي.

رداً على هذه الأزمات، اضطرت السلطات النقدية الأوروبية، بما في ذلك البنوك المركزية ووزارات المالية، إلى توسيع نطاق تقلب أسعار الصرف من $\pm 2.25\%$ إلى $\pm 15\%$ في محاولة لاحتواء الضغوط في سوق العملات. شكلت هذه الأزمات اختباراً حاسماً لهشاشة الأنظمة النقدية الأوروبية في مواجهة صدمات الأسواق، وكشفت عن التناقضات بين السياسات الوطنية المختلفة داخل إطار نقدي مشترك غير مكتمل. كما أظهرت الحاجة إلى مزيد من المرونة في إدارة أنظمة سعر الصرف وأهمية التنسيق الأعمق بين السياسات المالية والنقدية لضمان الاستقرار في مواجهة تقلبات السوق.⁵²

12.4 أزمة الرهن العقاري 2008:

في بداية الألفينيات، شهدت صناعة قروض الرهن العقاري ازدهاراً، حيث ابتكرت الأسواق المالية طرقاً لتعبئة الرهون العقارية عالية المخاطر في أوراق مالية قابلة للتسويق دون ضمانات ائتمانية من نظام الضمان الاجتماعي. هذه القروض كانت تتسم بمخاطر مرتفعة بسبب عوامل مثل تاريخ المقرض الائتماني الضعيف أو نقص الدفعة الأولى. على الرغم من أنها لم تستوف معايير الجودة الائتمانية التي تتبناها شركتا "فاني ماي" و"فريدي ماك" اللتان تضمنان القروض الرئيسية، إلا أن قروض الرهن العقاري عالية المخاطر كانت مربحة بفضل أسعار الفائدة المرتفعة التي تفرضها.

على الرغم من ارتفاع معدلات التأخر في السداد لهذه القروض، حيث تراوحت بين 2.3% و 3.6% في فترة الازدهار 2003-2005 مقارنة بـ 0.28% إلى 0.41% للرهون العقارية الرئيسية، إلا أن الإقراض

⁵² Jones, "Banking Crises," 231.

عالي المخاطر استمر بسبب الربحية. ومع ذلك، بدأت المشاكل تظهر في سوق الرهن العقاري في أواخر عامي 2005 و2006، ليصل معدل التأخر في السداد إلى 5.4% بحلول نهاية عام 2007.⁵³

قبل خريف 2008، كان بنك ليمان براذرز من أقدم البنوك الاستثمارية في الولايات المتحدة. وعندما تقدمت الشركة بطلب الحماية بموجب الفصل 11 من قانون الإفلاس الأمريكي، كانت تعتبر رابع أكبر بنك استثماري أمريكي وأكبر إفلاس مسجل في تاريخ الولايات المتحدة. وقد أصبح إفلاس ليمان براذرز في 15 سبتمبر 2008 رمزا محوريا في الأزمة المالية 2007-2009، حيث لم يكن بداية النهاية، بل نهاية البداية للأزمة. عقب الإفلاس، ارتفع مؤشر CDX.NA.IG بشكل كبير بنسبة 36%، ثم تراجع تدريجيا في الأيام التالية، إلا أنه ظل مرتفعا في نهاية سبتمبر مقارنة ببداية الشهر. من بين الأحداث الاقتصادية الهامة الأخرى كانت خطوة وضع شركتي "فاني ماي" و"فريدي ماك" تحت الوصاية من قبل الهيئة الفيدرالية لتمويل الإسكان، بالإضافة إلى تدخل الاحتياطي الفيدرالي وإنقاذ مجموعة أمريكية من قبل وزارة الخزانة الأمريكية.⁵⁴

في عام 2008، تعرض صندوق الاحتياطي الأساسي لخسائر كبيرة بسبب استثماراته في ديون بنك ليمان براذرز، مما أدى إلى انخفاض قيمة السهم إلى أقل من دولار واحد لأول مرة منذ 1983، مما أثار الذعر في الأسواق. بدأت الأزمة المالية كأزمة في سوق الرهن العقاري الأمريكي، ولكن مع انهيار ليمان براذرز وانتشار العدوى إلى الأسواق العالمية، تحولت إلى أزمة مصرفية عالمية تسببت في ركود اقتصادي عالمي. استثمرت العديد من الدول في الأوراق المالية المرتبطة بالقروض العقارية الأمريكية، مما ساهم في انتشار الأزمة. تدخلت الحكومات والمؤسسات الدولية لدعم الاقتصاديات المتضررة، بينما خفضت البنوك المركزية أسعار الفائدة لإنعاش الاقتصاد.

تعد هذه الأزمة من أبرز الآزمات المالية التاريخية التي تلتها عمليات تحرير مالي غير رسمي في الولايات المتحدة، مما سمح بظهور كيانات مالية جديدة ذات تنظيم خفيف، مما زاد من ضعف النظام أمام بعض الصدمات. كما سهل التقدم التكنولوجي التوسع في أدوات السوق، وتم توجيه تريليون دولار إلى سوق الرهن العقاري الثانوي في الولايات المتحدة، مما فاقم الأزمة.⁵⁵

⁵³ Jones, "Banking Crises," 325.

⁵⁴ Ibid., 213.

⁵⁵ Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, "Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review* 98, no. 2 (2008): 342.

13.4 أزمة COVID 2019:

في ديسمبر 2019، سجلت أول حالة إصابة بفيروس كورونا المستجد (COVID-19) في مدينة ووهان، الصين، وسرعان ما أدى الانتشار السريع لهذا الفيروس إلى تصنيفه كجائحة عالمية من قبل منظمة الصحة العالمية، التي أعلنت حالة طوارئ صحية عالمية في يناير 2020. ويمثل كوفيد-19 أحد الأمراض التي تسببها فيروسات كورونا، وهي فيروسات RNA ذات سلسلة مفردة تصيب البشر والحيوانات، وتؤدي إلى أمراض تنفسية متفاوتة الحدة، من بينها متلازمة الشرق الأوسط التنفسية (MERS).

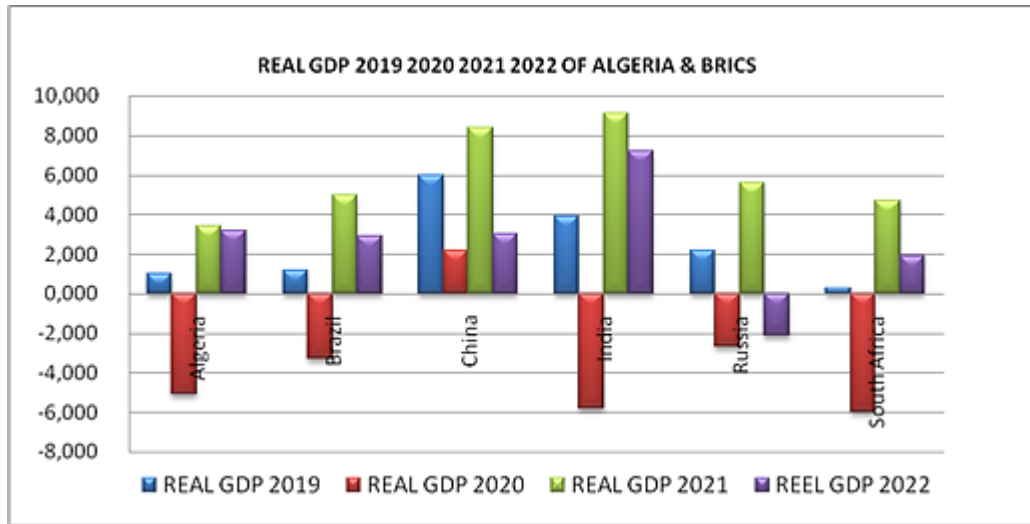
تم تعريف كوفيد-19 سريريا كمرض تنفسي يرافقه انخفاض في مستويات الأوكسجين في الدم. أما من حيث التسمية، فقد اعتمدت منظمة الصحة العالمية الاسم الرسمي "COVID-19" في 11 فبراير 2020، وفقا لبروتوكولات مشتركة مع المنظمة العالمية لصحة الحيوان ومنظمة الأغذية والزراعة. الاسم مشتق من الأحرف الأولى للكلمات "Virus"، "Corona"، و"Disease"، بينما يشير الرقم "19" إلى سنة ظهوره.

في مواجهة تفشي الفيروس، لجأت الحكومات إلى إجراءات صارمة شملت فرض ارتداء الكمامات، تقليص أعداد العاملين، إغلاق المدارس والجامعات، تعليق الأنشطة غير الأساسية لا سيما في قطاع السياحة، وإغلاق الحدود. وقد ساهمت هذه السياسات، التي عرفت إجمالاً باسم "الإغلاق" (Lockdown)، في الحد من انتشار العدوى وحماية الصحة العامة. غير أنها أفضت في المقابل إلى ركود اقتصادي عالمي، إذ تحولت الأزمة الصحية إلى أزمة مالية انعكست في انكماش الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي العالمي بنسبة -3.1% في عام 2020، مقارنة بنمو قدره 2.9% في عام 2019.⁵⁶

كما أظهرت دراسة (Guesmi, A. Tchiko, F. 2024) أن أزمة كوفيد سنة 2019 أسفرت على ركود في اقتصاد الدول الناشئة BRICS و هذا ما يوضحه البيان 05:

⁵⁶ Guesmi Abdelkrim and Faouzi Tchiko, "The Impact of the COVID-19 Pandemic Crisis on the Real GDPs of the BRICS Countries and Algeria," *Finance & Business Economies Review* 8, no. 3 (2024): 100–108. <https://asjp.cerist.dz/en/article/254668>. DOI: 10.58205/fber.v8i3.1858

البيان 05: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في دول البريكس و الجزائر 2019 إلى 2022



Source : Guesmi Abdelkrim and Faouzi Tchiko, "The Impact of the COVID-19 Pandemic Crisis on the Real GDPs of the BRICS Countries and Algeria," *Finance & Business Economies Review* 8, no. 3 (2024): 106. <https://asjp.cerist.dz/en/article/254668>. DOI: 10.58205/fber.v8i3.1858.

5. آزمات الدول الناشئة في التسعينات:

1.5 الأزمة المكسيكية:

وصفها المدير العام لصندوق النقد الدولي فترة 1987-2000، بأنها "أول أزمة كبرى في القرن الحادي والعشرين" (Camdessus Michel, 1995).

1.1.5 ما قبل الأزمة المكسيكية:

مر التاريخ المكسيكي بمحطات حاسمة، أبرزها فترة ما قبل 1910 تحت حكم Porfirio، التي اتسمت بالاستبداد وتفاقم التفاوت الاجتماعي، مما أدى إلى اندلاع الثورة المكسيكية بقيادة Francisco I. Madero وتحولها إلى حرب أهلية دامية. أعقبتها فترة من الاضطرابات السياسية وتعاقب الرؤساء، وصولاً إلى الكساد الكبير في ثلاثينات القرن العشرين، الذي أثر بعمق على الاقتصاد المكسيكي من خلال تراجع الناتج المحلي والصادرات والواردات، قبل أن يبدأ تعاف تدريجي في السنوات التالية.⁵⁷

⁵⁷ Timothy J. Kehoe and Felife Meza, "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950-2010," *Latin American Journal of Economics* 48, no. 2 (2011): 227.

بعد الكساد الكبير، اعتمدت المكسيك استراتيجية التصنيع البديل للواردات (ISI)، ففرضت قيوداً على السلع الأجنبية، وقدمت دعماً مباشراً للصناعات المحلية بهدف تعزيز الإنتاج الوطني وتقليل التبعية الخارجية.⁵⁸

بحلول عام 1950، كانت المكسيك على أعتاب ما وصفه روستو لاحقاً بـ"الإقلاع الاقتصادي"، بعد مرحلة تعافٍ من الكساد الكبير. شهدت البلاد تحولات هيكلية بارزة، أبرزها تزايد التصنيع على حساب الزراعة، وتوسع التعليم، وتدفق العمال نحو المدن. وفعلاً، عرف الاقتصاد المكسيكي بين 1950 و1981 نمواً لافتاً، حيث ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بمعدل سنوي بلغ 6.5%، ورغم النمو السكاني، نما الناتج للفرد في سن العمل (15-64 سنة) بمعدل 3.6% سنوياً، ما عكس مرحلة ازدهار اقتصادي حقيقي.⁵⁹

إلا أنه بين عامي 1979 و1981، رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة في الولايات المتحدة إلى مستويات قياسية لاحتواء التضخم في ذلك البلد، ورفعت البنوك المركزية الأوروبية أسعار الفائدة في الوقت نفسه. وقد أثرت هذه الزيادة في أسعار الفائدة تأثيراً سلبياً على المكسيك والبلدان النامية الأخرى في جميع المجالات، بل إنها كانت أكثر ضرراً لأنها كانت مصحوبة بانخفاض سريع في أسعار السلع الأساسية (Cardoso and Helwege, 1992). وأدى هذا المزيج من الصدمات الخارجية إلى انخفاض عائدات التصدير، وزيادة تكلفة خدمة الديون المقومة بالعملة الأجنبية، والضغط على سعر الصرف. وفي أوت 1982، أعلنت إدارة خوسيه لوبيز بورتيو (1976-1982) عن وقف خدمة الديون الخارجية للمكسيك وبدأت عملية إعادة التفاوض التي لم تنتهِ حتى عام 1989، في عهد الرئيس كارلوس ساليناس دي غورتاري. وعلاوة على ذلك، مع تعليق المكسيك للمدفوعات، أصيب المستثمرون في جميع أنحاء العالم بالذعر، مما أدى إلى زيادة أسعار الفائدة التي دفعت بلدان أخرى في أمريكا اللاتينية إلى تعليق سداد ديونها أيضاً. وقد دفعت الأزمة البلدان التي تعاني من ضائقة مالية إلى طلب الدعم المالي من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي (ستالينجز وروبرت، 1989). وبدلاً من أن تكتفي هاتان المؤسستان بإنقاذ البلدان، جعلتا القروض والدعم الفني مشروطاً بسلسلة من الإصلاحات الاقتصادية. وكانت الإصلاحات تهدف إلى تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي، والحد من تدخل الحكومة في الاقتصاد (أي تعزيز الخصخصة وإلغاء القيود التنظيمية وتعزيز حماية الملكية الخاصة)، وتحرير الاقتصاد أمام التجارة الدولية

⁵⁸ Aldo Musacchio, "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995," in *The Encyclopedia of Financial Crises*, edited by Dave Harper (Academic Press, 2012), 658.

⁵⁹ Kehoe and Meza, "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950-2010," 227.

ورأس المال بين عامي 1979 و1981، تسبب رفع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة وأوروبا في موجة صدمات اقتصادية حادة على المكسيك والدول النامية، خاصة مع تزامنهما مع انهيار أسعار السلع الأساسية (Cardoso and Helwege, 1992). أدى ذلك إلى تراجع عائدات التصدير وارتفاع كلفة خدمة الديون الخارجية، ما زاد من الضغط على سعر صرف البيزو المكسيكي. وفي أوت 1982، أعلنت حكومة خوسيه لوبيز بورتيو وقف سداد الديون الخارجية (Stallings & Robert, 1989)، ما تسبب في زعر عالمي وأسفر عن أزمة ديون شملت عدة دول في أمريكا اللاتينية. بدأت المكسيك مفاوضات طويلة لإعادة جدولة ديونها استمرت حتى عام 1989 خلال رئاسة كارلوس ساليناس دي غورتاري. وبدلاً من تقديم دعم غير مشروط، ربط صندوق النقد الدولي والبنك الدولي مساعدتهما بسلسلة من الإصلاحات الهيكلية، ركزت على استقرار الاقتصاد الكلي، تقليص دور الدولة، تشجيع الخصخصة، وتحرير التجارة ورأس المال.⁶⁰

في عام 1982، كانت حالة الاقتصاد الكلي في المكسيك صعبة. فقد بلغ عجز القطاع العام 17.6 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي. وكان العجز في الحساب الجاري 4% من الناتج المحلي الإجمالي. وبلغ التضخم، مقبياً بمعامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي، 61.0 في المائة بين عامي 1981 و 1982. وانخفض الناتج المحلي الإجمالي للفرد في سن العمل بنسبة 3.2 في المائة بين عامي 1981 و1982، و6.0 في المائة بين عامي 1982 و1983.⁶¹

أدت أزمة ميزان المدفوعات عام 1982 إلى تحول اقتصادي جذري في المكسيك بقيادة ميغيل دي لا مدريد (1982-1988)، الذي اعتمد سياسات إصلاحية واسعة. خفضت حكومته الحد الأقصى للتعريفية الجمركية من 100% إلى 20%، وقلّصت الحواجز على التجارة والاستثمار. كما سمحت بملكية أجنبية كاملة للشركات الصناعية خارج المدن الكبرى، في خطوة لتعزيز الانفتاح الاقتصادي.⁶²

أطلقت حكومة الرئيس المكسيكي ميغيل دي لا مدريد (1982-1988) البرنامج الفوري لإعادة الترتيب الاقتصادي (PIRE) خلال الفترة من ديسمبر 1982 إلى مايو 1986، بهدف معالجة الآزمات الاقتصادية عبر خفض الإنفاق العام، وزيادة الإيرادات الضريبية، ورفع أسعار السلع المدعومة مثل الوقود، وتقليص القطاع العام عبر خصخصة الشركات المملوكة للدولة، حيث انخفض عددها من 1155 شركة في 1982

⁶⁰ Musacchio, "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995," 658.

⁶¹ Kehoe and Meza, "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950-2010," 244.

⁶² Musacchio, "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995," 658.

إلى 618 في 1988، مع التركيز على سداد الديون الخارجية وتعزيز الاستثمار في البنية التحتية، مما مهّد لتحول الاقتصاد نحو سياسات السوق الحرة.⁶³

بين 1988-1993، نفذت المكسيك برنامجاً اقتصادياً شاملاً بدعم من صندوق النقد الدولي، ركز على ثلاث ركائز: انضباط مالي عبر إصلاحات ضريبية وضبط إنفاق، وإصلاحات هيكلية شملت خصخصة واسعة وتحرير تجاري ونقدي، وإعادة هيكلة الدين الخارجي عبر اتفاقيات إعادة جدولة وصفقة تخفيض ديون مبتكرة مع الدائنين الأجانب (1989-1990)، مما أسهم في تحقيق استقرار اقتصادي وانتقال نحو نموذج تنموي قائم على القطاع الخاص.⁶⁴

في الفترة من 1988 إلى 1993، قادت المكسيك بدعم فاعل من صندوق النقد الدولي، مرحلة حاسمة من الإصلاح الاقتصادي لتعزيز الاستقرار الماكرواقتصادي والتحول الهيكلي الذي بدأ بعد أزمة الديون 1982. تمحورت الاستراتيجية حول ثلاث ركائز أساسية: تعزيز الانضباط المالي والنقدي عبر سياسات تقشفية، تنفيذ حزمة إصلاحات هيكلية شملت خصخصة واسعة النطاق وتحرير التجارة والقطاع المالي، وإعادة هيكلة شاملة للديون الخارجية. وقد توجت هذه الجهود بتوقيع اتفاقية نافتا التي مثلت تنويعاً لعملية الإصلاح، وعززت التحول نحو اقتصاد السوق، وأضفت طابعاً مؤسسياً على التحولات الهيكلية التي تم إنجازها.⁶⁵

شهدت الفترة 1990-1993 تنفيذ إصلاحات هيكلية عميقة في المكسيك، تمثلت في تحرير القطاع المالي ورفع القيود عن حركة رأس المال وتسريع وتيرة الخصخصة، مع تعزيز الإطار التنظيمي في قطاعات حيوية مثل السياحة والنقل والطاقة والاتصالات. وقد سبق هذه الإصلاحات تحرير تدريجي للتجارة الخارجية توج بانضمام المكسيك إلى الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة (GATT) عام 1985، مما شكل حجر الأساس لتحول الاقتصاد نحو الانفتاح والتنافسية الدولية.⁶⁶

في ديسمبر 1987، أطلقت الحكومة برنامج "ميثاق التضامن الاقتصادي (PSE)" للحد من التضخم، واستمر حتى أواخر 1988. تضمن البرنامج تقليص عجز القطاع العام، والانفتاح التجاري، وبناء توافق

⁶³ Kehoe and Meza, "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950-2010," 244.

⁶⁴ Michel Camdessus, "La Crise Financière Mexicaine, ses Origines, la Réponse du FMI et les Enseignements à en Tirer," *Revue d'économie financière*, 1995, 35.

⁶⁵ Stephany Griffith Jones, *Causes and Lessons of the Mexican Peso Crisis*, The United Nations University, WIDER-World Institute for Development Economic Research, Working Paper no. 132, 1997, 6.

⁶⁶ Marek Dabrowski, "The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies," *CASE Network Reports*, no. 39, 2009, 9.

مجتمعي لتحقيق استقرار الأسعار. شاركت فيه النقابات العمالية التي خفضت مطالب الأجور، والفلاحون الذين وافقوا على عدم رفع الأسعار المضمونة (precios de garantía) بالقيمة الحقيقية، ورجال الأعمال الذين التزموا بخفض زيادات الأسعار وزيادة الإنتاجية، مقابل تعهد الحكومة بخفض النفقات وتقليص عدد الشركات العامة. ونتج عن ذلك انخفاض عجز القطاع العام من 16.1% إلى 11.7% من الناتج المحلي الإجمالي، وانخفاض في معدلات التضخم رغم بقائها مرتفعة.⁶⁷

اتخذ الرئيس ميغيل دي لا مدريد (1982-1988) خطوات حاسمة لتحرير التجارة وتدفقات رؤوس الأموال، فخفض الرسوم الجمركية في إطار جولة أوروغواي، وسهل دخول رؤوس الأموال والاستثمار الأجنبي، ووسّع النظام المالي. وواصل خلفه كارلوس ساليناس دي غورتاري (1988-1994) هذه الإصلاحات، فبدأ مفاوضات اتفاقية NAFTA، وحرر النظام المالي، وخصص أكبر البنوك، وألغى القيود على القطاع المصرفي، مما فتح الاقتصاد أمام الاستثمار الأجنبي في معظم القطاعات، باستثناء الاستراتيجية مثل البنوك والطاقة.⁶⁸

اتبعت بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية تطورا نموذجيا. وهكذا، فقد سجل الميزان المالي العام للقطاع العام فائضا قدره 1% تقريبا من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1993، مقارنة بعجز قدره 11% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1988. وانخفض التضخم من 160 في المائة في عام 1987 إلى 8 في المائة في عام 1993. وخلال الفترة 1990-1993، هيمنت التدفقات الرأسمالية على التدفقات إلى القطاع الخاص الذي استفاد من تدويل أسواق رأس المال المكسيكية، خاصة فيما يتعلق بالأسهم والسندات، والتي وفرت تدفقات إلى الداخل بقيمة 12 مليار دولار أمريكي و24 مليار دولار أمريكي على التوالي.⁶⁹

وكانت نتائج سياسات الاستقرار والإصلاح هذه ملحوظة. فمن عجز نسبته 15 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1987، أصبح الميزان العام للمالية العامة يحقق فائضا طفيفا في الفترة 1991-1993. وانخفض التضخم من 160 في المائة في عام 1987 إلى 8 في المائة في عام 1993. وانتعش نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من متوسط يقل عن نصف في المائة في السنة في الفترة 1985-1988 إلى 3 في المائة في الفترة 1989-1993. وأدت إعادة هيكلة الديون الخارجية إلى استعادة إمكانية الوصول إلى الأسواق المالية الدولية، وبلغ متوسط تدفقات رأس المال الخاص 6% من الناتج

⁶⁷ Kehoe and Meza, "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950-2010," 243.

⁶⁸ Musacchio, "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995," 657.

⁶⁹ Jones, *Causes and Lessons of the Mexican Peso Crisis*, 6.

المحلي الإجمالي في الفترة 1990-1993، وكان حوالي خُمسها في شكل استثمار أجنبي مباشر. ونتيجة لهذه التدفقات، ارتفع إجمالي الاحتياطيات الدولية للبلد من 6 مليار دولار في نهاية عام 1989 إلى 25 مليار دولار في نهاية عام 1993.⁷⁰

كما كان الاتجاه السائد في النظام المالي هو تقليص دوره كمصدر للموارد للحكومة وتخصيص الائتمان وفقاً لقوى السوق. وفي عام 1988، استُعيض عن آلية التزام البنوك بالاحتفاظ بما يعادل 30 في المائة من بعض الالتزامات المخصصة للسندات الحكومية. كانت هذه الآلية تسمى "نسبة السيولة الإلزامية". وفي عام 1989 تم إلغاؤها. وفي عامي 1991 و1992، تمت خصخصة النظام المصرفي. وبحلول عام 1992 تم خصخصة معظم البنوك التجارية. وتبع ذلك طفرة فورية في الائتمان. وارتفع إجمالي القروض كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي من 24% في عام 1991 إلى 38% في عام 1994. وارتفعت القروض المقدمة إلى القطاع الخاص (بما في ذلك الائتمان الاستهلاكي والرهن العقاري والائتمان التجاري والائتمان بين البنوك) من 20 إلى 30% من الناتج المحلي الإجمالي. كان النمو في الائتمان الاستهلاكي واضحاً بشكل خاص حيث تنافست البنوك التجارية للحصول على حصة أكبر في هذه السوق. فقد كانت هذه السوق غير مستغلة نسبياً عندما كانت البنوك تحت سيطرة الحكومة.⁷¹

و في عام 1993، حدد الإصلاح الدستوري، في المادة 28، المهمة الرئيسية لبنك المكسيك على أنها حماية القوة الشرائية للبيزو ومنح البنك الاستقلالية عن الحكومة. كما نصت هذه المادة أيضاً على أنه لا يمكن لأي سلطة أن تجبر بنك المكسيك على توفير التمويل. وفي عام 1994، تم سن قانون بنك المكسيك الذي يحدد القواعد التي يرتبط بموجبها البنك بالحكومة.⁷²

في أوائل التسعينيات، ساهم انخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة في جذب اهتمام المستثمرين الأجانب بالمكسيك، مدفوعين بحماس تجاه إصلاحاتها الاقتصادية وتوقعات بنمو سريع. واعتُبر فريق الرئيس ساليناس، المؤلف من تكنولوجيات متخرجين من جامعات أمريكية مرموقة مثل هارفارد وستانفورد وشيكاغو وييل، كفاءات عالية، وكان لهم ارتباط وثيق بمسؤولين دوليين ووكالات مالية وصناديق استثمار كبرى، ما عزز ثقة مجتمع الاستثمار بالمكسيك. ربما يلخص الاقتباسان التاليان ضجة المستثمرين في عام 1993:

⁷⁰ Camdessus, "La Crise Financière Mexicaine, ses Origines, la Réponse du FMI et les Enseignements à en Tirer," 36.

⁷¹ Musacchio, "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995," 660.

⁷² Kehoe and Meza, "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950-2010," 244.

قال بيتر موناكو، مدير محفظة صندوق Scudder لأمركا اللاتينية، الذي يمتلك أكثر من 500 مليون دولار في المكسيك: "في الوقت الحالي نحن متفائلون بشكل لا لبس فيه بشأن الاستثمار في المكسيك".

كما قال روبرت بيكويت، مدير صندوق الاستثمار المشترك في شركة Investments Fidelity، التي تحتفظ بحيازات كبيرة من الأسهم الحكومية المكسيكية: "لا يوجد بلد آخر في العالم يمكنني شراء أوراق مالية حكومية ذات عائد كبير وأمنة".

أدى حماس المستثمرين إلى تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال إلى المكسيك، ما خلق ديناميكية تشبه الفقاعة، حيث ارتفعت قيمة الأصول مع ارتفاع العوائد، مما جذب مزيداً من الاستثمار. ورغم أن النمو الاقتصادي لم يكن قوياً بما يبرر هذا التفاؤل—إذ بلغ 3% في 1992 وأقل من 2% في 1993—استمر المستثمرون في الرهان على مستقبل المكسيك، ما أدى إلى زيادة ملحوظة في تدفقات المحافظ الاستثمارية قبل عام 1994.⁷³

دخلت المكسيك عام 1994 باقتصاد يبدو أقوى، لكنه ظل يحمل نقاط ضعف خطيرة، أبرزها عجز الحساب الجاري الذي بلغ 6% من الناتج المحلي الإجمالي في 1993، مقارنة بتوازنه تقريباً خلال 1987-1988. ورغم أن هذا العجز ارتبط جزئياً بزيادة الاستثمار المتوقع أن يدعم النمو والصادرات، فقد نتج أساساً عن ارتفاع الإنفاق الاستهلاكي وانخفاض المدخرات الخاصة بنسبة 7% من الناتج المحلي خلال نفس الفترة. كما ارتفعت قيمة البيزو فعلياً بنسبة 76% بين نهاية 1987 ونهاية 1993، مما زاد من تفاقم العجز. واعتبر صندوق النقد الدولي هذا الوضع غير قابل للاستمرار، وأوصى في فبراير 1994 بضرورة تقليص العجز لجعل الاقتصاد أقل عرضة لانعكاسات مفاجئة في تدفقات رؤوس الأموال.⁷⁴

إلا أن القطاع المصرفي قد أظهر بالفعل علامات هشاشة قبل انهيار البيزو في ديسمبر 1994. فقد قفزت القروض المتعثرة للقطاع المصرفي بأكمله بالنسبة إلى مجموع القروض من 5.5% في نهاية عام 1992 إلى 7.3% في نهاية عام 1993 وإلى 8.3% في أيلول سبتمبر 1994. وبالمثل، قفزت الأصول الأكثر خطورة للقطاع المصرفي بالنسبة لرأس مال النظام من 56.3% في نهاية عام 1992 إلى 69.6% في سبتمبر 1994. ومع ذلك، أصبحت هشاشة النظام المصرفي واضحة في أعقاب صدمة العملة. وبحلول أيلول سبتمبر 1995، كانت الأصول الأكثر خطورة في القطاع المصرفي تمثل

⁷³ Musacchio, "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995," 662.

⁷⁴ Camdessus, "La Crise Financière Mexicaine, ses Origines, la Réponse du FMI et les Enseignements à en Tirer," 36.

أكثر من 120 في المائة من رأسمال النظام، في حين قفز إجمالي القروض المتعثرة إلى 10.3 في المائة من إجمالي القروض.⁷⁵

2.1.5 بداية الأزمة المكسيكية:

أدى انهيار البيزو في ديسمبر 1994 إلى ارتفاع حاد في أسعار الفائدة وتراجع كبير في النشاط الاقتصادي، ما دفع السلطات إلى ضخ رؤوس أموال وتغيير إدارات بعض البنوك بسبب شبهات احتيال. تلقى أكثر من نصف البنوك المحلية دعماً حكومياً، وبنهاية 1995 كانت البنوك التي تمتلك أكثر من 80% من أصول النظام المصرفي قد استغادت من برامج الدعم، دون تصفية أي بنك. وقدرت الحكومة تكلفة هذا الدعم بـ 7.5% من الناتج المحلي، رغم أن التقديرات الخاصة أشارت إلى أرقام أعلى.⁷⁶ و هذا ما يوجب علينا التطرق للأحداث التي سبقت أزمة العملة المكسيكية و الأسباب التي ساهمت في حدوثها. في عام 1993، تباطأ نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى 0.6%، وانخفض الاستهلاك الخاص والاستثمار الحقيقي، بسبب إعادة هيكلة الصناعة التحويلية، وتشديد شروط الائتمان، وتدهور نوعية قروض المصارف.

في 1 يناير 1994، شهدت المكسيك تمرداً للفلاحين في ولاية تشياباس، حيث سيطر جيش زاباتستا للتحريير الوطني، على بعض أكبر مدن الولاية. وكان هذا الحدث السياسي الأول في العام، والذي تبين لاحقاً أن له تأثيراً كبيراً على الاستقرار المالي للبلاد.⁷⁷

في فبراير 1994، بلغ احتياطي النقد الأجنبي للمكسيك ذروته عند 29.2 مليار دولار، مدعوماً بتدفقات قوية لرأس المال نتيجة موافقة الكونغرس الأمريكي على اتفاقية NAFTA، رغم الشكوك السياسية الناجمة عن انتفاضة تشياباس، مما أثار نقاشاً حول إمكانية إعادة تقييم البيزو بسبب ارتفاع الاحتياطيات في بداية العام.⁷⁸

في 20 ديسمبر 1994، تخلت المكسيك عن نظام سعر الصرف الثابت للبيزو مقابل الدولار، مما تسبب في انخفاض قيمته بنسبة 15% خلال يومين، وبعد تحرير سعره بالكامل في 22 ديسمبر، انهار البيزو

⁷⁵ Brenda Gonzalez-Hermosillo et al., "Determinants of Banking System Fragility: A Case Study of Mexico," *Staff Papers* 44, no. 3 (1997): 298.

⁷⁶ Ibid., 297.

⁷⁷ Dabrowski, "The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies," 10.

⁷⁸ Jones, *Causes and Lessons of the Mexican Peso Crisis*, 16.

بشكل حاد، مما أشعل أزمة البيزو المكسيكية (أزمة التيسو) التي أدت إلى اضطرابات مالية واقتصادية كبرى في البلاد وتدخل دولي لإنقاذ الاقتصاد.⁷⁹

3.1.5 أسباب الأزمة المكسيكية: تطرق الباحثون لعدة أسباب منها:

• انخفاض أسعار الفائدة قبل الأزمة:

من المثير للاهتمام أن فروق الفائدة مع الولايات المتحدة كانت تتراجع منذ بداية عام 1993 حتى مارس 1994، وهذا لأن التغييرات الهامة في السياسة النقدية للولايات المتحدة، والتي تزامنت مع تطورات سياسية دراماتيكية وغير متوقعة في المكسيك، قللت إلى حد كبير من جاذبية المكسيك للمستثمرين الأجانب والمحليين على حد سواء. في فبراير 1994، قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي رفع أسعار الفائدة من 3% إلى 3.25%. وكان من المتوقع حدوث زيادات أخرى، حيث كانت السلطات النقدية الأمريكية حريصة على إبطاء وتيرة النمو السريع للاقتصاد الأمريكي. وبالفعل، على مدار عام 1994، ارتفعت أسعار الفائدة الأمريكية ست مرات، حيث ارتفعت عوائد سندات الخزانة الأمريكية من 3% في يناير 1994 إلى 5.6% في ديسمبر 1994. وضاق الفارق بين سندات الخزانة الأمريكية والمكسيكية في فبراير 1994، حيث ارتفعت أسعار الفائدة الأمريكية وانخفضت أسعار الفائدة المكسيكية بنسبة 1%.⁸⁰

• العجز التجاري:

شهدت المكسيك زيادة كبيرة في الإنفاق الخاص والعجز التجاري⁸¹ في الفترة 1988-1994. وينبغي للمرء أن يلاحظ أن هذا النوع من التجربة مماثل لتجربة العديد من البلدان الأخرى التي اضطلعت ببرامج لتحقيق الاستقرار على أساس سعر الصرف. فقد وصل العجز التجاري إلى ما يقرب من 16 مليار دولار أمريكي في عام 1992، وانخفض إلى حد ما في عام 1993، وارتفع مرة أخرى إلى 18.4 مليار دولار أمريكي في عام 1994. ولم يعكس هذا العجز بهذا الحجم ضعف أداء الصادرات المكسيكية التي كانت تنمو بمعدل سنوي يزيد على 10% في المتوسط بين عامي 1990 و1994. وبدأ أن آفاق الصادرات المكسيكية واعدة جداً، خاصة بعد الموافقة النهائية على اتفاق التجارة الحرة لأمريكا الشمالية في نوفمبر 1994. و ينبغي للمرء أن يلاحظ في تلك المرحلة أن الولايات المتحدة كانت إلى حد بعيد الشريك التجاري

⁷⁹ Timothy J. Kehoe, "What Happened to Mexico in 1994-95?," in *Modeling North American Economic Integration*, edited by Patrick J. Kehoe and Timothy J. Kehoe (Springer Netherlands, 1995), 131.

⁸⁰ Jones, *Causes and Lessons of the Mexican Peso Crisis*, 16.

⁸¹ العجز التجاري = صادرات السلع - واردات السلع.

الأكثر أهمية، حيث كانت تمثل أكثر من 81% من الصادرات وأكثر من 71% من الواردات المكسيكية بالفعل في عام 1992. وقد زادت هذه الحصص أكثر من ذلك في السنوات اللاحقة.⁸²

• عدم الاستقرار السياسي:

شهدت المكسيك عام 1994 سلسلة من الأحداث السياسية الدراماتيكية التي مهّدت لأزمة البيزو، حيث اندلع تمرد تشياباس في 1 يناير، تلاه اغتيال المرشح الرئاسي للحزب الحاكم لويس دونالدو كولوسيو في 23 مارس مما أثار اضطرابات مالية حادة، ثم جاء فوز إرنستو زديلو بالرئاسة في 21 أغسطس ليتبع ذلك اغتيال زعيم الحزب الحاكم خوسيه فرانسيسكو رويز ماسيو في 28 سبتمبر، مما عمّق عدم الاستقرار السياسي وأضعف ثقة المستثمرين، ليبلغ الذروة مع انهيار البيزو في ديسمبر.⁸³

كل هذا استمر في التأثير على نظرة المستثمرين للمكسيك وأدت إلى حركة كبيرة من رؤوس الأموال إلى خارج البلاد. وقد استنزفت هذه النزوح احتياطات البلاد من النقد الأجنبي، وهو عامل أدى أيضًا إلى تدهور ثقة المستثمرين في سعر الصرف في المكسيك.

• النمو البطيء للاستثمار و انخفاض المدخرات:

فحسب دراسة (Tchiko, Faouzi, 2010) فقد كان الاقتصاد المكسيكي يعاني من قلة الإيداع.

أما الاستثمار الكلي فقد نما من 20.4 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1988 إلى 23.6 في المائة في عام 1994. ومن المثير للاهتمام أن استثمارات القطاع العام ظلت مستقرة نسبيًا بل وانخفضت في حين أن النمو كان بسبب ازدهار الاستثمار الخاص. ورافق ذلك انخفاض أكثر وضوحًا في الميل إلى الادخار. فقد انخفض إجمالي المدخرات من 19% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1988 إلى 15.2% فقط من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1993 و 15.7% في عام 1994. وانخفضت المدخرات الخاصة من 17.6% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1988 إلى 8.9% في عام 1993 قبل أن تبدأ في النمو، وإن كان بشكل متواضع في عام 1994. ويؤدي ذلك إلى استنتاج أن التدهور في الحساب الجاري، حيث بلغ العجز 7.9 في المائة في عام 1994، كان سببه الرئيسي عدم مضاهاة مستوى المدخرات الخاصة لمستوى الاستثمار الخاص.⁸⁴

⁸² Dabrowski, "The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies," 16.

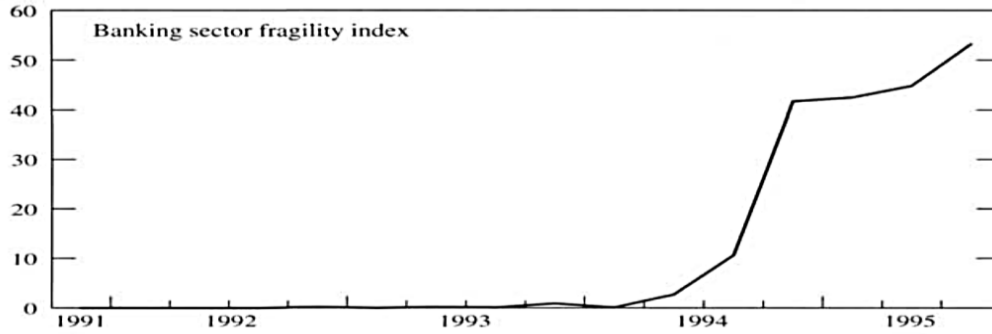
⁸³ Ibid., 18.

⁸⁴ Dabrowski, "The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies," 12.

• هشاشة النظام المصرفي:

تشير نتائج دراسة لـ (Gonzalez-Hermosillo & al, 1997) تؤكد نتائج الدراسة أن عوامل الاقتصاد الكلي، مثل ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية وانخفاض قيمة العملة، تلعب دوراً حاسماً في تحديد توقيت فشل البنوك، حيث تسرع من انهيار المؤسسات الهشة، في حين أن ارتفاع نسبة القروض المتعثرة ومخاطر القطاع المصرفي ككل (بما يشمل آثار العدوى) يقللان من مدة بقاء البنوك. كما أن التوسع السريع في الإقراض المصرفي يزيد هشاشة القطاع، بينما تعزز الأصول السائلة والقروض الآمنة (كالزراعية والإسكان) من قدرة البنوك على الصمود. وتكشف النتائج أن مؤشرات التحذير، خاصة ارتفاع نسبة القروض المتعثرة، تسبق الآزمات المصرفية بفترة طويلة، حيث ظهرت علامات الضعف قبل أزمة العملة التي أدت لاحقاً إلى تدخل حكومي واسع لإنقاذ القطاع المصرفي المتعثر.⁸⁵

البيان 06: مؤشرات هشاشة القطاع المصرفي



Source: Brenda Gonzalez-Hermosillo et al., "Determinants of Banking System Fragility: A Case Study of Mexico," *Staff Papers* 44, no. 3 (1997): 309.

• ارتفاع سعر الصرف الحقيقي:

ارتفع سعر الصرف الحقيقي بشكل مستمر منذ 1987 بنظام الربط الزاحف بسبب تدفقات رأس المال، وبلغ مستويات مشابهة لما قبل تخفيضات 1982 و1986، مما أُنذر بأزمة محتملة.⁸⁶

عانت المكسيك تقلبات متكررة في سياسة سعر الصرف قبل أزمة 1994، حيث شهدت تخفيضات كبيرة للعملة في 1976 و1982 و1985، ثم تبنت نظام سعر صرف ثابتاً عام 1988 كجزء من استراتيجية

⁸⁵ Gonzalez-Hermosillo et al., "Determinants of Banking System Fragility: A Case Study of Mexico," 309.

⁸⁶ Torbjörn Becker et al., "Devaluation Expectations and the Stock Market: A New Measure and an Application to Mexico 1994/95," *International Journal of Finance & Economics* 7, no. 3 (2002): 200.

مكافحة التضخم، تطور هذا النظام إلى ربط زاحف⁸⁷ معلن (1989-1991) مع تعديلين، ثم إلى نطاق تدخل متغير (1991-1994)، ورغم الانخفاض التدريجي للبيزو اسمياً، إلا أن التضخم المرتفع مقارنة بالولايات المتحدة أدى إلى ارتفاع قيمته الحقيقية بحوالي 15% إذا ما طبقت مؤشرات أسعار المستهلكين في المكسيك والولايات المتحدة أو ما يقارب 21% إذا ما استندت المقارنة إلى مؤشرات أسعار الجملة، مما خلق اختلالات اقتصادية ساهمت في الأزمة اللاحقة.⁸⁸

ويشير المنطق القياسي إلى حقيقة أن التثبيت القائم على سعر الصرف في ظل حركة رأس المال قد أدى إلى عجز كبير في الحساب الجاري وارتفاع حقيقي في قيمة البيزو الذي أصبح في مرحلة ما غير قابل للاستدامة وكان لا بد من تصحيح سعر الصرف الحقيقي.⁸⁹

هذا ما استخلصه الباحث (تشيكو فوزي، 2010) على أن المغالاة في تقييم البيزو كانت من الأسباب التي ساهمت في حدوث الأزمة المكسيكية.⁹⁰

• العجز في الحساب الجاري⁹¹:

في تحليل أسباب أزمة البيزو المكسيكي، وعمقها يظهر توافق في الآراء حول مجموعة متنوعة من العوامل. وتشمل هذه العوامل الحجم الكبير للعجز في الحساب الجاري، فسرعان ما تحول رصيد الحساب الجاري الذي كان يحقق فائضا في عام 1987 إلى أرقام سلبية. وزاد حجم العجز زيادة كبيرة بعد عام 1990. ففي عام 1991 بلغت نسبته 4.6 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1991، وفي عامي 1992 و 1993 ظل عند حوالي 6.5 في المائة ليصل إلى ما يقرب من 8% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1994، فضلا عن حقيقة أن جزءا مهما من هذا العجز تم تمويله من تدفقات رأس المال قصيرة الأجل نسبيا.⁹²

⁸⁷ نظام الربط الزاحف هو نوع من أنظمة أسعار الصرف التي تستخدمها بعض الدول لتنظيم قيمة عملتها الوطنية مقابل عملات أخرى. في هذا النظام، يتم ربط قيمة العملة الوطنية بعملة رئيسية مثل الدولار الأمريكي، ولكن مع إمكانية تعديل سعر الصرف تدريجيا بمرور الوقت وفقا لظروف السوق أو قرارات الحكومة. و يهدف النظام إلى الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي من خلال تجنب تقلبات كبيرة في سعر العملة، مع إعطاء الحكومة أو البنك المركزي إمكانية تعديل السعر تدريجيا استجابة لتغيرات السوق أو الأوضاع الاقتصادية.

⁸⁸ Dabrowski, "The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies," 14.

⁸⁹ Ibid., 12.

⁹⁰ Faouzi Tchiko, *Analyse des Crises des Pays Emergents: Proposition d'un Modele Explicatif* (PhD diss., Université de Tlemcen-Abou Bekr Belkaid, 2010).

⁹¹ الحساب الجاري = الميزان التجاري + ميزان الخدمات + الدخل من الاستثمارات + التحويلات الجارية.

⁹² Jones, *Causes and Lessons of the Mexican Peso Crisis*, 1.

و كان السبب الرئيسي في ذلك هو تجاوز استثمارات القطاع الخاص لمدخراته. وقد تم تمويل العجز عن طريق تدفقات عالية من رؤوس الأموال الأجنبية إلى القطاع الخاص، وكان معظمها استثمارات في الحواظ المالية.⁹³

• زيادة تكاليف الديون:

حسب دراسة (Tchiko, Faouzi, 2010) من بين الأسباب للآزمة المكسيكية هي ارتفاع الديون الخارجية. و ما يترتب عنها من تكاليف على غرار استنزاف الاحتياطيات الأجنبية.⁹⁴

في محاولة لخفض تكاليف خدمة الدين، حولت السلطات المكسيكية معظم الدين العام المكسيكي إلى تسوبونو (Tesobono)⁹⁵ قصير الأجل مقوم بالدولار بدلا من سندات السيئس⁹⁶ المقومة بالبيزو للحد من المخاطر الناجمة عن تقلبات العملة المحلية.⁹⁷

في يناير 1995، اندلعت أزمة سيولة في المكسيك بعدما عجزت الحكومة عن تجديد ديون تسوبونو (Tesobono) المفهرسة بالدولار وقصيرة الأجل، رغم وجود فائض مالي عام 1994 وعدم ارتفاع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويعزى السبب الرئيسي إلى النمو السريع في إصدار تسوبونوس خلال 1994، مما أدى إلى ارتفاع الديون الدولارية مقارنة بالاحتياطيات الدولية، وتقليص متوسط آجال استحقاق الدين، وفقا لـ (Kehoe (1996)، ما فاقم هشاشة الوضع المالي وأدى إلى الأزمة.⁹⁸

⁹³ Dabrowski, "The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies," 16.

⁹⁴ Faouzi Tchiko, *Analyse des Crises des Pays Emergents: Proposition d'un Modele Explicatif*.

⁹⁵ **التيسوبونو (Tesobono)** هو نوع من السندات الحكومية المكسيكية قصيرة الأجل، تم إصدارها بواسطة الحكومة المكسيكية في فترة التسعينات. كانت هذه السندات مرتبطة بالدولار الأمريكي، مما يعني أن قيمتها وأرباحها كانت تعتمد على سعر صرف الدولار مقابل البيزو المكسيكي. تم إصدار التيسوبونو بشكل خاص في فترة كانت فيها المكسيك تعاني من أزمة ديون، وكان الهدف من ذلك هو جذب الاستثمارات الأجنبية وتقليل الضغط على العملة المحلية (البيزو) عن طريق إصدار ديون مرتبطة بالدولار، مما يساعد في تقليل المخاطر المرتبطة بتقلبات العملة المكسيكية. بالتالي، كانت التيسوبونو أداة مالية تستخدم لتخفيض تكاليف خدمة الدين العام على المدى القصير.

⁹⁶ **سندات السيئس (Cetes)** هي نوع من السندات الحكومية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة المكسيكية، وهي اختصار لعبارة "Certificados de la Tesorería de la Federación"، والتي تعني "شهادات خزينة الاتحاد". تُعتبر السيئس أداة دين تستخدمها الحكومة المكسيكية لتمويل عجز الميزانية أو تغطية احتياجات مالية أخرى.

⁹⁷ Kehoe, "What Happened to Mexico in 1994-95?," 140.

⁹⁸ Kehoe and Meza, "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950-2010," 245.

4.1.5 آثار الأزمة المكسيكية:

وأعقب انخفاض قيمة البيزو ركوداً ملحوظاً وأزمة مصرفية كبيرة. ومع سحب المستثمرين أموالهم من البلاد، ارتفعت أسعار الفائدة في المكسيك بسرعة، مما دفع العديد من المستهلكين والشركات الذين اقترضوا أموالاً من البنوك التجارية أو من الأجانب إلى التخلف عن سداد قروضهم.

وقد اتضحت هشاشة النظام المصرفي مع الزيادة السريعة في حالات التخلف عن السداد في عام 1995، حيث ارتفعت نسبة القروض المتعثرة كنسبة مئوية من إجمالي قروض البنوك التجارية المكسيكية بشكل حاد. ونتيجة لذلك، بدأ البنك المركزي واللجنة المصرفية الوطنية عملية إنقاذ وتنظيف كبيرة للنظام. ويمكن تلخيص خطة الإنقاذ في ثلاثة برامج رئيسية. أولاً، أنشأت الحكومة صندوق ائتمان باسم PROCAPTE (ممول من صندوق تأمين الودائع FOBAPROA وبأموال من البنك المركزي). "أقرض هذا الصندوق الائتماني البنوك رأسماً كافياً للحفاظ على نسبة 9% من رأس المال مقابل سندات ثانوية مدتها خمس سنوات من البنك. في حالة عدم السداد، كانت السندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية يمكن بيعها من قبل الحكومة". لم يُسمح للبنوك بدفع أرباح الأسهم أو إصدار المزيد من الديون حتى تسدد هذه الأموال. ثانياً، فتحت الحكومة نافذة ائتمان دولارية خاصة لمساعدة البنوك على سداد ديونها المقومة بالدولار.

أخيراً، ساعدت الحكومة البنوك في تنظيف ميزانياتها العمومية من القروض المتعثرة باستخدام الأموال من FOBAPROA. فقد استبدلت السندات بشكل أساسي بالسندات المتعثرة. على الورق، كانت البنوك لا تزال مسؤولة عن تحصيل الفوائد وأصل السداد لتلك القروض، ولكن من الناحية العملية أصبحت هذه الآلية وسيلة بسيطة لشطب القروض وتمريضها إلى الحكومة. عندما وقعت البنوك في ضائقة مالية خطيرة، تدخلت اللجنة المصرفية الوطنية لتنظيف ميزانياتها العمومية باستخدام أموال فوابروا، ثم بيع البنوك لمستثمرين جدد، عادة ما تكون بنوك أجنبية. اكتملت هذه العملية بشكل عام بعد موافقة الكونجرس على إصلاح القانون المصرفي في عام 1997، والذي سمح للمستثمرين الأجانب بامتلاك وتشغيل حصة مهيمنة من البنوك التجارية في المكسيك. ومن أصل 27 مصرفاً تجارياً كانت تعمل في المكسيك في عام 1995، تدخلت اللجنة المصرفية الوطنية في 7 مصارف بحلول عام 1996.⁹⁹

يمكن قياس مدى استخدام أموال FOBAPROA لإنقاذ البنوك من خلال النظر إلى رقمين. أولاً، تمثل الأموال التي تم الحصول عليها من FOBAPROA الفرق بين إجمالي القروض المتعثرة والقروض المتعثرة المبلغ عنها - حيث تصل إلى 50% تقريباً من جميع القروض. ثانياً: التكلفة الإجمالية لخطة الإنقاذ كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، مقارنة بعمليات الإنقاذ الكبرى الأخرى في ذلك الوقت.

⁹⁹ Musacchio, "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995," 664.

وكانت خطة الإنقاذ المكسيكية التي بلغت 14 دولاراً من الناتج المحلي الإجمالي، هي الأعلى تكلفة من بين تلك المدرجة في الجدول في التسعينيات.

وقد تفاقمت مشكلة القروض المتعثرة وهشاشة البنوك بين عامي 1995 و1998 بطرق أخرى، حيث تبين أن الحوافز التي وضعت من خلال خطة الإنقاذ جعلت المصرفيين أكثر ميلاً للمخاطرة. وعندما أصبح من الواضح للمصرفيين أن صندوق النقد الدولي سوف يمتص القروض المدعومة، بدأوا في تقديم القروض لأنفسهم. ويجد هؤلاء المؤلفون أن 20% من جميع القروض الكبيرة من عام 1995 إلى عام 1998 ذهبت إلى المطلعين على البنوك والشركات المرتبطة بهم. لم تكن هذه القروض في الغالب مدعومة بضمانات وكان احتمال التخلف عن السداد أعلى من القروض المماثلة المقدمة لأطراف غير ذات صلة.¹⁰⁰

5.1.5 الإصلاحات المنتهجة لمواجهة الأزمة:

• زيادة المدخرات:

لتحقيق الاستقرار بعد الأزمة، اعتمدت السلطات المكسيكية في عام 1995 على سياسة نقدية وائتمانية صارمة، إلى جانب تشديد كبير في المالية العامة، خاصة خلال النصف الأول من العام، بهدف تسريع الانتعاش الاقتصادي. وكان من المخطط أن تسهم هذه الإجراءات في رفع المدخرات الوطنية بنسبة تعادل 3.5% من الناتج المحلي الإجمالي. كما تضمن البرنامج مواصلة الإصلاحات الهيكلية من خلال الخصخصة وتحرير بعض الأنشطة الخاضعة سابقاً لاحتكار الدولة، بما في ذلك في قطاع الخدمات. ولتخفيف آثار التكيف الاقتصادي، تم اتخاذ تدابير لحماية الفئات الأكثر فقراً.¹⁰¹

• رفع أسعار الفائدة و تخفيض ضغوط سوق الصرف:

إن من أهم التحديات والمشاكل التي تواجه العملات الوطنية عند تداولها في الأسواق العالمية، وتؤثر على قيمة العملة بالنسبة للعملات الأجنبية الأخرى. هذه الضغوط قد تنشأ نتيجة لعدة عوامل اقتصادية ومالية، وتتمثل في عدة مظاهر، أبرزها: العجز في الحساب الجاري، التضخم المرتفع، التقلبات الاقتصادية والسياسية، انخفاض الاحتياطيات النقدية، السياسات المالية والنقدية، و التأثيرات الخارجية كالتقلبات في أسعار السلع الأساسي، وعليه كان من أولويات السلطات هو معالجة هذه المشاكل.¹⁰²

¹⁰⁰ Musacchio, "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995," P 665.

¹⁰¹ Camdessus, "La Crise Financière Mexicaine, ses Origines, la Réponse du FMI et les Enseignements à en Tirer," 40.

¹⁰² Evan Tanner, "Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Asia and Latin America in the 1990s," *IMF Staff Papers* 47, no. 3 (2000): 320.

• دعم المصارف المكسيكية: اتخذت الحكومة قرار إنقاذ القطاع المصرفي:

تم تنفيذ التدخل الأولي من خلال صندوق حماية المدخرات FOBAPROA، الذي أنشئ عام 1990 لحماية مدخرات المواطنين في حال انهيار البنوك. وخلال الأزمة، تدخل الصندوق لإنقاذ البنوك المتعثرة عبر ضخ أموال كبيرة، استخدمت لشراء الأصول الرديئة وتقديم قروض لدعم استقرار النظام المالي.¹⁰³ ثانيًا، جاء التدخل عبر برنامج PROCAPTE لإعادة الرسملة المؤقتة، الذي بدأ في مارس 1995 بهدف إعادة هيكلة البنوك المتعثرة وتشجيع إعادة رسملتها. تم ذلك من خلال إعانات حكومية، واستحوذ مؤقتًا للدولة على حصص في البنوك، مع فرض شروط وضوابط صارمة على التمويل المقدم عبر البرنامج.

النوع الثالث من التدخل تمثل في شراء الحكومة للقروض المدعومة، وبدأ في صيف 1995 ليصبح الشكل الأوسع للمساعدة المصرفية. وبنهاية ديسمبر من نفس العام، كانت الحكومة قد اشترت، بخضم، قروضًا من عدة بنوك تمثل أكثر من 10% من إجمالي قروض القطاع المصرفي.¹⁰⁴ وهذا بغرض تخفيف العبء على البنوك المتعثرة واستعادة ثقة النظام المصرفي.

• الدعم الدولي للمكسيك:

في 31 يناير، وسع صندوق النقد الدولي خط الائتمان السابق للمكسيك من 7.8 مليار دولار إلى 17.8 مليار دولار. في إعلانه عن هذا التوسع في الائتمان، أوضح المدير الإداري لصندوق النقد الدولي Michael Camdessus هذه الخطوة على أنها مثال ملموس على دعم صندوق النقد الدولي لبرنامج التكيف غير المسبوق في المكسيك.¹⁰⁵

في 1 فبراير، وبعد ستة أيام من تقديم خطاب النوايا، وافق صندوق النقد الدولي على حزمة احتياطية للمكسيك بقيمة 17.8 مليار دولار لمدة 18 شهرًا، لدعم برنامج 1995-1996. واعتبرت هذه أكبر حزمة في تاريخ الصندوق من حيث القيمة ونسبة 688% من حصة المكسيك. تم صرف 7.8 مليار دولار فورًا، مع جدولة صرف الـ 10 مليارات المتبقية بعد مراجعة لاحقة في جوان.¹⁰⁶

¹⁰³ Kehoe and Meza, "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950-2010," 245.

¹⁰⁴ Gonzalez-Hermosillo et al., "Determinants of Banking System Fragility: A Case Study of Mexico," 298.

¹⁰⁵ Kehoe, "What Happened to Mexico in 1994-95?," 145.

¹⁰⁶ Camdessus, "La Crise Financière Mexicaine, ses Origines, la Réponse du FMI et les Enseignements à en Tirer," 40.

كان خط الائتمان بقيمة 50 مليار دولار، قدمت وزارة الخزانة الأمريكية 20 مليار دولار منها؛ وجاء المبلغ المتبقي من صندوق النقد الدولي (ما يقارب 18 مليار دولار)، وبنك التسويات الدولية (10 مليارات دولار)، والبنوك الخاصة (حوالي 3 مليارات دولار). استخدمت الحكومة المكسيكية حوالي 13 مليار دولار فقط من وزارة الخزانة الأمريكية وسددت الأموال بسرعة. وقد ساعد القرض بالفعل على استقرار الاقتصاد المكسيكي. ويقول روبيني وسيتسر (2004) أن "المكسيك كانت ناجحة: فقد سددت للولايات المتحدة قبل الموعد المحدد، واستعادت إمكانية الوصول إلى الأسواق بسرعة، وأعادت بناء الاحتياطيات التي كانت قد أهدرتها دفاعاً عن ربط سعر الصرف المبالغ في تقديره، واتبعت بشكل عام سياسات اقتصادية كلية حكيمة".¹⁰⁷

في مايو 1995، ظهرت مؤشرات إيجابية على نجاح البرنامج؛ حيث سجل الميزان التجاري فائضاً في الربع الأول، بعد عجز بـ4.3 مليار دولار في نفس الفترة من 1994. كما ارتفع البيزو من 8.1 إلى أقل من 6 بيزو للدولار منذ مارس، مدعوماً بانخفاض أسعار الفائدة وعودة الثقة. وتشير هذه التطورات إلى استقرار مالي متزايد.¹⁰⁸ وابتداءً من عام 1995، استؤنف النمو الاقتصادي، لكنه كان متواضعاً: فبين عامي 1995 و2007، نما الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 3.7 في المائة سنوياً.¹⁰⁹

2.5 الأزمة الآسيوية:

كان جوهر الأزمة انعكاساً مفاجئاً وكبيراً في تدفقات رأس المال. فقد تحولت الاقتصادات التي كانت تجتذب كميات كبيرة من رأس المال الأجنبي فجأة إلى هدف لسحب خطوط الائتمان قصيرة الأجل، وهروب رأس المال الاستثماري، وفرار المستثمرين المحليين إلى الخارج.

فعلى مدار الثلاثين عاماً التي سبقت الأزمة المالية الآسيوية، أظهرت كوريا وإندونيسيا وماليزيا وتايلاند أداءاً اقتصادياً رائعاً، نمواً سريعاً وتضخماً منخفضاً ومخدرات عالية واقتصاداً مفتوحاً وقطاعات تصدير مزدهرة. لذا ليس من المستغرب أن أحداً لم يتوقع حدوث الأزمة.

والى حد كبير، كانت هذه البلدان ضحية نجاحها إلى حد كبير. فالبلدان الآسيوية التي كانت مدعومة بأدائها الاقتصادي القوي حتى أوائل التسعينات، رفضت رؤية المشاكل عندما ظهرت لأول مرة. واعتقاداً

¹⁰⁷ Musacchio, "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995," 665.

¹⁰⁸ Camdessus, "La Crise Financière Mexicaine, ses Origines, la Réponse du FMI et les Enseignements à en Tirer," 40.

¹⁰⁹ Kehoe and Meza, "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950-2010," 227.

منها أنها كانت في مأمن من أزمة من النوع الذي هز أمريكا اللاتينية في الثمانينات، لأنها لم تكن تواجه العجز الكبير في ميزانياتها أو عبء الدين العام أو التوسع النقدي السريع أو العقوبات الهيكلية التي جعلت أمريكا اللاتينية عرضة للخطر، لم تبدأ البلدان الآسيوية في أخذ مشاكلها على محمل الجد إلا بعد فوات الأوان.¹¹⁰

1.2.5 الدول الآسيوية ما قبل الأزمة:

في بداية الثمانينات إلى غاية التسعينات شهدت دول شرق وجنوب شرق آسيا (مثل تايلاند وإندونيسيا وكوريا الجنوبية) نموا اقتصاديا سريعا مدفوعا بالتصنيع الموجه للتصدير وجذب الاستثمار الأجنبي المباشر. إلا أن معظم الدول عانت من عجز مستمر في الحساب الجاري في بداية التسعينات.

في تايلندا: تميز الاقتصاد خلال تلك فترة التسعينات أنه كانت هنالك تدفقات رأسمالية ضخمة نحو تايلاند مدفوعة بليبرالية الأسواق وتوقعات نمو مرتفع. سياسة ربط العملة بالدولار جعلت البات يبدو مستقرًا، مما جذب استثمارات أجنبية. و التوسع المفرط في الائتمان نحو القطاع العقاري، ما خلق فقاعة أسعار في سوق العقارات. مع ضعف في تنظيم القطاع المالي غير البنكي، مثل مؤسسات التمويل العقاري، مما زاد من هشاشة النظام.¹¹¹

تايلاند مثال على ذلك فقد بدأ الوضع يتدهور في عام 1996. وحذر صندوق النقد الدولي السلطات في أوائل عام 1997، ولكن ثبت أنه كان من الصعب إقناعها بخطورة المشاكل المقبلة. وبطبيعة الحال، لم يتم الإعلان عن هذا التحذير على الملأ، لأن ذلك كان من شأنه أن يعجل بالأزمة ذاتها التي كان الهدف منه منعها. والأكثر من ذلك، لم يقدر صندوق النقد الدولي المدى الكامل لمشاكل تايلاند في ذلك الوقت، لأنه لم يكن على علم بأن جميع احتياطات تايلاند تقريبا قد تم الالتزام بها بالفعل في السوق الآجلة، إلى أن طلبت السلطات المساعدة من صندوق النقد الدولي في منتصف عام 1997، مع استنفاد احتياطات البلاد القابلة للاستخدام تقريبا.¹¹²

¹¹⁰ B. Aghevli, "La Crise Asiatique: Causes et Remèdes," *Finance et Développement*, Fonds Monétaire International, 1999, 28.

¹¹¹ Ha-Joon Chang et al., eds., *Financial Liberalization and the Asian Crisis* (Palgrave, 2001), 83.

¹¹² Aghevli, "La Crise Asiatique: Causes et Remèdes," 28.

إندونيسيا: قبل الأزمة الآسيوية تميزت بنمو اقتصادي قوي لكن غير متوازن، مدفوع بالديون قصيرة الأجل. و القطاع المصرفي توسع بسرعة بدون رقابة كافية على المخاطر ما زاد في نسبة القروض المتعثرة. إضافة إلى ضعف الشفافية في النظام المالي والإداري¹¹³.

الفلبين: في بداية التسعينات عانت من عجز في الحساب الجاري بحوالي 5 % من الناتج المحلي الإجمالي، مدفوعا بعجز تجاري، مع نمو متواضع إلى أن تباطئ في سنة 1996 بسبب انخفاض الصادرات، و تميز القطاع المالي بطفرة في الإقراض مع زيادة نسبة القروض المتعثرة حيث بلغت 14 % من إجمالي القروض من إجمالي القروض، كما ارتفعت الديون قصيرة الأجل إلى 19% من إجمالي الديون بحلول 1996، و مثلت حوالي 79% من الاحتياطات الأجنبية مما جعلها عرضة لأزمة سيولة.¹¹⁴

كوريا الجنوبية: بعد سنة 1990 "التشايبول" (المجمعات الصناعية الكبرى) توسعت بشكل مفرط عبر الاقتراض. و كان الاعتماد على التمويل الخارجي في ظل سوق مالي لا يوفر الشفافية الكافية. إضافة إلى تدهور القدرة على سداد الديون، خصوصاً بعد انخفاض أرباح التصدير. وتأزم الوضع الاقتصادي في كوريا الجنوبية بعد فشل عدد من الشركات الكبرى قبل الأزمة مباشرة، مما أطلق إنذارات في الأسواق.¹¹⁵

ماليزيا: كدولة ناشئة في جنوب شرق آسيا، شهدت تحولات اقتصادية كبيرة بعد الاستقلال عن الاستعمار البريطاني عام 1957، خاصة عقب اضطرابات مايو 1969 الناتجة عن التفاوت الطبقي، والتي شكلت نقطة انطلاق لسلسلة من السياسات التنموية أبرزها إطلاق السياسة الاقتصادية الجديدة NEP عام 1970. استخدمت الدولة التخطيط كأداة رئيسية للسياسة الاقتصادية منذ عهد البريطانيين، وتعزز هذا الدور مع الخطة الخمسية الأولى (1971-1975) التي مثلت بداية مرحلة تدخل الدولة القوي في الاقتصاد، متضمنة أربعة محاور رئيسية: الزراعة والصيد، الصناعة والتعدين، التنمية الحضرية والريفية، والتعليم. وسعت الدولة إلى تبني نموذج مشابه لليابان في التشاور بين الحكومة والقطاع الخاص، وهو ما انعكس في مبادرات مهاتير محمد عام 1991 مثل حوار الميزانية وإنشاء مركز الأعمال الماليزي. وقد هدفت السياسات المتعاقبة حتى عام 1990 إلى القضاء على الفقر وتقليص الفوارق الطبقة، مع

¹¹³ Shalendra D. Sharma, *The Asian Financial Crisis: New International Financial Architecture, Crisis, Reform and Recovery* (Manchester University Press, 2003), 125.

¹¹⁴ Corsetti et al., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," 27.

¹¹⁵ Sharma, *The Asian Financial Crisis: New International Financial Architecture, Crisis*, 208.

اعتماد الخصخصة كحل لتجاوز محدودية قدرات الحكومة على تلبية الطلب المتزايد على الخدمات، بما يعزز التنمية الاقتصادية للبلاد.¹¹⁶

و في التسعينات (1990-1996) كان تدفق رؤوس أموال ضخم بعد تحرير الحساب الرأسمالي، إضافة إلى زيادة حادة في الاستثمارات الحكومية الكبرى، مثل مشاريع البنية التحتية. و سوق العقارات والبورصة ضل في تضخم مستمر مع تزايد الاعتماد على الاقتراض الأجنبي لتمويل الاستثمارات.¹¹⁷

2.2.5 بداية و انتشار الأزمة الآسيوية:

بداية الأزمة المالية في شرق آسيا كانت ناتجة جزئياً عن محاولات إصلاح القطاع المالي في أوائل التسعينيات، والتي جاءت بهدف تحديث المؤسسات المالية لكنها أدت فعليا إلى كشف الاقتصادات لمخاطر الأسواق العالمية. ففي إندونيسيا، تضاعف عدد البنوك الخاصة ثلاث مرات من 74 بنكا في 1988 إلى 206 بنوك بحلول عام 1994 بسبب حزم التحرير المالي. وفي تايلاند، تأسس ما يُعرف بـ "مرفق بانكوك الدولي المصرفي" الذي فتح المجال بشكل كبير للتعاملات بالعملات الأجنبية. وفي كوريا الجنوبية، سمحت إصلاحات منتصف التسعينيات للبنوك المحلية بالاقتراض قصير الأجل من الخارج.¹¹⁸

في 2 جويلية 1997، اندلعت الأزمة المالية الآسيوية عندما انهار سعر صرف البات التايلاندي بعد قرار تعويم العملة¹¹⁹ و تخلي الحكومة عن سياسة ربط البات بالدولار الأمريكي بعد محاولات فاشلة للدفاع عنه من خلال إنفاق الاحتياطات الأجنبية، كما يوضح البيان 07. أدى ذلك إلى موجة من المضاربات على العملات في المنطقة، وسرعان ما انتقلت العدوى إلى دول مجاورة مثل إندونيسيا، ماليزيا، وكوريا الجنوبية.

120

¹¹⁶ Benhergal Tayeb and Faouzi Tchiko, "The Impact of State Intervention on Economic Development: The Brazilian and Malaysian Experience," *Journal of Economic Growth and Entrepreneurship* 4, no. 5 (2021): 15.

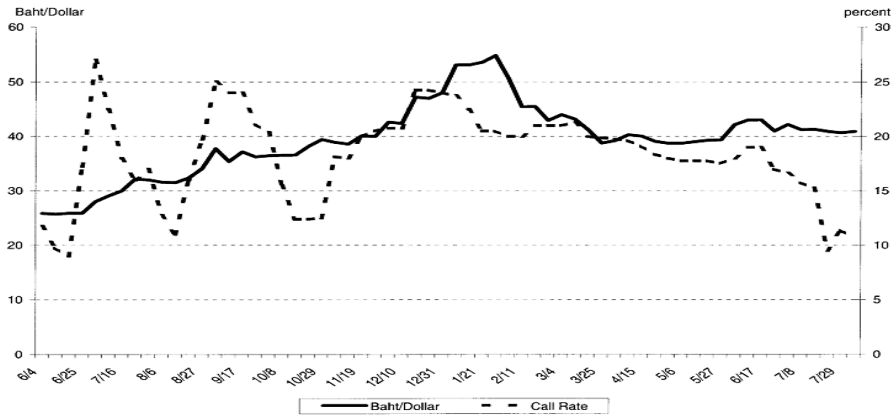
¹¹⁷ Pablo Bustelo et al., *Global and Domestic Factors of Financial Crisis in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999)* (Instituto Complutense de Estudios Internacionales, 1999), 15.

¹¹⁸ Steven Radelet and Jeffrey Sachs, *What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?* (Harvard Institute for International Development, 1999), 22.

¹¹⁹ تعويم العملة يعني تحرير سعر صرف العملة، أي جعل قيمتها تتحدد بحرية في سوق الصرف الأجنبي حسب العرض والطلب، من دون تدخل مباشر من البنك المركزي أو الحكومة.

¹²⁰ Mohamed Ayadi et al., "La Contagion de la Crise Asiatique: Dynamiques de Court Terme et de Long Terme," *Économie Internationale* 105, no. 1 (2006): 2.

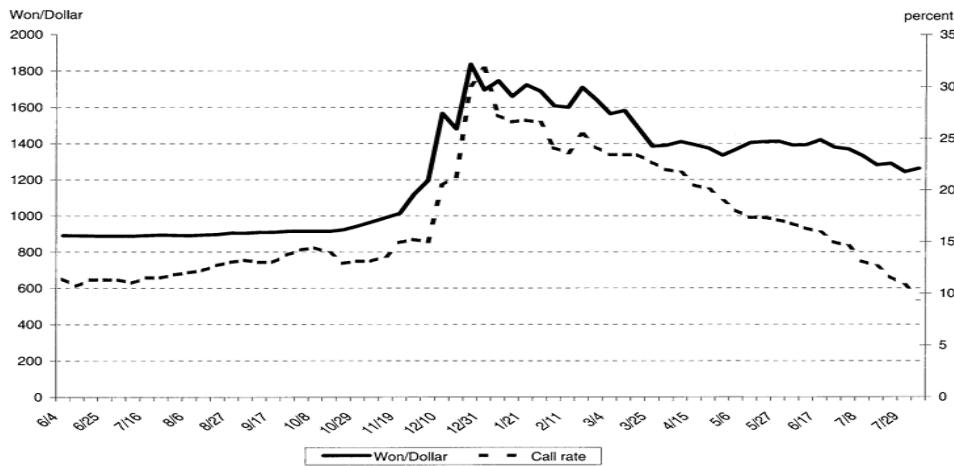
البيان 07: تغير سعر صرف البات للدولار في فترة الأزمة (المقياس الأيسر) وسعر الفائدة (المقياس الأيمن).



Source: Robert Dekle et al., "Interest Rate Stabilization of Exchange Rates and Contagion in the Asian Crisis Countries," in *Financial Crises in Emerging Markets*, edited by Reuven Glick et al. (Cambridge University Press, 2001), 359.

فبعد انهيار البات التايلاندي، بدأت الثقة في بقية العملات الآسيوية تتراجع بسرعة. المستثمرون الأجانب، القلقون من تعرض اقتصادات أخرى لنفس المصير، بدأوا بسحب أموالهم من ماليزيا، إندونيسيا، الفلبين، وهونغ كونغ. ما لبثت هذه العملات أن بدأت في الانخفاض الحاد.¹²¹ لينهار بيزو الفلبين وريغيت ماليزيا في جويلية 1997، و انخفضت الروبية الإندونيسية بـ 50% في أوت 1997 على الرغم من أنها بدت أقل تأثراً من تايلاند عند بداية الأزمة في جويلية 1997، حيث أشاد صندوق النقد الدولي بسياساتها "الحكيمة" وارتفاع معدلات الاستثمار والادخار، ثم بعد ذلك انهيار وون كوريا الجنوبية في نوفمبر 1997.¹²² كما توضح البيانات التالية:

البيان 08: تغير سعر صرف الوون للدولار في فترة الأزمة (المقياس الأيسر) وسعر الفائدة (المقياس الأيمن).

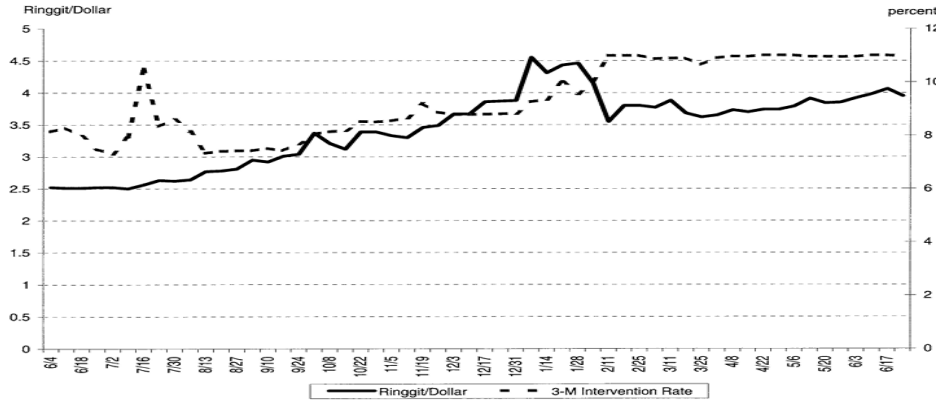


¹²¹ Sharma, *The Asian Financial Crisis: New International Financial Architecture*, Crisis, 181.

¹²² Robert J. Barro, *Economic Growth in East Asia Before and After the Financial Crisis*, National Bureau of Economic Research, no. w8330, 2001, 1.

Source: Dekle et al., "Interest Rate Stabilization of Exchange Rates and Contagion in the Asian Crisis Countries," 357.

البيان 09: تغير سعر صرف الرينغيت للدولار في فترة الأزمة (المقياس الأيسر) وسعر الفائدة (المقياس الأيمن).



Source: Dekle et al., "Interest Rate Stabilization of Exchange Rates and Contagion in the Asian Crisis Countries," 358.

و شهدت بعد ذلك بورصات هونغ كونغ وكوريا الجنوبية انهيارات حادة، و تأزم الأوضاع 1997 مع اعتراف كوريا الجنوبية بعجزها عن سداد ديونها الخارجية و معاناتها من نقص السيولة، إذ كانت الشركات الكبرى "Chaebols"¹²³ مثقلة بالديون، والبنوك ممولة بشكل مفرط من الخارج، و بدأت هذه الشركات تواجه أزمة سيولة، وانهارت واحدة تلو الأخرى. ما دفعها إلى طلب تدخل صندوق النقد الدولي.¹²⁴ هذا الانتشار ما جعل الأزمة تأخذ إسم "أزمة النمر الآسيوية".

3.2.5 أسباب الأزمة الآسيوية:

بحسب S. Radelet و J.D. Sachs (1998)، تعرف أزمة آسيا لعام 1997 بأنها أزمة سيولة ناجمة عن توقعات المستثمرين الدوليين التي تحقق ذاتها، رغم أن معظم الدول المتأثرة كانت تتمتع بميزانيات متوازنة، ومعدلات تضخم منخفضة، ولم تكن تعاني من بطالة مرتفعة أو سياسات ائتمانية غير مسؤولة. وقد استخدم صندوق النقد الدولي مؤشراً مركباً لقياس ضعف الاقتصاد الكلي بالاعتماد على سعر الصرف الحقيقي، ونمو الائتمان المحلي، ونسبة M2¹²⁵ إلى الاحتياطيات الدولية، حيث كشف المؤشر عن تزايد

¹²³ Chaebols هي تكتلات كبيرة مملوكة لعائلات في كوريا الجنوبية. كلمة "تشايبول" مشتقة من كلمتين كوريتين: "chae" (ثروة) و "bol" (عشيرة)، وتعنيان معاً "العشيرة الثرية" أو "تكتل الأعمال". وتلعب هذه التكتلات دوراً هاماً في الاقتصاد الكوري الجنوبي وهي ذات نفوذ على الصعيدين المحلي والدولي، و تتكون التكتلات عادةً من مجموعة متنوعة من الشركات التابعة لها، وغالباً ما تكون في صناعات متعددة، بما في ذلك الإلكترونيات والسيارات والبناء والتمويل وغيرها.

¹²⁴ Diana Hochraich, "Crise Financière et Compétitivité dans les Pays d'Asie. Au-delà de la Crise Monétaire," *Les Études du CERI*, no. 42 (1998): 4.

¹²⁵ M2 هي مجموع المعروض النقدي لقياس السيولة في الاقتصاد و تتكون من:

الضعف في اقتصادات مثل تايلاند وماليزيا وكوريا منذ أوائل 1997، في حين سجل هذا الضعف مبكرًا في الفلبين وإندونيسيا دون أن يؤدي مباشرة إلى أزمة عملة. أما في حالة ماليزيا، فقد بدأ التدهور الاقتصادي في 1995، غير أن الأزمة لم تكن لتقع لولا انتقال العدوى من تايلاند في صيف 1997. كما أن ارتفاع نسبة M2 إلى الاحتياطات زاد من هشاشة اقتصادات المنطقة، ومع ذلك، فإن احتمالات وقوع هجوم تخميني كانت متفاوتة بين الدول ولم تكن مرتفعة جدًا في 1997 وفقا لنماذج الاستدامة المستخدمة.¹²⁶ و من أهم أسباب الأزمة الآسيوية:

- **تدفقات رؤوس الأموال:** الاعتماد المفرط على رؤوس الأموال الأجنبية القصيرة الأجل و انعكاس تدفقها بعد سحبها بكميات كبيرة،¹²⁷ فحسب دراسة (Tchiko, Faouzi, 2010) كل الدول الآسيوية التي تعرضت لأزمة النمر شهدت تدفقات كبيرة لرؤوس الأموال الأجنبية. و لكن باختلاف فيما بينهم:
 - ففي كوريا، كان التدفق الصافي لرأس المال إلى الداخل هو نفس مقدار العجز في الحساب الجاري؛ وقد حال السداد المبكر للدين، حوالي عام 1980، دون تراكم الاحتياطات.
 - وفي تاوان، استُخدم رأس المال لتكوين الاحتياطات، ومنذ نهاية الثمانينات، كان هناك تدفق صافٍ لرأس المال طويل الأجل إلى الخارج نتيجة لإعادة التوطين.
 - وفي الفلبين، كان صافي التدفقات الداخلة منخفضا نسبيا حتى عام 1993، بسبب عدم ثقة المستثمرين في البلد الذي تخلف عن السداد في أوائل الثمانينات.¹²⁸

تدفقت رؤوس أموال أجنبية ضخمة إلى آسيا بفعل أسعار الفائدة المنخفضة، ما أدى إلى طفرة في الأسهم والعقارات، لكن ضعف الأنظمة المصرفية وسوء تخصيص الموارد فاقم هشاشة الاقتصاد. وزاد الأمر سوءًا اعتماد هذه التدفقات على ديون قصيرة الأجل، ما جعل البلدان عرضة لصدمات خارجية حادة.¹²⁹

كان جوهر الأزمة الآسيوية في الانعكاس المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال، حيث تحولت الاقتصادات الجاذبة للاستثمارات إلى وجهات لهروب رؤوس الأموال وسحب الائتمان قصير الأجل. ففي عام 1996، وصلت التدفقات إلى 97.1 مليار دولار، معظمها قروض خاصة، لكنها انعكست خلال ستة أشهر من

M1 (النقد المتداولة من العملات المعدنية والأوراق النقدية، و الودائع تحت الطلب)، إضافة إلى الودائع لأجل قصير .

¹²⁶ André Cartapanis et al., "Crises de Change et Indicateurs de Vulnérabilité: Le Cas des Pays Émergents d'Amérique Latine et d'Asie," *Économie Internationale* 76, no. 4 (1998): 69-93.

¹²⁷ Graciela Laura Kaminsky, *Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress* (International Monetary Fund, 1999), 11.

¹²⁸ Hochraich, "Crise Financière et Compétitivité dans les Pays d'Asie. Au-delà de la Crise Monétaire," 7.

¹²⁹ Aghevli, "La Crise Asiatique: Causes et Remèdes," 29.

1997 إلى تدفقات خارجة بقيمة 11.9 مليار دولار. وسرعة هذا التحول تعود إلى هيمنة القروض قصيرة الأجل، مما ضاعف من هشاشة تلك الاقتصادات.¹³⁰

• التحرير المالي¹³¹:

أدت سياسات التحرير المالي في أواخر الثمانينيات والتسعينيات إلى توسع سريع في القطاع المالي وزيادة الإقراض الأجنبي، حيث سُمح بإنشاء بنوك جديدة ومنحها حرية أوسع في جمع الأموال من الخارج. وتم تطوير مؤسسات مالية مثل مرفق بانكوك لجذب الاستثمارات، مما أدى إلى طفرة في الاقتراض والإقراض. وارتفعت ديون البنوك على القطاع الخاص بشكل كبير، كما في تايلاند حيث قفزت الالتزامات الأجنبية من 5% إلى 28% من الناتج المحلي خلال خمس سنوات. أما في إندونيسيا، فقد كان الاقتراض مباشرًا من قبل الشركات، مما جعلها عرضة لسحب مفاجئ للتمويل في أواخر 1997.¹³²

• المغالة في سعر الصرف:

اتبعت الدول الآسيوية سياسات أسعار صرف ثابتة أعطت شعورًا زائفًا بالأمان، مما شجع على الاقتراض بالدولار وتدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل. وقد ساهمت هذه السياسات في تثبيت أسعار السلع القابلة للتداول، بينما ارتفعت أسعار السلع غير القابلة للتداول، مما أدى إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي تدريجيًا. وأظهرت الدراسات على غرار دراسة (Tchiko, Faouzi, 2010)، و (Sharma, 2003) أن عملات الدول المتأثرة كانت مقومة بأعلى من قيمتها بنحو 10-20% بين 1994 و1996. هذا الجمع بين أسعار الصرف الثابتة وطفرة الاستثمار ساهم في الإفراط في الاستثمار وتراجع جودة المشاريع.¹³³

• الذعر المالي للمستثمرين:

تفاقمت الأزمة بسبب ذعر المستثمرين، حيث سارعوا إلى سحب استثماراتهم خوفًا من عدم قدرة الدول على سداد الديون، مما خلق حلقة مفرغة من انهيار الثقة. فإن الأزمة هي توازن سيء في حالة من التوازنات المتعددة. يحدث التوازن السيئ عندما يتوقع كل مستثمر أن يقوم المستثمرون الآخرون بسحب

¹³⁰ Radelet and Sachs, *What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?*, 2.

¹³¹ التحرير المالي يقصد به عملية تخفيف القيود الحكومية على الأنشطة المالية في الاقتصاد من أجل زيادة تدفق رؤوس الأموال.

¹³² Radelet and Sachs, *What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?*, 4.

¹³³ Sharma, *The Asian Financial Crisis: New International Financial Architecture, Crisis*, 209.

أموالهم فجأة. عندئذ يصبح من المنطقي لكل مستثمر، في الواقع، أن يتصرف كما هو متوقع، أي أن يسحب فجأة القروض المستحقة. عندما يحدث هذا، تتكشف أزمة اقتصادية حادة.¹³⁴

• الإختلالات في الحساب الجاري:

حيث نجد أنه في تايلاندا كان العجز مستمر في الحساب الجاري و يتراوح ما بين (6 إلى 9% من الناتج المحلي الإجمالي) في سنوات ما قبل الأزمة، أما بالنسبة لإندونيسيا فالعجز في الحساب الجاري كان من (3 إلى 4% من الناتج المحلي الإجمالي)، و في كوريا الجنوبية كانت نسبه بين (1% إلى 5% من الناتج المحلي الإجمالي)، و كانت الفلبين تعاني من عجز في الحساب الجاري يعادل (5% من الناتج المحلي الإجمالي)، أما ماليزيا فبلغت عجز كبير (10% من الناتج المحلي الإجمالي عام 1993).¹³⁵

• هشاشة النموذج التنموي لهذه الدول:

والذي اعتمد على تدفقات مالية ضخمة دون رقابة تنظيمية كافية. كانت الهشاشة البنوية (مثل الإفراط في الإقراض، والافتقار للشفافية) السبب الرئيسي في انتشار الأزمة بسرعة.¹³⁶ و عدم الإستدامة الإقتصادية بالأخص في إندونيسيا مع ارتفاع نسبة الديون الخارجية فيها و الفلبين.

• عدم كفاية احتياطات النقد الأجنبي لتغطية الواردات:

هو عدد الأشهر التي يمكن فيها للدولة تمويل وارداتها باستخدام احتياطياتها الدولية. إذا كانت القيمة أقل من 3 أو 4 أشهر، فإنها تعتبر منخفضة بشكل خطر وتشير إلى احتمال حدوث أزمة مالية. من بين الدول الخمس في شرق آسيا التي واجهت أزمة مالية في عام 1997، كانت الفلبين هي الدولة الوحيدة التي سجلت قيمة أقل لهذا المؤشر في عام 1996 (2.8%). في عام 1996، كانت قيمة هذا المؤشر في إندونيسيا 4.4، وتايلاند 7.0، وماليزيا 7.2، وكوريا الجنوبية 14.6.¹³⁷

¹³⁴ Radelet and Sachs, *What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?*, P 10.

¹³⁵ Corsetti et al., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," 7.

¹³⁶ Sharma, *The Asian Financial Crisis: New International Financial Architecture, Crisis*, 209.

¹³⁷ Dominick Salvatore and Fred Campano, "The Asian Financial Crisis and Warning Indicators-Then and Now," *East Asia Law Review* 5 (2010): 9 .

• أثر العدوى:

في الأزمة المالية الآسيوية كان مهما جدا. فالأزمة بدأت في تايلاند في 1997 وانتشرت إلى دول أخرى في جنوب شرق آسيا و شرق آسيا، بل وصل تأثيرها إلى بعض الدول النامية في مناطق أخرى.¹³⁸

• في كوريا الجنوبية مواجهة الشركات الكبرى (تشايبول) لأزمة سيولة بعد تراكم الديون مما جعلها غير فعالة من حيث الإدارة.

و من خلال هذا يمكننا القول أن الأزمة الآسيوية كانت نتيجة تفاعل معقد بين اختلالات عوامل داخلية وعوامل خارجية (كعدوى السوق).

4.2.5 آثار الأزمة الآسيوية:

كان الأثر قوي ففي يناير 1998 شهدت دول الأزمة الآسيوية انكماشاً اقتصادياً حاداً، رغم المساعدات المالية الدولية، فكان في إندونيسيا -16%، تايلاند -12%، ماليزيا -10%، كوريا الجنوبية -8%، إضافة إلى انخفاض في معدلات الاستثمار و أسعار الأسهم.¹³⁹

فبالنسبة لتايلاند تمثل أثر الأزمة المباشر في انهيار العملة (البات) بنسبة كبيرة أكثر من 50%، هروب سريع لرؤوس الأموال الأجنبية، بداية "عدوى" إلى دول الجوار، إفلاس عدد كبير من المؤسسات المصرفية و دخول الاقتصاد في ركود حاد و استقالة رئيس الوزراء التايلندي. إضافة إلى انهيار أسعار الأسهم و الأراضي سنة 1997 بعدما كانت مرتفعة إلى غاية 1996.¹⁴⁰

و في إندونيسيا انهارت قيمة الروبية بنسبة تجاوزت 80% مع انتشار موجة تضخم حاد، وارتفاع كبير في أسعار المواد الأساسية و إفلاس واسع للشركات والبنوك. و الأزمة أخذت بعداً سياسياً واجتماعياً، مما أدى إلى استقالة الرئيس سوهارتو في مايو 1998.¹⁴¹

أما كوريا الجنوبية تعرضت لأزمة سيولة شديدة في القطاع المصرفي نتيجة أزمة الديون المصرفية، وسلسلة من الإفلاسات في الشركات الصناعية الكبرى، مع تراجع حاد في قيمة الوون، وانهيار في سوق الأسهم.

¹³⁸ Mohamed Ayadi et al., "La Contagion de la Crise Asiatique: Dynamiques de Court Terme et de Long Terme," *Économie Internationale* 105, no. 1 (2006): 113-135.

¹³⁹ Barro, *Economic Growth in East Asia Before and After the Financial Crisis*, 2.

¹⁴⁰ Steven Radelet et al., "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity* 1998, no. 1 (1998): 38.

¹⁴¹ Sharma, *The Asian Financial Crisis: New International Financial Architecture*, Crisis, 139.

و ماليزيا انهارت قيمة عملتها (الرينجت) إضافة إلى انهيار سوق الأسهم مع تراجع الثقة في الاقتصاد الماليزي وارتفاع نسب الفقر والبطالة.

أما الفلبين فخسرت عملتها أكثر من 30 % من قيمتها، و تعرض الاقتصاد لركود حاد.¹⁴² هذا ما أدى إلى تدخل صندوق النقد الدولي القيام بإصلاحات من طرف الدول الآسيوية لتجاوز هذه الأزمة.

5.2.5 إصلاحات الأزمة الآسيوية:

في ديسمبر 1997، وافق صندوق النقد الدولي (IMF) على تقديم حزمة إنقاذ لكوريا الجنوبية بقيمة 57 مليار دولار، وهي من أكبر الحزم في تاريخ المؤسسة حينها، مما أدى إلى إعادة هيكلة الشركات الكبرى. تبع ذلك تدخلات مشابهة لصالح تايلاند وإندونيسيا، لكن هذه الحزم كانت مشروطة بتطبيق إصلاحات اقتصادية صارمة، منها سياسات التقشف و تقليص الإنفاق الحكومي، خصخصة الشركات العامة، ورفع معدلات الفائدة مؤديا إلى تفاقم الركود خلال تلك الفترة، مما جعل سياسات صندوق النقد الدولي تواجه انتقادات حادة بسبب الشروط القاسية التي فرضها.¹⁴³ و من أهم الإصلاحات التي قامت بها الدول في:

تايلندا: من أهم الإصلاحات كانت تشكيل حكومة جديدة تتضمن كل من وزير المالية و التجارة من دعاة التحرير الاقتصادي، و تأسيس مركز أبحاث لتصميم إصلاحات شاملة في الحكومة والأعمال والمجتمع تحت شعار "الحكومة الرشيدة" الذي روج له البنك الدولي.¹⁴⁴ و التخلي عن سياسة الربط بسعر الصرف الثابت مع إعادة هيكلة النظام المالي والمصرفي و إصلاح السياسات النقدية والمالية.

إندونيسيا: إغلاق وإعادة هيكلة البنوك المتعثرة و تحسين الحوكمة، إلا أنها تعرضت لانتقادات فيما يخص الإغلاق العشوائي للبنوك إذ أدى إغلاق 16 بنكاً في 1 نوفمبر 1997 دون خطة شاملة إلى تفاقم الذعر المالي وانهيار الثقة في النظام المصرفي.¹⁴⁵

أما بالنسبة لماليزيا فرفضت اللجوء إلى صندوق النقد الدولي، و قامت بفرض ضوابط على رأس المال لحد من هروب الأموال و تثبيت سعر صرف الرينجت لفترة إضافية إلى تنفيذ إصلاحات محلية شملت تقوية المؤسسات المالية.

¹⁴² Corsetti et al., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," 7.

¹⁴³ Hochraich, "Crise Financière et Compétitivité dans les Pays d'Asie. Au-delà de la Crise Monétaire," 3.

¹⁴⁴ Ha-Joon Chang et al., eds., *Financial Liberalization and the Asian Crisis*, 86

¹⁴⁵ Radelet and Sachs, *What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?*, 15.

و في كوريا فقامت بإغلاق المؤسسات المالية الضعيفة حيث في ديسمبر 1997 أغلقت حكومة كيم يونغ سام 14 بنكاً تجارياً بسبب أدائها الضعيف وممارسات الإقراض الخطرة. إضافة إلى تعزيز الرقابة من خلال إنشاء لجنة إشراف مالي للإشراف على البنوك و تحسين الشفافية و الرقابة على البيانات المالية. كما تم إصلاح نظم التشايبول من خلال طلب تقليص ديون الشركات و إجبار بعضها على بيع الأصول أو إعلان الإفلاس.¹⁴⁶

و اعتمدت كل الدول في إصلاحاتها على اتبعت الدول الآسيوية استراتيجية رفع مؤقت لأسعار الفائدة لوقف تدهور العملة ثم خفضها تدريجياً بعد الاستقرار، ونجحت كوريا وتايلاند في استعادة التوازن، بينما فشلت إندونيسيا بسبب تراجع التزامها بالإصلاحات، ما فاقم الأزمة و تقليل الاعتماد على الديون قصيرة الأجل، تحسين الشفافية و تعزيز الرقابة المالية. مما جعل مؤشرات الاستقرار تظهر تدريجياً في سنة 1999 بفضل تدخل صندوق النقد الدولي وبرامج الإصلاحات الاقتصادية، مع عودة الثقة تدريجياً إلى الأسواق. وبالرغم من بوادر التعافي، يبقى نجاح الإصلاحات مرهوناً بالظروف الدولية، خصوصاً في اليابان والولايات المتحدة.¹⁴⁷

3.5 الأزمة الروسية:

1.3.5 قبل الأزمة الروسية:

بعد تفكك الاتحاد السوفيتي عام 1991، واجهت روسيا تحديات اقتصادية هائلة في انتقالها من اقتصاد مركزي إلى اقتصاد سوق. لجأت الحكومة إلى برامج خصخصة واسعة، لكنها أدت إلى خلق طبقة من الأوليغارشية وخلقت اختلالات كبيرة في التوزيع. عانت البلاد من تضخم مرتفع، تراجع الإنتاج، وانخفاض في الإيرادات الحكومية و عجز الميزانية المستمر، مما أجبرها على الاعتماد على التمويل الخارجي لتغطية العجز.

في بداية 1995 توقيع اتفاق "الاستعداد الائتماني (Standby Agreement)" مع صندوق النقد الدولي (IMF)، ما أدى إلى تراجع التضخم، لكن السياسة المالية بقيت توسعية جداً. و الحكومة بدأت تمويل العجز من خلال سندات الخزنة المحلية (GKO) بفوائد حقيقية بلغت حوالي 100%. و في صيف

¹⁴⁶ Ha-Joon Chang et al., eds., *Financial Liberalization and the Asian Crisis*, 163.

¹⁴⁷ Aghevli, "La Crise Asiatique: Causes et Remèdes," 29.

1995 تم إدخال نظام نطاق صرف للعملة (ruble band) لإبطاء ارتفاع الروبل وتوجيهه نحو انخفاض تدريجي، ما أعطى انطباعًا زائفًا بالاستقرار¹⁴⁸.

ثم في أبريل 1996، بدأت روسيا مفاوضات مع نادي باريس و نادي لندن لإعادة هيكلة ديونها السوفيتية السابقة، في محاولة لتحسين وضعها الائتماني. خلال 1997، بدأت المؤشرات الاقتصادية بالتحسن نسبيًا: التضخم استقر عند 11%، وأسعار النفط كانت جيدة (23 دولارًا للبرميل)، وبدأت البنوك الروسية في زيادة انكشافها على الديون الأجنبية، وسط تنبؤات بمستقبل مالي أفضل. ورغم ذلك، ظل العجز في الميزانية مرتفعًا، وكانت الرواتب في القطاع العام تُدفع جزئيًا فقط، ما عكس هشاشة في أساس الاقتصاد.¹⁴⁹

في سبتمبر وأكتوبر، بدأت الأزمة الآسيوية في التأثير على روسيا، حيث شن المضاربون هجمات على الروبل، ما أجبر البنك المركزي الروسي على إنفاق 6 مليارات دولار من احتياطياته لدعمه. رغم نمو اقتصادي طفيف (0.8% بنهاية العام)، بدأت أسعار النفط والمعادن الأساسية في الانخفاض، ما زاد من الضغوط المالية.¹⁵⁰

تدفقت استثمارات المحافظ الأجنبية بشكل ضخم من 8.9 مليار في 1996 إلى 45.6 مليار دولار في 1997، مع زيادة الاعتماد على رؤوس الأموال الأجنبية القصيرة الأجل بشكل خطير، و في أكتوبر 1997 بدأت عدوى الأزمة الآسيوية تصل إلى روسيا مع انخفاض مفاجئ في سوق الأسهم الروسية بنسبة 19% في 28 أكتوبر.¹⁵¹

2.3.5 بداية الأزمة الروسية:

في جانفي-مارس 1998 تفاقم العجز المالي وعدم الاستقرار السياسي بعد إقالة يلتسين لتشيرنوميردين و عين سيرجي كيرينكو رئيسًا للوزراء، رغم وعود يلتسين بالإصلاحات. و في ماي-جوان 1998 انهارت أسعار النفط وارتفاع الفائدة أجبرت روسيا على إصدار سندات دولية (3.8 مليار دولار) و تم الاتفاق مع صندوق النقد والبنك الدولي على حزمة إنقاذ بـ 23 مليار دولار، لكن الدوما رفضت الإصلاحات الضريبية الضرورية، ما دفع صندوق النقد لصرف شريحة أولى فقط (4.8 مليار دولار). و تأزم الوضع في جويلية

¹⁴⁸ Brian Pinto and Sergei Ulatov, "Russia 1998 Revisited: Lessons for Financial Globalization," *World Bank-Economic Premise*, no. 37 (2010): 2.

¹⁴⁹ Chiodo and Owyang, *A Case Study of a Currency of Crisis: The Russian Default of 1998*, 9.

¹⁵⁰ Ibid., 12.

¹⁵¹ Anders Åslund, *Russia's Capitalist Revolution: Why Market Reform Succeeded and Democracy Failed* (Peterson Institute for International Economics, 2007), 174.

1998 بعدما فشلت خطة إنقاذ بقيمة 22.6 مليار دولار لتحويل الديون القصيرة إلى طويلة الأجل، واستمر ارتفاع الفائدة إلى 50%. ثم بدأ استنزاف احتياطات البنك المركزي في الدفاع عن سعر الصرف بعد تزايد الضغط على الروبل بسبب سحب المستثمرين لأموالهم. إلى أن انهارت السيولة في البنوك الروسية، وأعلنت روسيا تعثرها في سداد ديونها في أوت 1998 و تعويم الروبل مما تسبب بركود في الاقتصاد الروسي¹⁵². و يوضح الجدول 02 أهم الأحداث الروسية:

الجدول 02: التسلسل الزمني للأحداث الروسية

أفريل 1996	بدء المفاوضات مع نادي باريس و نادي لندن لسداد ديون الاتحاد السوفيتي
1997	فائض تجاري يقترب من التوازن. التضخم يبلغ حوالي 11%. بيع النفط بسعر 23 دولارًا للبرميل. المحللون يتوقعون تصنيفات ائتمانية أفضل لروسيا. البنوك الروسية تزيد من التزاماتها الأجنبية. تراجع الأجور الحقيقية. 40% فقط من القوة العاملة تتلقى أجورها كاملة وفي الوقت المحدد. عجز مرتفع في القطاع العام.
سبتمبر / أكتوبر 1997	اكتمال المفاوضات مع ناديي باريس ولندن.
11 نوفمبر 1997	الأزمة الآسيوية تتسبب في هجوم مضاربي على الروبل. البنك المركزي الروسي يدافع عن الروبل، ويخسر 6 مليارات دولار.
ديسمبر 1997	ينتهي العام بنمو قدره 0.8%.

¹⁵² Homi J. Kharas et al., "An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals," *Brookings Papers on Economic Activity* 2001, no. 1 (2001): 9.

فبراير 1998	بدء انخفاض أسعار النفط والمعادن غير الحديدية. تقديم قانون ضريبي جديد إلى الدوما.
23 مارس 1998	يلتسين يقلل الحكومة بأكملها ويعين كيرينكو رئيسًا للوزراء.
أفريل 1998	استمرار الطلبات على أموال من صندوق النقد الدولي. هجوم مضاربي جديد على الروبل.
أوائل ماي 1998	البرلمان الروسي يوافق أخيرًا على تعيين كيرينكو.
منتصف ماي 1998	دوبنين يحذر الوزراء من أزمة ديون وشيكة، بحضور الصحفيين.
19 ماي 1998	كيرينكو يصف الحكومة الروسية بأنها "فقيرة للغاية". البنك المركزي الروسي يرفع سعر الفائدة من 30% إلى 50% ويدافع عن الروبل بمليار دولار.
23 ماي 1998	لورنس سامرز لم يُمنح لقاءً مع كيرينكو.
27 ماي 1998	استمرار انخفاض أسعار النفط. يطالب أصحاب شركات النفط والغاز بخفض قيمة الروبل لزيادة قيمة صادراتهم.
صيف 1998	يغادر صندوق النقد الدولي روسيا دون التوصل إلى اتفاق حول خطة تقشف. البنك المركزي الروسي يرفع سعر الفائدة مجددًا إلى 150%.
20 جويلية 1998	الحكومة الروسية تعلن وتنتشر خطة لمواجهة الأزمة.
13 أوت 1998	صندوق النقد الدولي يوافق على حزمة مساعدات طارئة (أول دفعة بقيمة 4.8 مليار دولار).

تدهور الأسواق الروسية (الأسهم، السندات، العملات) بسبب مخاوف المستثمرين من تخفيض قيمة العملة.	
الحكومة الروسية تخفض قيمة الروبل، وتتخلف عن سداد الديون المحلية، وتعلن وقفًا مؤقتًا للمدفوعات للمقرضين الأجانب.	17 أوت 1998
إقالة كيرينكو. تعويم الروبل (تركه للسوق لتحديد سعره).	23-24 أوت 1998
انتهاء العام بانخفاض في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 4.9%.	ديسمبر 1998

Source: Abigail J. Chiodo and Michael T. Owyang, *A Case Study of a Currency of Crisis: The Russian Default of 1998* (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2002), 10.

3.3.5 أسباب الأزمة الروسية:

لعبت المخاطر الأخلاقية دوراً شبيهاً مؤكداً في روسيا. فمن الواضح أن المستثمرين كانت لديهم شكوك كبيرة حول استقرار روسيا على المدى المتوسط. وكانت علاوات المخاطرة على الأوراق المالية الروسية مرتفعة للغاية. وتحدث المستثمرون علانية عن خطر الانهيار، وعن شبكة الأمان التي يوفرها صندوق النقد الدولي ومجموعة الدول السبع (ضمنياً) لروسيا. وكان يُنظر إلى روسيا ببساطة على أنها أكبر من أن تفشل.¹⁵³ وفيما يلي أهم أسباب الأزمة:

• عجز مالي كبير في الميزانية العامة:

تطُرقت العديد من الدراسات من بينها:

دراسة (Åslund, Anders, 2007)، و دراسة (Tchiko, Faouzi, 2010) أن الحكومة الروسية كانت تعاني من عجز مالي مرتفع جداً في السنوات التي سبقت الأزمة.

حيث تراوح من 6.6% إلى 9.4% من الناتج المحلي بين 1995 و 1996 لم تتمكن من تمويله عن طريق الإيرادات الضريبية حيث أن نسبة كبيرة من الشركات، بما فيها شركات الدولة، لم تكن تدفع

¹⁵³ Radelet and Sachs, *What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?*, 9.

الضرائب. كما أن النظام الضريبي كان غير فعال، ما أدى إلى انخفاض شديد في الإيرادات الحكومية، و دفعها إلى الاقتراض الداخلي والخارجي بشكل مفرط.¹⁵⁴ كما يوضح البيان 10 العجز المالي لروسيا:

البيان 10: التضخم المستهدف والفعلي والعجز المالي، 1995-1998

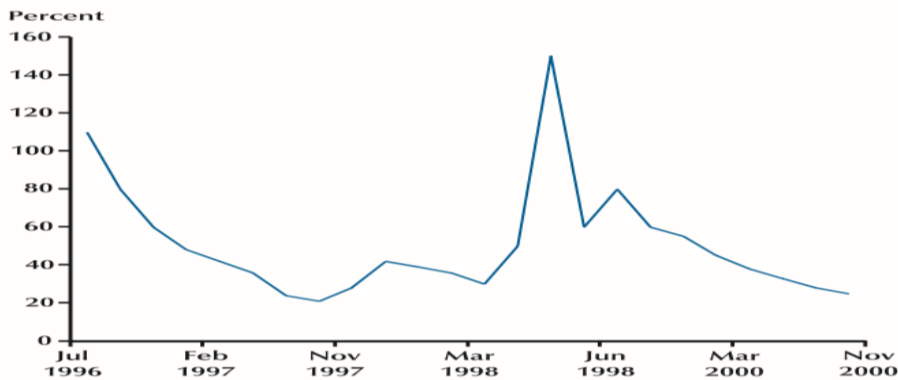
Year	12-month inflation rate (percent a year)		Fiscal deficit (percent of GDP) ^a	
	Target ^b	Actual	Target ^b	Actual
1995	63	131	6.0	5.7
1996	25	22	4.2	8.4
1997	9	11	3.2	7.0
1998	6	84	2.2	5.9 ^c

Source: Homi J. Kharas et al., "An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals," *Brookings Papers on Economic Activity* 2001, no. 1 (2001): 14.

• الاعتماد على الاقتراض قصير الأجل:

اعتمدت الحكومة بشكل متزايد على إصدار أدوات دين قصيرة الأجل مثل سندات GKO بفوائد مرتفعة لجذب المستثمرين، مما خلق مخاطر إعادة التمويل الكبيرة وزاد العبء المالي بسرعة و رفع من مخاطر السيولة.¹⁵⁵ كما يوضح البيان 11 معدل الإقراض للبنوك خلال التسعينات:

البيان 11: معدل الإقراض للبنوك الروسية



Source: Chiodo and Owyang, *A Case Study of a Currency of Crisis: The Russian Default of 1998*, 13.

¹⁵⁴ Åslund, *Russia's Capitalist Revolution: Why Market Reform Succeeded and Democracy Failed*, 173.

¹⁵⁵ E. T. Gurvich, *Looking Back at Russian Financial Crisis* (Rossiiskaia ekonomicheskaia shkola, 2001), 4.

حيث بدأت مؤشرات السوق المحلي في روسيا تدل على تصاعد مخاطر التخلف عن السداد وخفض قيمة العملة منذ نوفمبر 1997، بالتزامن مع انتقال الأزمة التايلاندية إلى كوريا وباقي الأسواق الآسيوية. ورغم تراجع مؤقت في هامش مخاطر التخلف عن السداد، إلا أنه عاد للارتفاع مطلع 1998، قبل أن تهدأ الأوضاع حتى منتصف مايو، حيث بدأ الهجوم المضاربي الأخير. وبحسب التقديرات، بلغت مخاطر خفض العملة ذروتها في يوليو 1998، وانخفضت جزئياً بعد الإعلان عن الحزمة الدولية، لكنها بقيت أعلى من مستوياتها السابقة، في حين لم تظهر مخاطر التخلف عن السداد تغيراً كبيراً، مما يعكس شكوك السوق بشأن الحزمة وحجم الدين. ومع تسوية مبادلة سندات GKO بسندات يوروبوند في 24 يوليو، قفزت المخاطر مجدداً واستمرت في التصاعد حتى وقوع الانهيار في 17 أغسطس، رغم التوقعات بتحسين الدين قصير الأجل.¹⁵⁶

• نظام مصرفي هش وغير منظم:

البنوك الروسية لم تكن مؤهلة للتعامل مع الصدمات الكبيرة، وكانت مرتبطة بشدة بالمضاربة وسندات الدين الحكومية، مما زاد من المخاطر النظامية. كما زادت من التزاماتها الأجنبية بشكل مفرط، وهو ما جعلها عرضة لانهيار في حال انخفاض قيمة الروبل أو فقدان الثقة.¹⁵⁷

كانت البنوك الكبرى في موسكو في قلب الأزمة الروسية بسبب تعرضها الكبير لسوق الديون الحكومية. وعلى عكس نظيراتها في دول أوروبا الوسطى، تميزت هذه البنوك بثلاث سمات: ارتباط محدود بالقطاع الحقيقي، وتشكيلها ضمن تكتلات مالية صناعية مرتبطة بشركات موارد طبيعية، ونفوذ سياسي واسع مكّنها من تحقيق مكاسب عبر امتيازات مثل "البنوك المعتمدة" ومزادات الخصخصة المعروفة بـ"قروض مقابل أسهم". رغم ضعف البيانات المحاسبية، إلا أن هشاشتها ظهرت بوضوح منذ أواخر 1997 نتيجة استثماراتها المكثفة في السندات الحكومية، وتعرضها لمخاطر خفض العملة، ومخاطر تجديد القروض الخارجية، والمكالمات الهامشية على صفقات الريبو. رفع أسعار الفائدة زاد الضغط على محافظها المالية، مما هدد بتدهور إضافي في أسعار الأصول واحتياطيات البنك المركزي. ورغم أن الإنقاذ الحكومي للبنوك كان محدوداً (حوالي 2٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام 1998)، إلا أن البنوك النافذة سعت لحماية مصالحها عبر التأثير السياسي، مثل إدراج فترة سماح على الديون الأجنبية في حزمة 17 أغسطس.

¹⁵⁶ Padma Desai, "Why Did the Ruble Collapse in August 1998?," *American Economic Review* 90, no. 2 (2000): 51.

¹⁵⁷ Zinkovskaya, "The Russian Financial Crisis: An Empirical Investigation," 64.

ويعتقد أن هذه المصالح، إلى جانب عملية مبادلة سندات GKO باليوروبوند، كانت عاملاً رئيسياً في تقديم موعد الانهيار إلى 17 أغسطس بدلاً من نوفمبر كما كان متوقعاً.¹⁵⁸

• تأثير العدوى من الأزمة الآسيوية 1997 :

أثارت الأزمة الآسيوية مخاوف المستثمرين من استقرار الاقتصاديات الناشئة، مما تسبب في هروب رؤوس الأموال من روسيا وزيادة الضغط على الروبل.¹⁵⁹

• انخفاض حاد في أسعار النفط والمواد الخام :

انخفاض أسعار النفط والمواد الخام: تشكل الوقود والطاقة حوالي 50% من إجمالي صادرات روسيا، حيث تمتلك روسيا 5% من احتياطات النفط العالمية وتنتج 10% من إجمالي الإنتاج العالمي للنفط. وقد أثر الانخفاض المستمر في أسعار النفط والمواد الخام بشكل سلبي على وضع الصادرات في البلاد، مما جعل الاقتصاد الروسي عرضة للتقلبات في أسواق الطاقة العالمية و كشف هشاشة النموذج الاقتصادي الروسي المعتمد على صادرات الطاقة.¹⁶⁰

• هجوم مضاربي على الروبل في عدة مناسبات (نوفمبر 1997، ماي أوت 1998) :

بسبب غياب الثقة، تعرض الروبل لهجمات متكررة، اضطر خلالها البنك المركزي للدفاع عنه مؤدياً ذلك إلى خسائر هائلة في احتياطات روسيا من العملات الأجنبية، ما جعل تعويم العملة حتمياً.¹⁶¹

• ارتفاع التضخم :

بحسب دراسة (Feridun Mete, 2004) تم تحديد التضخم كأحد المتغيرات المهمة في تحليل أسباب الأزمة المالية الروسية لعام 1998. وفقاً لنتائج نموذج probit، كان للتضخم تأثير كبير على وقوع الأزمة. حيث أظهرت النتائج أن التضخم كان مرتبطاً بشكل إيجابي مع وقوع الأزمة، و هذا يشير إلى أن

¹⁵⁸ Elli Malki, *The Financial Crisis in Russia* (SSRN, 1999), 4.

¹⁵⁹ Kharas et al., "An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals," 10.

¹⁶⁰ Tarek H. Selim, "A Comparative Essay on the Causes of Recent Financial Crises," *The Business Review of Cambridge* 3, no. 2 (2005): 4.

¹⁶¹ Chiodo and Owyang, *A Case Study of a Currency of Crisis: The Russian Default of 1998*, 12.

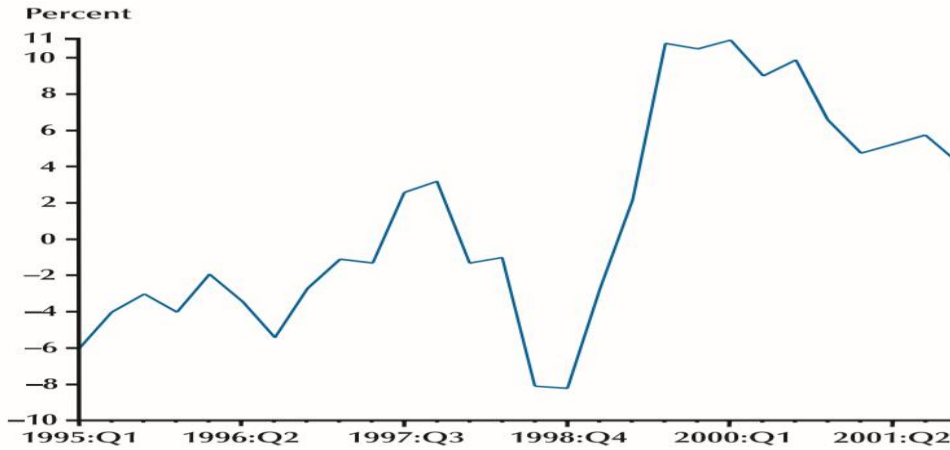
زيادة التضخم كانت مرتبطة بتزايد احتمالية حدوث الأزمة المالية. وبالتالي، كلما زادت معدلات التضخم، كان ذلك يزيد من الضغط على الاقتصاد ويزيد من احتمالية حدوث أزمة مالية. ففي عام 1998، وصل معدل التضخم في روسيا إلى 84.4%، وهو معدل مرتفع جدًا، وكان هذا من العوامل التي زادت من هشاشة الاقتصاد الروسي.¹⁶²

4.3.5 آثار الأزمة الروسية:

• انكماش الناتج المحلي الإجمالي:

انخفاض حاد في الناتج المحلي الحقيقي بنسبة 4.9% بنهاية عام 1998. عادت روسيا إلى الركود بعد أن بدأت تُظهر مؤشرات نمو ضعيف قبل الأزمة.¹⁶³ و هذا ما يتضح في البيان 12:

البيان 12: تغير الناتج المحلي الإجمالي الروسي 1995-2001



Source: Chiodo and Owyang, *A Case Study of a Currency of Crisis: The Russian Default of 1998*, 15.

• انهيار قيمة الروبل: تم تخفيض قيمة الروبل رسميًا في 17 أغسطس 1998، ثم ترك ليعوم في الأسواق. تسبب هذا في انخفاض كبير في القوة الشرائية للمواطنين، وارتفاع الأسعار على الواردات. و ارتفاع التضخم.¹⁶⁴

¹⁶² Mete Feridun, "Russian Financial Crisis of 1998: An Econometric Investigation," *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies* 1, no. 4 (2004): 119.

¹⁶³ Chiodo and Owyang, *A Case Study of a Currency of Crisis: The Russian Default of 1998*, 15.

¹⁶⁴ Åslund, *Russia's Capitalist Revolution: Why Market Reform Succeeded and Democracy Failed*, 174.

• إفلاس البنوك: العديد من البنوك الروسية، التي كانت تحتفظ بكميات كبيرة من سندات الحكومة أو مقترضة بالدولار، أعلنت إفلاسها أو انهارت فعليًا فحوالي 50% من البنوك في روسيا كانوا مفلسين دون أمل في الإنقاذ.¹⁶⁵

• ارتفاع التضخم لمستويات عالية: شكّل ارتفاع التضخم أحد أكثر التداعيات المباشرة والحادة للآزمة المالية الروسية في عام 1998. فمع إعلان الحكومة عن تعثر جزئي في سداد ديونها المحلية، انهار سعر صرف الروبل بنسبة عالية، ما أدى إلى تدهور كبير في قيمته الشرائية. هذا الانهيار دفع أسعار السلع المستوردة إلى الارتفاع بشكل حاد، الأمر الذي غذى موجة تضخمية سريعة وعنيفة. وصل التضخم إلى مستويات قياسية، حيث تجاوز 70%، مما أثر بشكل بالغ على معيشة المواطنين، وأدى إلى تآكل قدرتهم الشرائية. وأمام هذا الارتفاع الكبير في الأسعار، وجد كثير من الروس أنفسهم عاجزين عن تلبية احتياجاتهم الأساسية، لا سيما مع تراجع الأجور الحقيقية بشكل متزامن.¹⁶⁶

5.3.5 إصلاحات الأزمة الروسية: كانت عدة إصلاحات لمعالجة الأزمة أهمها:

• إعادة هيكلة الديون:

من بين العناصر الجوهرية في الحزمة المالية الروسية لعام 1998، برز عرض مبادلة طوعي لسندات الدين المحلي (GKO) المقومة بالروبل بسندات يوروبوند مقومة بالدولار، أعلن عنه في 13 يوليو، بالتزامن مع الاتفاق مع المؤسسات المالية الدولية. استهدف هذا الإجراء تخفيف الضغوط على السوق المحلية وتحسين هيكل الدين العام من خلال الاعتماد على أدوات دولية أكثر استقرارًا.

شمل العرض جميع سندات GKO التي تستحق قبل 1 يوليو 1999، والتي كانت تبلغ قيمتها الاسمية نحو 39.3 مليار دولار، بينما قدرت قيمتها السوقية بنحو 32.3 مليار دولار. وقد حددت وزارة المالية أسعار شراء لكل فئة من السندات، مع تقديم علاوات محددة خصوصًا للسندات التي يحين أجل استحقاقها خلال الفترة ما بين منتصف يوليو وأوائل سبتمبر. وبذلك، بلغت القيمة الإجمالية المقترحة للشراء حوالي 33.6 مليار دولار.

¹⁶⁵ Elli Malki, *The Financial Crisis in Russia*, 6.

¹⁶⁶ Christopher J. Gerry and Carmen A. Li, *Vulnerability to Welfare Change During Economic Shocks: Evidence from the 1998 Russian Crisis* (Center for Economic Research and Graduate Education, Academy of Sciences of the Czech Republic, 2002), 2.

مع ذلك، لم يكن العرض مفتوحاً لجميع الجهات؛ فقد تم استبعاد البنك المركزي الروسي وبنك "سبيربانك" الحكومي، اللذين كانا يحتفظان بحوالي 60% من السندات المؤهلة. ونتيجة لذلك، تقلص الحجم الفعلي للعرض إلى ما يقارب 13.4 مليار دولار. ولأغراض التسوية، تقرر تحويل المبالغ من الروبل إلى الدولار باستخدام متوسط أسعار الصرف المسجلة في سوق العملات بين البنوك بموسكو خلال الفترة من 14 إلى 17 يوليو.

تعد هذه الخطوة محاولة فنية لمعالجة أزمة الثقة وتخفيف الأعباء المالية قصيرة الأجل، لكنها كانت محدودة النطاق بسبب استثناء المؤسسات الكبرى من المشاركة، مما حد من أثرها الكلي على الأسواق.

167

• ترسيخ حوكمة المؤسسات:

عملت الحكومة الروسية على معالجة مسألة الحوكمة المؤسسية، مع تركيز خاص على حماية حقوق المساهمين من الأقليات، الذين عانوا من انتهاكات متكررة خلال عقد التسعينيات. ومن بين الإجراءات التي اتخذت، إصدار تنظيمات تحدد مواعيد وأماكن اجتماعات المساهمين، بهدف الحد من ممارسات الكتل المسيطرة التي كانت تعقد اجتماعات بشكل سري أو في أوقات وأماكن غير ميسرة، ما كان يُقصي المساهمين الأقلية ويهمّش دورهم في صنع القرار.¹⁶⁸

• إصلاح القطاع المصرفي:

وضعت العديد من الخطوات المهمة التي لا بد من اتخاذها بعد فيما يتعلق بإنشاء أساس قانوني لأنشطة البنوك. هذه هي الإصلاحات "التطويرية" التي تم الإشارة إليها سابقاً. ومن بين القضايا التي يجب اعتبارها من الأولويات الرئيسية لتعزيز تطوير الأنشطة الوسيطة في القطاع المصرفي الروسي، ما يلي:

الإقراض المضمون: تطوير نظام الإقراض المدعوم بالضمانات لضمان أمان المعاملات وزيادة الثقة في الائتمان المصرفي.

¹⁶⁷ Kharas et al., "An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals," 35.

¹⁶⁸ William H. Cooper, *Russia's Economic Performance and Policies and Their Implications for the United States* (Congressional Research Service, 2008), 11.

الودائع لأجل: تعزيز سوق الودائع لأجل لجذب المزيد من المدخرات الخاصة وتوفير استقرار مالي للبنوك.

الاندماجات والاستحوادات: تشجيع الاندماجات والاستحوادات بين البنوك لتقوية النظام المصرفي وزيادة الكفاءة التشغيلية.¹⁶⁹

• دعم صندوق النقد الدولي:

تدخل صندوق النقد الدولي (IMF) في الأزمة المالية الروسية التي نشبت في عام 1998 في العديد من المراحل، من خلال تقديم دعم مالي وتنفيذ خطط إصلاحية تهدف إلى استعادة الاستقرار الاقتصادي وتحقيق التوازن المالي. كان الهدف الرئيسي لهذا التدخل هو معالجة العجز المالي الكبير، والحفاظ على الاستقرار النقدي، واستعادة ثقة الأسواق والمستثمرين في الاقتصاد الروسي. إلا أن عدم التوافق التام في بنود الإصلاحات بين روسيا و صندوق النقد الدولي جعله يخفض قيمة حزم الإنقاذ.

4.5 الأزمة البرازيلية:

1.4.5 ما قبل الأزمة البرازيلية:

رغم وقوع انقلاب عام 1964، شهدت البرازيل أداء اقتصاديا جيدا، إذ أولى النظام الحاكم حينها اهتماماً بتطوير الاقتصاد وتعزيز الاستقرار السياسي. وفي هذا الإطار، عين المجلس العسكري حكومة تكنوقراطية بقيادة "ديلفيم نيتو"، الذي تبنى استراتيجية نمو قائمة على إحلال الواردات، من خلال التركيز على القطاعات الرائدة مثل الحديد والصلب، والإلكترونيات، وصناعة السيارات.¹⁷⁰

بين عامي 1964 و 1979، مرّت البرازيل بتحوّلات اقتصادية كبيرة تحت الحكم العسكري، بدأت بتخفيضات نادرة وكبيرة في سعر الصرف (1964-1967) ثم اتبعت سياسة "التخفيضات الصغيرة" (1968-1973) لتحفيز النمو والصادرات، فيما عرف بـ "المعجزة البرازيلية".¹⁷¹

فشهدت البرازيل بين 1968 و 1973 نمواً اقتصادياً قوياً بمعدل سنوي بلغ 10%، واستمر هذا الأداء خلال السبعينيات بفضل ارتفاع معدلات الادخار والاستثمار، مع الاعتماد على الادخار المحلي ورؤوس

¹⁶⁹ OCDE, *OECD Economic Surveys: Russian Federation 2004* (OECD Publishing, 2004), 236. https://doi.org/10.1787/eco_surveys-rus-2004-en.

¹⁷⁰ Benhargal and Tchiko, "The Impact of State Intervention on Economic Development," 10.

¹⁷¹ Joao Ayres et al., *The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960-2016*, National Bureau of Economic Research, no. w25421, 2019, 8.

الأموال الأجنبية. غير أن أزمة الديون في الثمانينيات أدت إلى تراجع حاد في التدفقات الخارجية، مما دفع إلى توجيه الموارد الداخلية نحو تمويل الدولة. ورغم النمو في السبعينيات، عانت البلاد من عجز تجاري تقاوم بعد الصدمة النفطية الأولى، بينما تحققت فوائض تجارية في الثمانينيات نتيجة تقليص الواردات، لكن ذلك ترافق مع تباطؤ اقتصادي وارتفاع في التضخم وأزمة ديون. وأسفر هذا النموذج عن اختلالات هيكلية، شملت اقتصادًا مغلقًا، وتضخمًا مزمنًا، وقطاعًا عامًا مترهلًا، وأزمة مالية، وتفاوتًا في توزيع الثروة، وعبئًا كبيرًا من الديون الداخلية والخارجية.¹⁷²

أما بالنسبة للإدخار حسب دراسة (Paiva, Claudio, 2020) تناولت المحددات التجريبية للإدخار الخاص في البرازيل خلال الفترة 1965-2000، ويبيّن أن الإدخار الخاص يتأثر سلبًا بالإدخار العام، حيث أن زيادة الإدخار العام بنسبة 1% من الناتج المحلي تؤدي إلى ارتفاع الإدخار القومي بنسبة 0.2% على المدى الطويل، مع الإشارة إلى تراجع هذا الأثر منذ منتصف التسعينيات. كما أظهر البحث أن تعميق النظام المالي يعزز معدل الإدخار، مما يجعل من سياسات تطوير الأسواق المالية وإصلاح نظام الضمان الاجتماعي أدوات فعالة لتحفيز الإدخار الوطني. وأكدت النتائج أيضًا أن تحسن شروط التبادل التجاري الخارجية يساهم إيجابًا في رفع معدلات الإدخار، خاصة من خلال تنويع الصادرات وفتح أسواق جديدة، مع التأكيد على أهمية الجهود الحكومية لمكافحة إعانات الدول الصناعية للصادرات الزراعية، مما يدعم النمو الاقتصادي والإدخار القومي على المدى البعيد.¹⁷³

بين عامي 1973 و1979، وبعد صدمة النفط الأولى، قررت الحكومة البرازيلية عدم خفض قيمة العملة ولجأت إلى سياسات بديلة لدعم الإنتاج المحلي وتقليص الواردات، مما أدى إلى ارتفاع الدين الخارجي وتدهور المالية العامة. استفاد رجال الأعمال والمستثمرون الأجانب من هذه السياسات، بينما تضرر العمال بسبب انخفاض الأجور الحقيقية وتفاقم التفاوت. في عام 1979، ومع تولي الرئيس العسكري فيغويريدو، عُيّن ماريو سيمونسن وزيرًا للاقتصاد، وحاول تطبيق سياسة تقشف تقليدية، لكنه استقال نتيجة ضغوط من رجال الأعمال والمزارعين. خلفه دلفيم نيتو الذي اعتمد خفضًا كبيرًا للعملة في نفس العام، لكن الإجراء فشل في كبح التضخم وأدى إلى تراجع احتياطات العملات الأجنبية. ومع تقاوم الأزمة العالمية، لجأت الحكومة في 1983 إلى اتفاق مع صندوق النقد الدولي واتبعت سياسات تقشف قاسية،

¹⁷² Soraia Tandel, *Stabilisation et Développement Économique au Brésil: Le Plan Real de 1994 à 1999* (Chaire Téléglobe Raoul-Dandurand en Études Stratégiques et Diplomatiques, 2000), 4.

¹⁷³ Claudio Paiva and Sarwat Jahan, "An Empirical Study of Private Saving in Brazil," *Brazilian Journal of Political Economy* 40, no. 1 (2020): 124-137.

ما تسبب بركود حاد، رغم تحسن الميزان التجاري. وفي 1984، ساهم تعافي الاقتصاد الأمريكي وانخفاض الواردات في تحقيق فائض تجاري قياسي، مع بقاء التضخم مرتفعاً.

في عام 1985، تولى جوزيه سارني الرئاسة بعد وفاة تانكريدو نيفيس، وبسبب ضعف شرعيته السياسية، اتخذ قرارات اقتصادية شعبية، منها استمرار خفض سعر الصرف وربطه لاحقاً بتضخم الأشهر السابقة، ما أدى إلى تذبذب كبير في سعر الصرف الحقيقي. وفي فبراير 1986، أطلقت الحكومة "خطة كروزادو" لكبح التضخم، عبر تثبيت الأسعار وسعر الصرف، وزيادة الأجور، وتحفيز الاستهلاك، ما أدى إلى ارتفاع المبيعات بنسبة 23%. غير أن الخطة سرعان ما واجهت صعوبات نتيجة زيادة الطلب وظهور سوق سوداء. وفي أكتوبر 1986، تخلت الحكومة عن تثبيت سعر الصرف، لكنها تمكنت من تحقيق مكاسب سياسية في انتخابات نوفمبر من العام نفسه.¹⁷⁴

في فبراير 1987، تولى فنانو بريسير بيريرا وزارة المالية وأطلق **خطة بريسير** التي جمعت بين نقشف مالي وتجميد الأسعار. خفضت وتيرة تخفيضات سعر الصرف، وانخفض التضخم مؤقتاً، لكنه عاد للارتفاع بنهاية العام، ما أدى إلى فشل الخطة.

بين 1988 و1990، اعتمدت الحكومة سياسة نقشف بسيطة سميت "الأرز والفاصوليا"، والتي هدفت إلى إبقاء التضخم تحت السيطرة. ورغم بعض النجاحات، عاد التضخم للارتفاع، وفشلت محاولات احتوائه عبر اتفاق اجتماعي على الأسعار والأجور.

في يناير 1989، أطلقت خطة الصيف التي تضمنت تثبيت الأسعار وسعر الصرف، مع تخفيضه أولاً بنسبة 18%. لكن بسبب ضعف ثقة السوق بعد فشل الخطط السابقة، ظهرت مضاربات على الدولار، واضطرت الحكومة للعودة إلى تخفيضات شهرية في يونيو 1989.¹⁷⁵

في 1990، أطلق الرئيس كولور خطة إصلاح جذرية لمكافحة التضخم شملت تجميد الأصول وتحرير الأسعار، لكنها فشلت وتسببت في أزمة ثقة. بعد استقالته في 1992، تولى فرانكو الحكم وسط تذبذب اقتصادي حتى عين كاردوسو وزيراً للمالية، الذي أطلق خطة الريال في 1994 بعد إعداد تقني دقيق شمل

¹⁷⁴ Marco Bonomo and Cristina Terra, *The Political Economy of Exchange Rate Policy in Brazil: 1964-1997*, Department of Economics, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 1999, 16.

¹⁷⁵ Maria Cristina T. Terra, *The Political Economy of Exchange Rate Policy in Brazil: 1964/1997*, Department of Economics, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Working Paper no. 389, 1998, 15.

تعديلاً مالياً وإنشاء وحدة حساب جديدة (URV)¹⁷⁶ لكسر الارتباط بالتضخم. ثم تم تحويلها إلى العملة الجديدة "الريال" في جويلية 1994، مما خفّض التضخم بشكل حاد، وأسفر عن فوز كاردوسو في الانتخابات. اعتمدت الخطة على سياسة سعر صرف مرّن جزئياً، ما أدى إلى ارتفاع قيمة الريال بنسبة 18%، وهو ما أضعف التنافسية الخارجية وأضر بالميزان التجاري.¹⁷⁷

شهدت البرازيل تدفقات كبيرة من رأس المال الأجنبي، خاصة بعد تنفيذ خطة الريال، و جاءت التدفقات أساساً من الولايات المتحدة وأوروبا و تركزت على:

- استثمارات المحافظ المالية: (Portfolio Investments) مثل الأسهم والسندات الحكومية.
- الاستثمار الأجنبي المباشر: (FDI) والذي بدأ بالنمو تدريجياً خلال النصف الثاني من التسعينات.¹⁷⁸

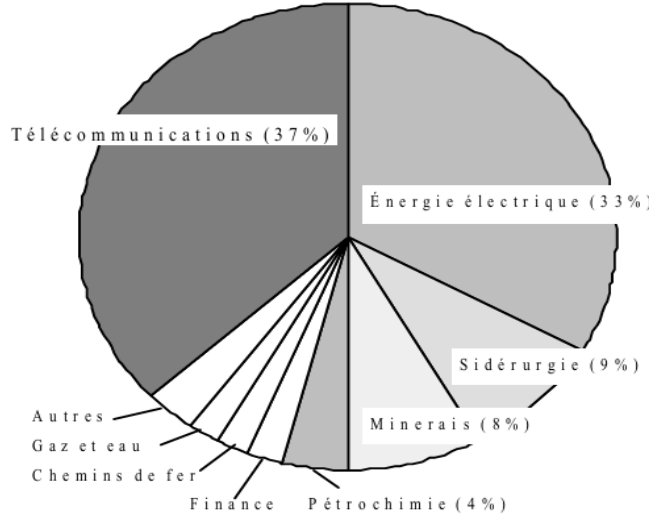
فقامت السلطات البرازيلية بإصلاحات هيكلية مثل التحرير الاقتصادي والخصخصة، مما عزز الاستثمار والإنتاجية، كما نلاحظ في البيان 13 حجم الخصخصة:

¹⁷⁶ URV هي اختصار لـ "Unidade Real de Valor"، أي "الوحدة الحقيقية للقيمة"، وهي كانت وحدة حساب مؤقتة أنشأتها الحكومة البرازيلية في مارس 1994 خلال المرحلة التحضيرية لخطة الريال. لم تكن عملة حقيقية بل أداة محاسبية تستخدم لتسعير السلع والخدمات والعقود، وكانت مرتبطة بالتضخم اليومي، مما سمح بفصل التسعير عن العملة المحلية المتضخمة. بعد استقرار الأسعار واكتساب URV ثقة السوق، تم في جويلية 1994 تحويلها إلى عملة فعلية باسم "الريال (BRL)"، وهي العملة التي لا تزال تُستخدم في البرازيل حتى اليوم.

¹⁷⁷ Ayres et al., *The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960-2016*, 11.

¹⁷⁸ Márcio Gomes Pinto Garcia and Alexandre Barcinski, *Capital Flows to Brazil in the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls* (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia, 1996).

البيان 13: الخصخصة في البرازيل بين عامي 1991 و1999 حسب قطاع النشاط



Source : Soraia Tandel, *Stabilisation et Développement Économique au Brésil: Le Plan Real de 1994 à 1999* (Chaire Téléglobe Raoul-Dandurand en Études Stratégiques et Diplomatiques, 2000), 12.

و على الصعيد المالي، ركزت الخطة على ضبط الحسابات العامة عبر التفاوض حول ديون الولايات، وزيادة الرقابة على البنوك العامة، ورفع الإيرادات، وإنشاء "صندوق اجتماعي للطوارئ"، رغم أن الإصلاحات الهيكلية بقيت محدودة. أما في الجانب النقدي، فقد هدفت الخطة إلى استعادة وظائف العملة (الريال) من خلال إلغاء نظام الفهرسة التدريجية، والاعتماد على سياسة أسعار الفائدة المرتفعة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، ما ساهم في خفض التضخم لكنه قيد الاستثمار الداخلي. فيما يخص سياسة الصرف، اعتمدت الحكومة بين 1994 و1999 نظام "التعويم المدار" ضمن نطاق محدد مقابل الدولار، ما أدى إلى تقدير مفرط للريال، وساهم في تدهور الميزان التجاري وزيادة الاعتماد على رؤوس الأموال الخارجية. الآزمات المالية مثل أزمة المكسيك 1994 والأزمة الآسيوية 1997 كشفت هشاشة هذا النموذج، وأدت إلى هروب رؤوس الأموال، وارتفاع أسعار الفائدة مجددًا، ما ضاعف الضغط على الاقتصاد البرازيلي مع اقتراب نهاية التسعينات.¹⁷⁹

فانتسمت الأشهر الأولى من "خطة الريال" بنمو اقتصادي سريع. ومع ذلك، بين عامي 1995 و1999، بدأ معدل النمو في التراجع تدريجياً، خاصة بعد الأزمة المكسيكية في 1994-1995 والأزمة الآسيوية في عام 1997. ويعزى هذا الاتجاه التنازلي مباشرة إلى مزيج السياسات النقدية وسياسات الصرف المتبعة لمكافحة التضخم، إضافة إلى هشاشة الاقتصاد البرازيلي على الساحة الدولية. ومن ناحية أخرى، أصبح الاقتصاد البرازيلي أكثر اعتماداً على رؤوس الأموال الدولية، مما جعله أكثر عرضة لتقلبات مزاج

¹⁷⁹ Tandel, *Stabilisation et Développement Économique au Brésil*, 10.

المستثمرين الأجانب. وأخيراً، فإن المبالغة في تقييم الريال أضرت كثيراً بالمنتجين البرازيليين، سواء في السوق المحلية أو في الأسواق الدولية.¹⁸⁰

فتفاهم الأوضاع المالية في البرازيل كان نتيجة تراجع الإيرادات المحلية واستمرار الإنفاق غير المنضبط من قبل حكومات الولايات، في ظل غياب رقابة مالية فعالة من الحكومة الفيدرالية. ومع تصاعد الأزمة بحلول منتصف التسعينيات، أصبحت العديد من الولايات غير قادرة على سداد ديونها، مطالبة بتدخل فوري من الحكومة المركزية. وفي عام 1997، استجابت الحكومة الفيدرالية بإطلاق برنامج لإعادة هيكلة ديون الولايات، تكفلت من خلاله بسداد الديون المستحقة مقابل توقيع اتفاقيات صارمة تفرض الانضباط المالي، تضمنت سقوفاً للإنفاق، ومتطلبات لتحقيق فائض أولي، مع تمديد فترة السداد إلى 30 عاماً. ساهم هذا البرنامج في خفض العجز تدريجياً، وتعزيز الشفافية، وتحسين العلاقة المالية بين الحكومة الفيدرالية والولايات، رغم أنه قيد قدرة الولايات على الاستثمار وأثار نقاشاً سياسياً حول حدود التدخل المركزي. وقد كشفت هذه التجربة عن دروس مهمة، أبرزها أن غياب الانضباط المالي المحلي قد يؤدي إلى أزمات وطنية، وأن الدعم غير المشروط يشجع على التراخي المالي، مؤكدة أهمية الشفافية، وقواعد الإنفاق الصارمة، والإصلاحات المؤسسية لضمان الاستقرار والاستدامة المالية مستقبلاً.¹⁸¹ ومع ذلك، كشفت نهاية "ضريبة التضخم" عن ضعف المالية العامة، حيث تحول فائض الميزان الأساسي (5.3%) من الناتج المحلي الإجمالي عام 1994 إلى عجز (1% عام 1997)، وارتفع عجز الحساب الجاري إلى 4.1%، مما زاد من هشاشة الاقتصاد.¹⁸²

2.4.5 بداية الأزمة البرازيلية:

واجهت البرازيل مطلع عام 1999 أزمة مالية حادة ناتجة عن تراكم اختلالات في الاقتصاد الكلي، تمثلت في عجز أولي بالموازنة العامة حيث تجاوزت نفقات الحكومة (دون احتساب الفوائد) إيراداتها، إلى جانب اعتمادها على تمويل داخلي قصير الأجل شكّل نحو 40% من الناتج المحلي الإجمالي. تزامن ذلك مع اتساع عجز الحساب الجاري ليصل إلى قرابة 5% من الناتج، في وقت بدأت فيه مؤشرات الركود تلوح في الأفق. ومع إعلان روسيا تخلفها عن سداد ديونها في أغسطس 1998، انقطعت فجأة تدفقات رؤوس الأموال إلى البرازيل، ما دفع الحكومة إلى التخلي عن سياسة تثبيت سعر الصرف وتعويم الريال. ونتيجة

¹⁸⁰ Tandel, *Stabilisation et Développement Économique au Brésil*, 14.

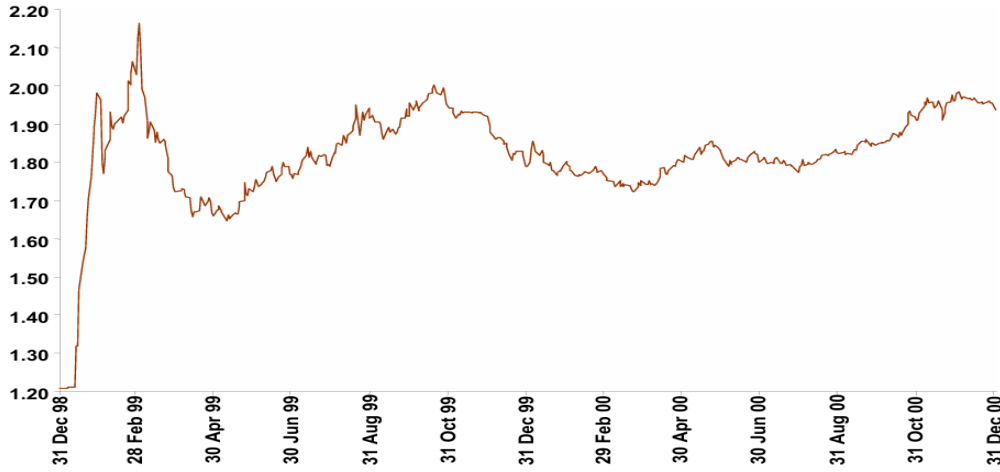
¹⁸¹ William Dillinger, "Brazil's State Debt Crisis: Lessons Learned," *Economica*, 1998.

¹⁸² <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr9859> . Consulted on 20/11/2024.

لذلك، تهاوت قيمة العملة من 1.20 إلى 2.15 مقابل الدولار خلال أسابيع قليلة، وأحدثت موجة من الذعر في الأسواق. وتصاعدت المخاوف من انفلات التضخم، وسط توقعات بوصوله إلى ما بين 30% و80%، إلى جانب احتمال انكماش الناتج المحلي بنسبة تتراوح بين -3% و-6% خلال عام 1999.¹⁸³ ويمكننا أن نلخص الأحداث الرئيسية للآزمة في النقاط الآتية:

- **1997-1998:** تدهورت المالية العامة للبرازيل و تقام العجز الخارجي.
- **أوت 1998:** أزمة روسيا تسببت في نزوح رأس المال.
- **سبتمبر 1998:** خسرت البرازيل 30 مليار دولار من احتياطاتها خلال 50 يومًا.
- **أكتوبر 1998:** أعيد انتخاب الرئيس، وأعلن عن خطة دعم من صندوق النقد بقيمة 42 مليار دولار.
- **يناير 1999:** ولاية ميناس جيرائس أعلنت تعليق سداد ديونها، ما أثار الذعر.
- **15 يناير 1999:** تم تعويم العملة رسمياً؛ قفز سعر الدولار من 1.21 إلى 2.16 ريال، و استقالة محافظ البنك المركزي.¹⁸⁴ وهذا ما يوضحه البيان 14:

البيان 14: تطور سعر الصرف (ريال برازيلي/دولار أمريكي)



Source : Joel Bogdanski et al., *Inflation Targeting in Brazil: Shocks, Backward-Looking Prices, and IMF Conditionality*, Banco Central do Brasil, Working Paper Series 24, 2001, 361.

- **مارس 1999:** تعيين أرمنيو فراغا نيتو محافظاً جديداً، و القيام بإصلاحات جديدة.

¹⁸³ Arminio Fraga, "Monetary Policy During the Transition to a Floating Exchange Rate: Brazil's Recent Experience," *Finance and Development* 37, no. 1 (2000): 16.

¹⁸⁴ André Averbug and Fabio Giambiagi, *Brazilian Crisis of 1998-1999: Origins and Consequences* (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2000).

فحسب Fraga Arminio محافظ البنك المركزي البرازيلي خلال تلك الفترة أول قرار واجهه كان ما إذا كانوا سيعودون إلى نظام الربط المُدار أو نظام سعر الصرف الثابت، أم السماح للعملة (الريال) بأن تعوم. ولأسباب تتعلق بنظرية المناطق المثلى للعملة، رأوا أن من المنطقي السماح للريال بالاستمرار في التعويم. وبالنظر إلى مستوى عدم الاستقرار المتوقع، كان من الضروري وجود التزام أقوى وأكثر شفافية. ولمواجهة هذه الحاجة، اختاروا إطاراً كاملاً لاستهداف التضخم. لجأت الحكومة إلى حل من خطوتين: ففي مارس 1999، أعلنت أولاً أن هدفها هو خفض معدل التضخم إلى رقم أحادي بحلول الربع الأخير من العام، وثانياً أنها ستُطلق نظام استهداف التضخم الكامل بحلول نهاية جوان 1999.¹⁸⁵

3.4.5 أسباب الأزمة البرازيلية:

• الاعتماد المفرط على تدفقات رأس المال القصيرة الأجل:

لجأت البرازيل إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية، خصوصاً تدفقات المحافظ المالية، باستخدام أسعار فائدة مرتفعة وربط العملة بالدولار. هذا النوع من التدفقات كان هشاً للغاية، وسريع الخروج عند أي توتر خارجي، مما جعل الاقتصاد عرضة للصدمات، نتيجة ضعف فعالية الرقابة على تدفقات رأس المال.¹⁸⁶

• سياسة سعر الصرف الثابت (ربط الريال بالدولار):

أدى تثبيت سعر الصرف إلى مبالغة في قيمة العملة البرازيلية، مما أضعف القدرة التنافسية للصادرات. إذ أكدت دراسة (Tchiko, Faouzi, 2010) أن المغالاة في تقدير سعر الصرف كانت من الأسباب الرئيسية للأزمة البرازيلية.

هذه السياسة تطلبت احتياطات ضخمة من العملات الأجنبية للدفاع عن الريال، وهي غير مستدامة في ظل ضغوط السوق.¹⁸⁷ وهذا كما يوضح البيان 15 حجم استنزاف الاحتياطات:

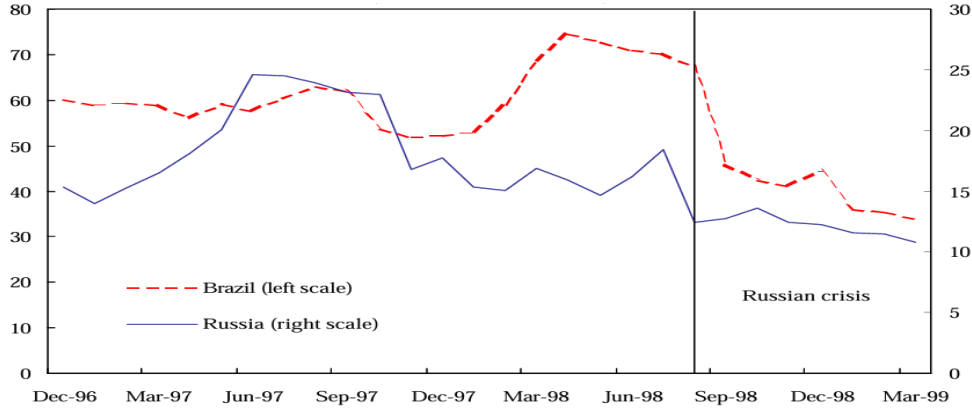
¹⁸⁵ Fraga, "Monetary Policy During the Transition to a Floating Exchange Rate: Brazil's Recent Experience," 17.

¹⁸⁶ Averbud and Giambiagi, *Brazilian Crisis of 1998-1999: Origins and Consequences*, 13.

¹⁸⁷ Garcia and Barcinski, *Capital Flows to Brazil in the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls*, 24.

البيان 15: الاحتياطيات الدولية، ديسمبر 1996 - مارس 1999

(بمليارات الدولارات الأمريكية)



Source :Taimur Baig and Ilan Goldfajn, "The Russian Default and the Contagion to Brazil," in *International Financial Contagion*, edited by Stijn Claessens and Kristin J. Forbes (Springer US, 2001), 8.

• سياسة نقدية شديدة التقيد:

للحفاظ على ربط العملة وجذب رأس المال، تم رفع أسعار الفائدة إلى مستويات عالية جداً. هذا أثر سلباً على النمو الاقتصادي المحلي، وزاد من كلفة خدمة الدين العام.¹⁸⁸

• العجز المالي وعجز الحساب الجاري:

كانت البرازيل خلال التسعينات تعاني مما يعرف بـ"العجز المزدوج"، حيث تمثل العجز الأول في العجز المالي الناتج عن ارتفاع مستويات الإنفاق الحكومي حيث ارتفع الدين من 26% من الناتج المحلي في 1994 إلى 38% في 1998، بينما تمثل العجز الثاني في الحساب الجاري، والذي تقاوم نتيجة قوة العملة المحلية التي شجعت على زيادة الواردات في مقابل صادرات محدودة، و بلغ أكثر من 30 مليار دولار في 1998، أي حوالي 4.5% من الناتج المحلي. وقد تم تمويل هذا العجز المزدوج من خلال الاقتراض

¹⁸⁸ Garcia, Márcio GP, and Marcus Vinicius F. Valpassos. "Capital flows, capital controls and currency crisis: the case of Brazil in the nineties." *Capital Controls and Currency Crisis: The Case of Brazil in the Nineties* (November 7, 1998) (1998). P 9.

الخارجي وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، لا سيما القصيرة الأجل منها، وهو ما ساهم في تعميق هشاشة الاقتصاد البرازيلي وزيادة تعرضه للصدمات الخارجية.¹⁸⁹

• هشاشة النظام المالي العالمي والتأثر بالآزمات الخارجية:

شهدت الأسواق الناشئة في التسعينات سلسلة من الآزمات المالية التي تركت آثارا عميقة على استقرارها الاقتصادي، بدءًا بأزمة المكسيك في عام 1994، تلتها الأزمة الآسيوية في عام 1997، وصولًا إلى أزمة روسيا في عام 1998. وقد كانت لأزمة روسيا تأثيرات مباشرة على البرازيل، حيث تسببت في حالة من الذعر في الأسواق المالية العالمية، أدت إلى هروب واسع لرؤوس الأموال الأجنبية من البلاد. هذا الهروب المفاجئ زاد من الضغط على الاقتصاد البرازيلي وأدى إلى تسارع وتيرة تفاقم أزمته المالية والنقدية.¹⁹⁰

• التوسع الائتماني:

إذ حسب دراسة (Tanner, Evan, 2000) لعدة دول ناشئة من بينها البرازيل تكشف الورقة عن مفارقة في استجابة صناع السياسة، إذ غالبًا ما لجأوا إلى توسيع الائتمان في مواجهة تصاعد EMP ضغوط سوق الصرف، ما أدى إلى تفاقم الآزمات. تُعزى هذه الاستجابة إلى ضعف المؤسسات المالية، وغياب إصلاحات مالية استباقية، وضغوط سياسية حالت دون ترك المؤسسات الفاشلة تنهار، مما أفضى إلى تبني سياسات نقدية توسعية غير مستدامة قبل الآزمات.¹⁹¹

4.4.5 آثار الأزمة البرازيلية:

تنوعت الآثار حسب الزمن ففي سنة 1999 حققت البرازيل نمو بنسبة 0,8 % بعدما كان يتوقع حدوث ركود حاد في الاقتصاد البرازيلي نتيجة الأزمة و هذا نتيجة الإصلاحات التي اتخذت حسب ما ذكرناه سابقا عن المحافظ الجديد للبنك المركزي، و لكن في السنوات التي تلت لم تكن المؤشرات جيدة، و فيما يلي نذكر أهم آثار الأزمة على الاقتصاد البرازيلي:

¹⁸⁹ Averbug and Giambiagi, *Brazilian Crisis of 1998-1999: Origins and Consequences*, 15.

¹⁹⁰ Taimur Baig and Ilan Goldfajn, "The Russian Default and the Contagion to Brazil," in *International Financial Contagion*, edited by Stijn Claessens and Kristin J. Forbes (Springer US, 2001), 267-299.

¹⁹¹ Evan Tanner, "Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Asia and Latin America in the 1990s," *IMF Staff Papers* 47, no. 3 (2000): 311-333.

• الأثر على النمو والتضخم:

شهد الاقتصاد البرازيلي في عام 1999 تحسناً غير متوقع، إذ حقق نمواً بنسبة 0.8% رغم التوقعات بانكماش حاد، وذلك بفضل تمرير الحكومة لإصلاحات ضريبية عززت ثقة المستثمرين الأجانب، مما سمح بتخفيف القيود المالية تدريجياً وخفض أسعار الفائدة. ساهمت الزراعة بقوة في هذا النمو (7.7%)، إلى جانب أداء إيجابي لقطاع الخدمات (1.1%)، بينما تراجعت الصناعة بنسبة -1.4%. ورغم انخفاض قيمة الريال، لم تكن آثار التضخم كبيرة كما كان متوقعاً، حيث بلغ 8.64%، وتجاوز الحد المستهدف بسبب ارتفاع أسعار الكهرباء والبنزين. وبدأت الحكومة في جولة سياسة جديدة لاستهداف التضخم، بتحديد سقف سنوية، مع الحفاظ على أسعار فائدة مرتفعة لجذب رؤوس الأموال وكبح التضخم.¹⁹²

غير أن هذا التحسن لم يدم طويلاً، إذ تأثر الاقتصاد في 2001 بموجة من الصدمات الخارجية مثل تباطؤ النمو في الولايات المتحدة والآزمات المالية في تركيا والأرجنتين، ما أدى إلى تراجع النمو إلى 1.3%. وقد كشفت هذه التقلبات عن هشاشة البنية الاقتصادية البرازيلية أمام التغيرات العالمية، وأكدت أن الإصلاح النقدي وحده لا يكفي لتحقيق استقرار اقتصادي مستدام. و سنة 2002 ارتفع معدل التضخم إلى 12.5%، وانخفض نمو الناتج المحلي إلى أقل من 2%. ورغم تحسن الفائض التجاري وزيادة الاحتياطات بعد 2003، ظل النمو الاقتصادي دون الطموحات، مما يعكس استمرار التحديات البنوية في الاقتصاد البرازيلي.

• التداعيات المالية للآزمة:

على الصعيد المالي، في سنة 1999 تمكنت الحكومة من تحقيق فائض أولي بنسبة 2.5% من الناتج المحلي، مقابل 0.5% فقط في العام السابق، مما دعم استقرار الاقتصاد. إلا أن السياق الدولي كان غير مواتٍ، مع تراجع أسعار الصادرات وارتفاع أسعار الواردات، ما أدى إلى تدهور شروط التبادل التجاري بنسبة 18%، وتراجع الصادرات نحو أمريكا اللاتينية بنسبة 32% في النصف الأول من العام. ورغم تسجيل عجز تجاري بحوالي 1.2 مليار دولار وعجز في الحساب الجاري بنسبة 4.5% من الناتج المحلي، فقد استمرت تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، لتصل إلى نحو 30 مليار دولار، منها 2 مليار خصصت لشراء شركات خصصت.¹⁹³

¹⁹² Mahrukh Doctor and Luiz Fernando de Paula, "Brazil: Mixed Impact of Financial Crises on Manufacturing and Financial Sectors," in *Power and Politics after Financial Crises: Rethinking Foreign Opportunism in Emerging Markets*, edited by I. Aguilar (Palgrave Macmillan, 2008), 149.

¹⁹³ Tandel, *Stabilisation et Développement Économique au Brésil*, 24.

أما بعد سنة 2000 حدث ارتفاع كبير في مستوى الدين العام والخارجي، حيث قفز الدين الخارجي من 24% من الناتج المحلي الإجمالي عام 1997 إلى 41.2% في 2001. كما اعتمدت الدولة على معدلات فائدة مرتفعة جداً كأداة لمحاربة التضخم وجذب رؤوس الأموال، ما أدى إلى آثار سلبية على النمو والاستثمار، وزاد من عبء خدمة الدين العام بسبب ربط أكثر من نصف الأوراق المالية الفدرالية بمعدل الفائدة الليلي. وقد ساهمت هذه السياسات في تقويض قدرة الدولة على تنفيذ استثمارات طويلة الأجل. في عام 2002، أثار صعود مرشح حزب العمال "لولا دا سيلفا" في استطلاعات الرأي قلق الأسواق، مما تسبب في هروب رؤوس الأموال.¹⁹⁴

• الأثر على خطوط الائتمان:

ارتفعت خطوط الائتمان بين البنوك في البرازيل بنسبة 4.5% منذ فبراير 1999، رغم انخفاض تمويل الواردات نتيجة تراجع الطلب عليها، وقد عزز البنك المركزي مراقبته لهذه الخطوط بالتعاون مع البنوك المحلية. وفي ظل حالة عدم اليقين المرتبطة بالحساب الرأسمالي، حدد البرنامج حداً أدنى لصافي الاحتياطيات الدولية يقل بـ 3 مليارات دولار عن المسار المتوقع، وذلك لإتاحة مرونة للبنك المركزي للتدخل في سوق الصرف عند الحاجة، مع إعادة تقييم هذا الهامش في المراجعة الرابعة للبرنامج لاحقاً هذا العام¹⁹⁵.

• الأثر على التجارة الخارجية:

على عكس الأداء الداخلي الإيجابي، كانت تطورات التجارة الخارجية أقل من المتوقع. فقد استمر العجز التجاري خلال الأشهر الخمسة الأولى من 1999، نتيجة بطء استجابة الصادرات لانخفاض قيمة العملة، وتراجع أقل من المتوقع في الواردات، إضافة إلى تدهور شروط التبادل التجاري بسبب ارتفاع أسعار النفط وانخفاض أسعار صادرات البرازيل الأخرى.

¹⁹⁴ Doctor and de Paula, "Brazil: Mixed Impact of Financial Crises 149.

¹⁹⁵ <https://www.imf.org/external/np/loi/1999/070299.htm> consulted on 23/12/2024.

5.4.5 إصلاحات الأزمة البرازيلية:

• تدخل المؤسسات الدولية لمواجهة الأزمة:

لعبت المؤسسات الدولية، وعلى رأسها صندوق النقد الدولي، دورًا محوريًا في دعم البرازيل خلال أزمة الدين في أواخر التسعينيات، خاصة مع اتساع نطاق الأزمة وتأثيرها على الاستقرار المالي للبلاد. ففي عام 1998، حصلت البرازيل على حزمة إنقاذ مالي بلغت حوالي 41.5 مليار دولار، مفصلة كالآتي:

- صندوق النقد الدولي: وافق على تقديم قرض بقيمة 13 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (SDR)، أي ما يعادل نحو 18.1 مليار دولار أمريكي، أي ما يعادل 600% من حصتها في الصندوق من خلال ترتيب ائتماني احتياطي لمدة ثلاث سنوات. جزء كبير من هذا التمويل تم عبر "تسهيل الاحتياطي التكميلي (SRF)".
- البنك الدولي: أعلن عن استعداده لتقديم دعم مالي يصل إلى 4.5 مليار دولار أمريكي .
- البنك الأمريكي للتنمية: (IADB) أبدى استعداده لتقديم دعم مالي بقيمة 4.5 مليار دولار أمريكي.
- دعم ثنائي من دول صناعية: ساهمت مجموعة من الدول الصناعية، من خلال أو بالتنسيق مع بنك التسويات الدولية (BIS) ، بتقديم تمويل إضافي بلغ حوالي 14.5 مليار دولار أمريكي.¹⁹⁶

• إصلاحات السلطات البرازيلية لمواجهة الأزمة:

جاءت حزم الإنقاذ المقدمة من المؤسسات الدولية مشروطة بتبني برنامج إصلاح اقتصادي صارم يركز على تحقيق فائض أولي في الميزانية، خفض العجز، وإصلاح نظام الضمان الاجتماعي. ففي يوليو 1999، أكدت الحكومة البرازيلية التزامها بإطار السياسات الاقتصادية المتفق عليه مع صندوق النقد الدولي في رسالة نوايا صادرة عن حكومة البرازيل، توضح السياسات التي تعتزم البرازيل تنفيذها، كما دعمت هذه المؤسسات، بالتنسيق مع البنك الدولي وبنك التنمية للبلدان الأمريكية، جهود الحكومة الفيدرالية في تحسين الحوكمة المالية وتعزيز الشفافية، وكان من أبرز الإصلاحات ما يلي:

¹⁹⁶ <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr9859>. Consulted on 20/11/2024.

■ الإصلاح المالي وضبط الموازنة العامة:

تدرك السلطات البرازيلية الحاجة إلى إصلاحات هيكلية عميقة لمعالجة الاختلالات المزمنة في الموازنة العامة. وتشمل هذه الإصلاحات تعزيز الانضباط المالي عبر جميع مستويات الحكومة، وتحسين النظام الضريبي وإدارته، وزيادة كفاءة الإنفاق العام خاصة في القطاعات الاجتماعية. قدمت الحكومة البرازيلية في أبريل 1999 مشروع "قانون المسؤولية المالية" لتعزيز الشفافية والاستدامة المالية، ويهدف إلى فرض حدود رقمية على الاستدانة والرواتب على جميع مستويات الحكم، ومنع تمويل الإنفاق الجاري بالقروض. يتضمن القانون قواعد للتصحيح عند تجاوز الحدود، ويمنع الاقتراض الجديد عند تجاوز الحدود الاحترازية، ويحظر إعادة هيكلة ديون الحكومات فيما بينها. كما يُلزم بإعداد تقارير مالية منتظمة وتوحيدها في تقرير ربع سنوي وطني، ويؤكد على مسؤولية الموظفين المدنيين فردياً، مع فرض عقوبات على المخالفين. يُتوقع إقرار القانون قبل نهاية العام بعد فترة انتقالية قصيرة لتسهيل الامتثال.¹⁹⁷

■ كما ركزت الحكومة البرازيلية على تنفيذ سلسلة من الإصلاحات الهيكلية بهدف تعزيز الكفاءة الاقتصادية وتحقيق الاستدامة الاجتماعية. شملت هذه الجهود استكمال الإصلاح الإداري عبر قوانين جديدة وتحديث نظام الضرائب غير المباشرة لتبسيطه وزيادة شفافيته. كما شرعت في إصلاح نظام المعاشات بعد تعديل دستوري، لضمان استدامته المالية وتحسين عدالة توزيع المنافع. وواصلت الدولة برنامج الخصخصة الطموح الذي شمل قطاعات الطاقة والبنوك والمرافق العامة، بهدف جذب الاستثمارات وتحسين الأداء. في الوقت ذاته، أولت الحكومة اهتماماً خاصاً بتحسين الإنفاق الاجتماعي من خلال توجيهه بشكل أدق نحو الفئات الفقيرة، مع التركيز على التعليم الأساسي والرعاية الصحية الأولية.

فوفقاً لوزارة الاقتصاد، هدفت السياسة الاقتصادية إلى الحفاظ على معدلات الفائدة السنوية عند حوالي 19.0% خلال عام 2000. كما سعت لتحقيق نمو اقتصادي سنوي بنسبة 3.2%، مع احتواء التضخم دون الهدف المحدد عند 6%، و عملت الحكومة أيضاً إلى مواصلة إصلاح المالية العامة لتحقيق فائض أولي يقارب 36.8 مليار ريال برازيلي، أي ما يعادل 3.2% من الناتج المحلي الإجمالي.¹⁹⁸

¹⁹⁷ <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr9859>. Consulted on 20/11/2024.

¹⁹⁸ Tandel, *Stabilisation et Développement Économique au Brésil*, 27.

5.5 الأزمة التركية:

1.5.5 ما قبل الأزمة التركية:

بداية الثمانينات: شهدت تركيا برنامج استقرار وتحرير اقتصادي عقب أزمة ديون وميزان مدفوعات في أواخر السبعينات. حقق البرنامج نجاحاً مبدئياً في خفض التضخم وتحقيق نمو موجه نحو التصدير.

ما بعد عام 1987: عادت الاختلالات الاقتصادية للظهور. ارتفع عجز ميزان المالية العامة وتسارع التضخم مجدداً. يُعزى ذلك جزئياً إلى عودة الديمقراطية التعددية وما صاحبها من مطالب شعبية وسياسات تعويضية، إضافة إلى تحرير الأسواق المالية المحلية قبل ترسيخ الانضباط المالي والسيطرة على التضخم. أدى تحرير أسعار الفائدة والتحول نحو إصدارات الأوراق المالية المباشرة إلى ارتفاع تكلفة تمويل العجز العام.

التسعينات: تميزت بتحرير شامل لحساب رأس المال في عام 1989 بهدف تسهيل تمويل عجز القطاع العام. إلا أن هذا أدى إلى تفاقم المشكلة المالية، حيث اضطرت الحكومة لدفع أسعار فائدة مرتفعة على الديون الحكومية. سجلت أسعار الفائدة الحقيقية مستويات مرتفعة. ساهم عاملان رئيسيان في ارتفاع أسعار الفائدة على الديون الحكومية: خفضت الدولة تكاليف المعاملات للدخول والخروج من الأصول الأجنبية، وزادت تقلبات معدل التضخم من مخاطر الأصول المقومة بالعملة المحلية. تسارع إحلال العملة. نتج عن ذلك تراكم سريع للديون العامة وظهور نظام مالي اعتمد على هوامش المراجعة الناتجة عن ارتفاع أسعار الفائدة على الديون الحكومية. دخلت الحكومة بشكل متزايد في تمويل بونزي¹⁹⁹. ارتفعت مدفوعات الفائدة على الديون المحلية كنسبة من الإيرادات الضريبية بشكل مطرد. كما ارتفع عجز ميزان المالية العامة بسرعة. شهدت الأسواق المالية التركية تقلبات كبيرة في أسعار الفائدة وأسعار الصرف، مرتبطة بدورات الازدهار والكساد في تدفقات رأس المال الدولية. صاحب عدم الاستقرار المالي المتزايد تقلبات حادة في النشاط الاقتصادي.²⁰⁰

في فبراير 1990، تقدمت تركيا بطلب من صندوق النقد الدولي لتحويل الليرة التركية بالكامل. و في 21 ديسمبر 1999، استحوذ صندوق تأمين الودائع الادخارية (SDIF) على خمسة بنوك، وذلك قبيل بدء

¹⁹⁹ تمويل بونزي (Ponzi Financing) هو مصطلح اقتصادي يشير إلى حالة خطيرة تحدث عندما يقوم المدين (مثل الحكومة أو شركة أو بنك) بتسديد فوائد الديون القديمة عبر إصدار ديون جديدة، بدلاً من السداد من عائدات إنتاجية أو فوائض حقيقية.

²⁰⁰ Yilmaz Akyüz and Korkut Boratav, "The Making of the Turkish Financial Crisis," *World Development* 31, no. 9 (2003): 1549-1566.

تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي للفترة 2000-2002. لم تؤد هذه الخطوة إلى حل جذري لمشكلات النظام المصرفي التركي.²⁰¹

2.5.5 بداية الأزمة التركية:

بدأت الأزمة التركية في نوفمبر 2000 نتيجة هشاشة القطاع المصرفي، حيث اعتمدت البنوك على تمويل قصير الأجل لشراء أدوات دين حكومية طويلة الأجل، وتزايدت خسائر البنوك الحكومية المرتبطة بالسوق الليلي. في 20 أكتوبر، عجز بنك ديميربانك عن الاقتراض، وامتنع البنك المركزي عن دعمه التزامًا بسقف صافي الأصول المحلية المتفق عليه مع صندوق النقد الدولي (IMF)، مما دفع البنك لبيع جزء من محفظته ورفع أسعار الفائدة، وتصاعدت الضغوط على سعر الصرف. خلال الهجوم الأول (20 نوفمبر - 6 ديسمبر 2000)، تبنى البنك المركزي أولاً سياسة نقدية متشددة، مما فاقم التوتر المالي، قبل أن يبدأ لاحقاً بتقديم قروض للبنوك، ما أدى إلى استنزاف الاحتياطيات الدولية وارتفاع إضافي في أسعار الفائدة. في نهاية نوفمبر، أعلن البنك المركزي التزامه بعدم تغيير صافي الأصول المحلية، مما تسبب بقفزات حادة في أسعار الفائدة الليلة بلغت 873%. استحوذت السلطات على ديميربانك في 6 ديسمبر، وأعلن IMF عن دعم مالي جديد رفع الاحتياطيات الرسمية من 18.3 إلى 28.2 مليار دولار.

رغم هذا الدعم، استمر التدهور خلال يناير وفبراير 2001 بسبب التناقض بين أسعار الفائدة المرتفعة (57%-70%) وسقف انخفاض الليرة المحدد بـ 12% سنوياً، مما أدى إلى فشل الخزينة في الاقتراض ضمن نظام الزحف التدريجي. تفجرت الأزمة سياسياً في 19 فبراير عقب إعلان رئيس الوزراء عن خلاف حاد داخل مجلس الأمن القومي. في 20-21 فبراير، قفزت أسعار الفائدة الليلية إلى مستويات غير مسبوقة (2,058% ثم 4,019%)، وتسارع هروب رؤوس الأموال نحو العملات الأجنبية، مما اضطر السلطات إلى إعلان تعويم الليرة في 21 فبراير بعد انهيار نظام الزحف التدريجي، وارتفع سعر صرف الدولار من 685,000 إلى 958,000 ليرة. ترتب على ذلك استقالة عدد من كبار المسؤولين، بمن فيهم وكيل وزارة الخزينة ومحافظ البنك المركزي ووزير حكومي.²⁰²

²⁰¹ Fatih Ozatay and Guven Sak, "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis," *Brookings Trade Forum* 2002, no. 1 (2002): 23.

²⁰² Ozatay and Sak, "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis," 26.

3.5.5 أسباب الأزمة التركية:

حسب دراسة (Arı Ali, Rüstem Dağtekin, 2008) تقدّم نموذجين OLS و Logit لاختبار مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية والمالية الكلية في اندلاع الأزمة. فإنهم استخلصوا أن النماذج تعبّر بشكل جيد عن الواقع التركي وفترات الأزمة. فقد تأثرت أزمة تركيا 2001/2000 بشكل خاص بمؤشرات هشاشة القطاع المصرفي، وبالمتغيرات المرتبطة بالاختلالات الجارية والنقدية. و فيما يلي نذكر عدة أسباب أدت إلى حدوث الأزمة و انهيار الليرة التركية، من بينها:

• التضخم المستمر:

إذ تسارع التضخم بشكل كبير اعتبارًا من عام 1987، وتجاوز متوسط 60% في نهاية الثمانينيات.²⁰³ و حسب دراسة (Domaç, İlker, 2004) تتناول حالة تركيا، وتقوم بتحليل أداء النماذج التفسيرية والتنبؤية ضمن العينة وخارجها للفترة الممتدة من يناير 1990 إلى ديسمبر 2002. توضح أن سوء فهم أو عدم السيطرة على ديناميكيات التضخم في ظل تغييرات هيكلية ونقدية كبرى يمكن أن يكون أحد العوامل المساعدة في نشوء أو تفاقم الأزمة التركية، أو على الأقل أحد التحديات الكبرى في إدارتها.²⁰⁴

بحيث كان التضخم في تركيا موصوفًا بأنه مرتفع ومستمر، أي أن الاقتصاد التركي كان يواجه مستويات عالية من التضخم لفترات طويلة. كانت تركيا في وضع ما يسمى اقتصاد التضخم المرتفع. والذي كان دائمًا لدرجة أن الباحثين اعتبروه صدمة تضخم دائمة عند دراسة أثره على الناتج.²⁰⁵

فحسب دراسة (Arı, Ali, et al, 2013) و التي تهدف إلى تحليل ديناميات التضخم في الاقتصاد التركي خلال الفترة 1990-2011. أظهرت النتائج أن معدلات التضخم في تركيا نتجت عن عدة عوامل اقتصادية (زيادة عرض النقود، انخفاض قيمة العملة المحلية، ارتفاع الدولار، النمو الاقتصادي، انخفاض البطالة وزيادة الأجور الحقيقية، الجمود التضخمي)²⁰⁶.²⁰⁷

²⁰³ Akyüz and Boratav, "The Making of the Turkish Financial Crisis," 4.

²⁰⁴ İlker Domaç, "Explaining and Forecasting Inflation in Turkey," *SSRN Electronic Journal*, 2004. ssrn.com/abstract=610331.

²⁰⁵ Ensar Yılmaz, "Inflation and Output in the Long and Short Run in Turkey," *Empirica* 37 (2010): 253-269.

²⁰⁶ الجمود التضخمي: هو استمرار ارتفاع معدلات التضخم بسبب تأثيرات التضخم الماضي، حتى لو تراجعَت الأسباب الاقتصادية المباشرة التي كانت تدفع التضخم. يعني أن "التضخم يغذي نفسه"، لأن الناس يتصرفون وكأن التضخم سيستمر، مما يجعله فعلاً يستمر.

²⁰⁷ Ali Arı et al., "The Inflation Dynamics of the Turkish Economy in 1990-2011 Period," *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi* 5, no. 9 (2013): 133-156.

• هشاشة النظام المصرفي:

كان السبب الجذري لهشاشة النظام المصرفي هو ارتفاع حاجة القطاع العام إلى الاقتراض واعتماده المتزايد على إصدار السندات لتمويل العجز، مما جعل استدامة التمويل مرهونة باستمرار الطلب على هذه السندات. ومع تراجع هذا الطلب، كان يُخشى الانتقال إلى التمويل النقدي، بما يحمله من مخاطر على سعر الصرف والتضخم، ما دفع السياسات الاقتصادية إلى التركيز على دعم الطلب على أدوات الدين العام. هذا التوجه، إلى جانب توسع البنوك في حيازة السندات الحكومية، عمّق هشاشة القطاع المالي. وقد تجلّى ذلك في ارتفاع نسبة القروض المتعثرة منذ 1998، حيث بلغت 10.7% في ديسمبر 1999، مدفوعة بزيادة عدد البنوك الخاضعة لسيطرة صندوق تأمين الودائع المصرفية (SDIF). كما ساد تفاوت في طبيعة المخاطر بين البنوك الخاصة والعامة، وحتى داخل البنوك الخاصة نفسها، وزاد التأخر في تنفيذ إصلاحات مصرفية شاملة، إضافة إلى غموض المعلومات حول أوضاع البنوك الخاضعة لـ SDIF، من حالة عدم اليقين بشأن جودة الأصول المصرفية.²⁰⁸

• الإفراط في تحرير الأسواق المالية:

الاعتماد المفرط على تدفقات رؤوس الأموال القصيرة الأجل (استثمارات المحفظة المالية). و عدم تعقيم تدفقات رؤوس الأموال²⁰⁹، ما أدى إلى نمو مفرط في الكتلة النقدية والائتمان، و زاد من هشاشة النظام أمام الانعكاسات المفاجئة.²¹⁰

• تأخر الإصلاحات و عدم الاستقرار السياسي:

بطء في تنفيذ الإصلاحات البنوية الموعودة ضمن برنامج الاستقرار المدعوم من صندوق النقد. إضافة إلى الخلافات السياسية العلنية التي زادت من زعزعة ثقة السوق، كما حصل في فبراير 2001 بين رئيس الوزراء والرئيس. و ولّد هجوماً مضاربياً على الليرة. لتمثل هذه اللحظة "الشرارة" التي فجرت أزمة كانت مهياً مسبقاً بفعل العوامل البنوية والاقتصادية السابقة.²¹¹

²⁰⁸ Ozatay and Sak, "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis," 29.

²⁰⁹ تعقيم تدفقات رؤوس الأموال يشير إلى تدخل البنك المركزي للحد من تأثير دخول أو خروج رؤوس الأموال الأجنبية على الكتلة النقدية المحلية، وبالتالي على التضخم أو أسعار الصرف. و ذلك من خلال بيع سندات حكومية، رفع الاحتياطي الإلزامي و زيادة أسعار الفائدة.

²¹⁰ Ali Ari and Rüstem Dağtekin, "Early Warning Signals of the 2000/2001 Turkish Financial Crisis," *International Journal of Emerging and Transition Economies* 1, no. 2 (2008): 193.

²¹¹ F. Gulcin Ozkan, "Currency and Financial Crises in Turkey 2000–2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?," *The World Economy* 28, no. 4 (2005): 570.

• المبالغة في تقدير سعر الصرف:

تعتبر التقديرات المفرطة في سعر الصرف من العوامل التي تسبق العديد من أزمات العملة كما تشير إليه الأدبيات الاقتصادية كما تطرق إليها الباحث (Tchiko, Faouzi, 2010) من خلال بحثه لسناريوهات حدوث الأزمات في الدول الناشئة، على أنه كانت هنالك مغالاة في تقدير سعر الصرف. فبرنامج تثبيت سعر الصرف (Currency Board) حد من قدرة البنك المركزي على تزويد السوق بالسيولة إلا من خلال تدفقات رأس المال. و تسبب ذلك في ارتفاع كبير في أسعار الفائدة عند أي إشارة للضغط، مما زاد من هشاشة النظام.²¹²

فحسب دراسة (Ari, Ali, and Raif Cergibozan, 2016) و التي تسعى إلى تقييم موثوقية أدوات تحديد توقيت أزمات العملة في السياق التركي، يُعد سعر الصرف الاسمي أو الحقيقي المتغير الأكثر أهمية وموثوقية في توضيح الأزمات النقدية. غير أن نتائج اختبارات التكامل المشترك وARDL تشير إلى وجود علاقة طويلة الأمد بين سعر الصرف والاحتياطيات وأسعار الفائدة، ما يعني أن الاحتياطيات و/أو أسعار الفائدة تؤثر على مؤشر الأزمة وبالتالي على توقيت الأزمات.²¹³

• ارتفاع عبء الديون قصيرة الأجل و الهجوم على الليرة في نوفمبر 2000 :

تجاوزت نسبة الدين قصير الأجل إلى الاحتياطيات الدولية 1,8 قبل الأزمة، مما جعل تركيا عرضة لهجمات مضاربة.²¹⁴ ففي نهاية نوفمبر 2000، تعرضت الليرة لهجوم كبير من قبل الأسواق، رغم أن البنك المركزي نجح في الدفاع عنها في تلك الفترة. أسفر الهجوم عن فقدان البنك المركزي حوالي 20% من احتياطياته من العملات الأجنبية، وارتفاع معدلات الفائدة اليومية إلى 873%.²¹⁵

• عجز الحساب الجاري:

بلغ العجز في الحساب الجاري نسبة تتجاوز المستويات المستدامة كما حددتها نماذج الاستقرار طويلة الأمد، ليصل إلى نحو 4,9% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2000.²¹⁶ إلا أن هذا العجز كان نتيجة عوامل ظرفية، مثل:

²¹² Ari and Dağtekin, "Early Warning Signals of the 2000/2001 Turkish Financial Crisis," 196.

²¹³ Ali Ari and Raif Cergibozan, "A Comparison of Currency Crisis Dating Methods: Turkey 1990-2014," *Montenegrin Journal of Economics* 12, no. 3 (2016): 19.

²¹⁴ Ari and Dağtekin, "Les Indicateurs d'Alerte de la Crise Financière de 2000-2001 en Turquie," 46.

²¹⁵ Ozatay and Sak, "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis," 5.

²¹⁶ Ali Ari and Rüstem Dağtekin, "Les Indicateurs d'Alerte de la Crise Financière de 2000-2001 en," 37.

- ارتفاع أسعار النفط العالمية.
- انخفاض قيمة الصادرات التركية بالدولار نتيجة ارتفاع الدولار أمام اليورو.
- وجود تقدير مفرط في قيمة العملة.
- وكان من المقرر أن يتم تخفيض العجز في موازنة عام 2001.
- ردة الفعل المفرطة من المستثمرين:

نُفسر ذلك بالشائعات حول عدم الاستقرار السياسي، التي أدت إلى ردة فعل مفرطة من قبل الفاعلين الاقتصاديين.²¹⁷

4.5.5 آثار الأزمة التركية:

بدأت آثار الأزمة التركية في نوفمبر 2000 بارتفاع حاد في أسعار الفائدة في السوق الثانوية نتيجة اضطراب بنك Demirbank إلى بيع جزء من محفظته من السندات الحكومية، مما أطلق موجة بيع واسعة لأدوات الدين الحكومي. تبع ذلك تصاعد الضغوط على سعر الصرف وارتفاع الطلب على العملات الأجنبية، حيث استُخدمت السندات كضمانات للاقتراض بالعملات الصعبة. بين 20 و21 نوفمبر، أدى امتناع البنك المركزي عن دعم البنوك المتعثرة إلى تفاقم التوتر المالي وارتفاع أسعار الفائدة بشكل أكبر. في المرحلة الممتدة من 22 إلى 29 نوفمبر، وعلى الرغم من تدخل البنك المركزي عبر تقديم قروض للبنوك، لوحظ استنزاف حاد للاحتياطيات الدولية، وانخفاض في القاعدة النقدية، واستمرار ارتفاع أسعار الفائدة. بين 30 نوفمبر و6 ديسمبر، أدى التزام البنك المركزي بعدم تغيير صافي الأصول المحلية إلى قفزات غير مسبقة في أسعار الفائدة الليلية، إذ بلغت 316% ثم 873% في 1 ديسمبر. تم الاستحواذ على Demirbank في 6 ديسمبر، وأعلن صندوق النقد الدولي (IMF) عن دعم مالي جديد في 18 ديسمبر، مما ساهم في رفع الاحتياطيات الرسمية من 18.3 مليار دولار إلى 28.2 مليار دولار بحلول نهاية الشهر.

رغم التحسن المؤقت في الاحتياطيات، استمرت الأزمة في يناير وفبراير 2001 مع بروز مشكلة هيكلية تمثلت في التناقض بين أسعار الفائدة المرتفعة (بين 57% و70%) وسقف معدل انخفاض الليرة المحدد بـ12% سنوياً، مما أدخل الخزينة في مأزق تمويلي نتيجة فشلها في الاقتراض بمعدلات مناسبة. تصاعدت الأزمة إلى أبعاد سياسية في 19 فبراير بعد إعلان رئيس الوزراء عن وجود أزمة حادة داخل مجلس الأمن

²¹⁷ Ari and Dağtekin, "Early Warning Signals of the 2000/2001 Turkish Financial Crisis," 215.

القومي. بين 20 و 21 فبراير، انفجرت الأزمة مع قفز سعر الفائدة الليلي إلى 2,058% ثم 4,019%، وتسارع هروب رؤوس الأموال نحو العملات الأجنبية. أدى الإغلاق الأمريكي للأسواق إلى الحد من فقدان 7.5 مليار دولار إضافية من الاحتياطيات. في 21 فبراير، انهيار نظام الزحف التدريجي وتم إعلان تعويم الليرة، مما أدى إلى ارتفاع سعر صرف الدولار من 685,000 إلى 958,000 ليرة، وتسبب ذلك في استقالة عدد من كبار المسؤولين، بمن فيهم وكيل وزارة الخزانة ومحافظ البنك المركزي وأحد الوزراء.²¹⁸

5.5.5 الإصلاحات المنتهجة لمواجهة الأزمة التركية:

تبنت تركيا طيلة فترة الأزمة العديد من الإجراءات للحد من وطأتها، ففي ديسمبر 1999 اتخذت برنامج استقرار اقتصادي مدعوم من صندوق النقد الدولي، يهدف بالأساس إلى خفض معدلات التضخم المرتفعة (والتي كانت تتراوح بين 65% و 90%) وتحقيق استقرار مالي ونقدي.²¹⁹ وقد تضمن هذا البرنامج التزاماً قوياً بسياسة سعر صرف شبه ثابت (نظام الربط الزاحف)، و اتبعت السياسة الاقتصادية انضباطاً نقدياً صارماً، وأجرت تعديلات مالية واسعة النطاق، إلى جانب إصلاحات هيكلية هدفت إلى تحرير الاقتصاد وتعزيز فعاليته.

مع الحصول على تسهيلات ائتمانية عاجلة في 06 ديسمبر 2000 من طرف صندوق النقد الدولي، عبر برنامج "تسهيلات الاحتياطي الإضافي" بقيمة 7,5 مليار دولار لدعم احتياطيات النقد الأجنبي وتعزيز الثقة، ما ساهم مؤقتاً في تهدئة الأسواق واستعادة بعض الاستقرار.²²⁰ وقد ترافقت هذه المساعدات مع اشتراطات إصلاحية، أبرزها:

- تعزيز استقلالية البنك المركزي، و تحسين الإطار التنظيمي للقطاع المالي.
- إعادة هيكلة البنوك العامة والخاصة، مع إغلاق أو دمج المؤسسات المتعثرة.
- إصلاح النظام المصرفي عبر إنشاء هيئة الرقابة المصرفية (BRSA)، و التي كانت مبرمجة منذ أواخر 1999.²²¹
- ستة محاور الرئيسية في خطاب النوايا: إصلاح نظام التقاعد، إصلاح القطاع الزراعي، سياسات الضرائب والإدارة الضريبية، إدارة المالية العامة والشفافية، الخصخصة وتطوير سوق رأس المال،

²¹⁸ Ozatay and Sak, "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis," 26.

²¹⁹ Ozkan, "Currency and Financial Crises in Turkey 2000-2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?," 542.

²²⁰ Ari and Dağtekin, "Les Indicateurs d'Alerte de la Crise Financière de 2000-2001 en Turquie," 38.

²²¹ Ibid., 48.

وتعزيز تنظيم القطاع المصرفي. ورغم تضمين مسألة إصلاح النظام المصرفي ضمن البرنامج منذ البداية، فإن التنفيذ شهد تعثرًا واضحًا، لا سيما في المحاور الثلاثة الأخيرة.²²²

6.5 الأزمة الأرجنتينية:

1.6.5 ما قبل الأزمة الأرجنتينية:

شهد الاقتصاد الأرجنتيني منذ مطلع القرن العشرين مسارًا متقلبًا اتسم بتناوب بين فترات ازدهار وأزمات حادة. ففي المرحلة الممتدة من 1902 إلى 1914، اعتمدت البلاد نظامًا شبيهًا بـ"مجلس النقد" يربط البيزو بالذهب، ما وفر استقرارًا نقديًا وساهم في تحقيق نمو اقتصادي قوي. إلا أن الحرب العالمية الأولى أجبرت الأرجنتين على التخلي عن هذا النظام، قبل أن تعود إليه لفترة وجيزة (1927-1929) إلى أن أطاح به الكساد الكبير.

في الثلاثينيات، تبنت الأرجنتين سياسة "إحلال الواردات" التي أفضت إلى اقتصاد مغلق وتدخل واسع للدولة، فساهمت في تخفيف آثار الكساد لكنها أبطأت النمو لاحقًا. تم إنشاء البنك المركزي سنة 1935، وهو ما شكّل تحولًا مؤسسيًا مهمًا. خلال حقبة بيرون (1940-1950)، سيطرت السياسات الشعبوية، فازداد تدخل الدولة وتراجعت الاستثمارات، ما خلق اختلالات مالية عميقة.

تميزت الفترة بين 1950 و1970 بتضخم مرتفع بلغ 102% في 1959 ونمو محدود. عادت الأزمة إلى الواجهة بعد عودة بيرون في 1973 ووفاته عام 1974، حيث بلغ التضخم 335% سنة 1975. خلال حكم العسكر (1976-1983)، فشلت الإصلاحات الاقتصادية، واندلعت "الحرب القذرة"، وانتهت المغامرة العسكرية بأزمة الفوكلان 1982.

أدت عودة الحكم المدني عام 1983 إلى استمرار التدهور الاقتصادي، إذ بلغ التضخم 4,924% سنة 1989، ما عجل برحيل الرئيس ألفونسين.²²³ ففي جويلية 1989، تولّى كارلوس منعم الرئاسة، وسط أزمة اقتصادية واجتماعية خانقة أدت إلى تسريع تسلمه الحكم قبل الموعد المحدد. إذ كانت خطة "الأوسترال (Austral Plan)" لعام 1985 محاولة سابقة لكبح التضخم من خلال تجميد الأسعار والأجور، لكنها فشلت في تحقيق نمو اقتصادي مستدام. بين 1981 و1989، سجّل الناتج المحلي

²²² Ozatay and Sak, "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis," 22.

²²³ Jim Saxton, *Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures* (Joint Economic Committee, United States Congress, 2003), 2.

الإجمالي الحقيقي متوسط نمو سلبي بلغ -0.7%، وانهار الدخل الحقيقي إلى 90% من مستواه عام 1980.²²⁴

في ظل قيادة وزير الاقتصاد دومينغو كافالو، و في إطار محاولاتها للسيطرة على معدلات التضخم المرتفعة خلال أوائل التسعينات، اعتمدت الأرجنتين سياسة ربط صارم للعملة من خلال ما عُرف بـ "خطة التحويل (Convertibility Plan)" التي أُطلقت في أبريل 1991. وقد نصّت هذه الخطة على تثبيت سعر صرف البيزو الأرجنتيني مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 1:1، بهدف استخدام سعر الصرف كأداة لتثبيت التوقعات التضخمية واستعادة الثقة بالعملة الوطنية في سياق إصلاحات اقتصادية أوسع.²²⁵ مع إلزام البنك المركزي بتغطية ثلثي الكتلة النقدية باحتياطات دولية. تحوّل البنك المركزي فعليًا إلى مجلس عملة، مما حدّ من قدرته على إدارة السياسة النقدية، فيما شجّعت الدولة من خلال السماح باستخدام العملات الأجنبية في المعاملات المالية والعقود.

مثل تطبيق خطة التحويل في الأرجنتين تحولًا جذريًا في سياستها النقدية من خلال اعتماد نظام مجلس النقد الذي ربط البيزو الأرجنتيني بالدولار الأمريكي بشكل صارم. وجاء هذا الإصلاح مدعومًا بحزمة متكاملة من السياسات شملت برنامجًا واسعًا للخصخصة وتحريرًا شاملاً للأسواق، مما ساهم مؤقتًا في استعادة ثقة المستثمرين. وقد أسفرت هذه السياسات عن انتعاش اقتصادي ملموس تمثل في توسع الائتمان المصرفي وحدوث طفرة استهلاكية وعقارية غير مسبوقة. غير أن هذا النمو ترافق مع اختلالات هيكلية، أبرزها تركّز استثمارات البنوك في قطاعات محددة دون تنويع، إلى جانب تدفق كثيف لرؤوس الأموال الأجنبية أدى إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي، ما أضعف القدرة التنافسية للصادرات وأسهم في تفاقم عجز الحساب الجاري. وعلى صعيد الاستقرار النقدي، نجحت الخطة في خفض معدلات التضخم إلى أقل من 10% خلال الفترة 1991-1994، ثم إلى ما يقارب الصفر بين عامي 1995 و1998.²²⁶

إلا أن الاقتصاد الأرجنتيني تعرض لصدّات خارجية متتالية بدءًا من منتصف التسعينيات. كانت أزمة البيزو المكسيكي عام 1994 "أزمة التيكيل" أول هذه الصدمات، تلتها الآزمات المالية في روسيا والبرازيل

²²⁴ Kathryn M.E. Dominguez and Linda L. Tesar, "International Borrowing and Macroeconomic Performance in Argentina," in *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, edited by Sebastian Edwards (University of Chicago Press, 2007), 300.

²²⁵ Reuven Glick, "Financial Crises in Emerging Markets: An Introductory Overview," in *Financial Crises in Emerging Markets*, edited by Reuven Glick et al. (Cambridge University Press, 2001), 6.

²²⁶ Nada Choueiri and Graciela Laura Kaminsky, *Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina* (International Monetary Fund, 1999), 9.

عام 1998. أثرت هذه الأحداث سلباً على الاقتصاد الأرجنتيني، لا سيما بسبب العلاقات التجارية الوثيقة مع البرازيل ضمن إطار اتفاقية ميركوسور.

و في سنة 1999 بلغ حجم الدين العام في الأرجنتين 84 مليار دولار، و مع تناقص تنافسية الاقتصاد وتقلص الاستثمار المنتج، و بما أن الخصخصة لم تساهم في تعزيز قاعدة تصدير تنافسية لأنها شملت بالأخص قطاعات خدماتية محمية مثل المياه والكهرباء والاتصالات، و غالبية عوائد الخصخصة تم تحويلها إلى الخارج ولم يُعاد استثمارها محلياً، فقد الاقتصاد القدرة على تمويل النمو من موارده الذاتية.

227

2.6.5 بداية الأزمة الأرجنتينية:

تميزت سنة 2000 بالمفاوضات حول الحزم المالية مع المؤسسات الدولية، إذ أنه في مارس تم الاتفاق مع صندوق النقد بقيمة 7.2 مليار دولار، مشروط بتقشف حاد. و في ديسمبر أعلن عن حزمة مساعدات بقيمة 40 مليار دولار من صندوق النقد ومؤسسات أخرى.²²⁸

في ديسمبر 2001، وبعد فترة امتدت لعامين من الركود الاقتصادي، وأعقبها جهود متواصلة لتفادي أزمة ديون وشيكة عبر اللجوء إلى دعم مالي من صندوق النقد الدولي، وتنفيذ إجراءات ضبط مالي، واعتماد آليات لإدارة الدين.²²⁹ كما حدث سحب جماعي للودائع، وانهارت الثقة في النظام المالي، و تم إعلان أكبر تعثر سيادي في التاريخ آنذاك (155 مليار دولار). ليتم فك الربط عن الدولار في يناير 2002 وتخفيض قيمة البيزو بحوالي 29%.²³⁰

و في الجدول التالي نسجل أهم الأحداث التي ميزت فترة الأزمة الأرجنتينية:

²²⁷ Marc Gerard, "Régulation et Crise Monétaires en Régime de Currency Board: Le Cas de l'Argentine 1991-2002," *SSRN Electronic Journal*, 2024, 15.

²²⁸ John F. Hornbeck and Meaghan K. Marshal, *The Argentine Financial Crisis: A Chronology of Events* (Congressional Research Service, 2002).

²²⁹ Jeromin Zettelmeyer, "Lessons from the 2000–2002 Crisis in Argentina for the Sustainability of the Euro," *ifo DICE Report* 16, no. 3 (2018): 21.

²³⁰ Geethanjali Nataraj and Pravakar Sahoo, "Argentina's Crisis: Causes and Consequences," *Economic and Political Weekly* 38, no. 16 (2003): 1642.

الجدول 03: التسلسل الزمني لأحداث الأزمة الأرجنتينية.

التاريخ	الحدث
ديسمبر 1999	تولي الرئيس فرناندو دي لا روا الحكم وسط ركود اقتصادي وارتفاع الدين العام.
يناير 2000	تنفيذ "الضريبة الكبرى (impuestazo)" لزيادة الإيرادات من خلال توسيع القاعدة الضريبية.
أكتوبر 2000	استقالة نائب الرئيس كارلوس ألفاريز، ما أبرز هشاشة الحكومة سياسيًا.
ديسمبر 2000	التفاوض على حزمة دعم مالي بقيمة 40 مليار دولار لتمديد آجال استحقاق الدين.
مارس 2001	استقالة وزير الاقتصاد ماشينيا بعد فشل إجراءات تحفيز النمو.
مارس 2001 (منتصفه)	استقالة وزير الاقتصاد الجديد لوبيز ميرفي بعد أسبوعين فقط من تعيينه بسبب معارضة حزمة تقشفية.
أبريل 2001	تعيين دومينغو كافالو وزيرًا للاقتصاد؛ يقترح ربط البيزو بسلة عملات (دولار + يورو).
25 أبريل 2001	استقالة رئيس البنك المركزي بيدرو بو إثر خلافات مع كافالو؛ تعيين روكي مكاروني خلفًا له.
10 يوليو 2001	إعلان قانون "العجز الصفري" بعد صعوبة في الحصول على تمويل عبر السوق.

أكتوبر 2001	فشل المفاوضات مع الأقاليم بشأن تقاسم الإيرادات الضريبية.
28-29 أكتوبر 2001	بدء مفاوضات تبادل الديون بقيمة 100 مليار دولار؛ يشترط صندوق النقد ووزارة الخزانة الأمريكية تحقيق العجز الصفري أولاً.
19 نوفمبر 2001	صندوق النقد يرفض صرف أي دفعات جديدة قبل تحقيق الشروط المتفق عليها.
2 ديسمبر 2001	إعلان الكوراليتو ²³¹ (تجميد الودائع)، مع حد أسبوعي للسحب يبلغ 250 بيزو/دولار.
19 ديسمبر 2001	استقالة كافالو وجميع الوزراء.
20 ديسمبر 2001	استقالة الرئيس دي لا روا، وتعيين رامون بويرتا رئيساً مؤقتاً.
23 ديسمبر 2001	تعيين رودريغيز سا رئيساً مؤقتاً؛ يُعلن تعليق سداد الدين الخارجي لمدة 60 يوماً.
24 ديسمبر 2001	إعلان إصدار عملة جديدة غير مدعومة بالعملات الأجنبية باسم "الأرجنتينو".
30 ديسمبر 2001	استقالة رودريغيز سا؛ تعيين إدواردو دوهالدي رئيساً جديداً.
2 يناير 2002	دوهالدي يعلن رسمياً إنهاء نظام مجلس العملة وتعويم البيزو.

²³¹ كوراليتو: تعني "السياج الصغير" بالإسبانية أطلق في البداية على تجميد الودائع لأن هذه الودائع كان بالإمكان استخدامها بحرية داخل النظام المالي، ولكن لم يكن يُسمح لها بمغادرة النظام.

Source: Augusto De la Torre et al., *Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking* (World Bank, 2002), 25.

3.6.5 أسباب الأزمة الأرجنتينية:

• ربط العملة كأداة لتثبيت التضخم:

رغم ما حققته خطة نظام مجلس العملة (Currency Board) من نجاح أولي في كبح التضخم وتحقيق استقرار نقدي نسبي، إلا أن هذا الربط الصارم قلّص بشكل كبير من قدرة السلطات النقدية على التفاعل مع المتغيرات الخارجية، وجعل الاقتصاد الأرجنتيني عرضة للصدمات الخارجية وتقلبات تدفقات رأس المال. ومع تراجع النمو وارتفاع الدين العام خلال النصف الثاني من التسعينات، فقد هذا النظام صلابته، وأدى لاحقاً إلى اندلاع أزمة اقتصادية ومالية حادة بلغت ذروتها مع انهيار خطة الربط مطلع الألفية الثالثة. وتُبرز هذه التجربة محدودية استدامة أنظمة الربط الجامد في غياب أسس اقتصادية متينة وسياسات مرنة قادرة على امتصاص الصدمات.²³²

فحسب دراسة (Marc Gerard, 2003) فإن نظام مجلس العملة ليس مجرد آلية لصرف ثابت، بل هو نظام شامل يربط السياسة الاقتصادية كلياً بالاستقرار النقدي، مما ينقل عبء التكيف مع الآزمات إلى الاقتصاد الحقيقي. ورغم تشابهه مع نظام الذهب في القرن 19، إلا أن هذا الربط الحديث (مثل ربط البيزو بالدولار) لا يتمتع بنفس المصداقية أو الحياد، لأنه يعتمد على سياسات نقدية نشطة، لا على معيار عالمي ثابت. وبالتالي، يظل هذا النموذج هشاً وغير مناسب للدول النامية التي لا تملك أدوات تمويل ذاتية كافية.²³³

• تدهور البيئة الخارجية وضعف تدفقات رأس المال:

أثرت آزمات العملة في آسيا وروسيا بين 1997 و1998 سلباً على ثقة المستثمرين في الأسواق الناشئة، ما أدى إلى انخفاض صافي تدفقات رأس المال الخاص إلى الدول النامية من 187.8 مليار دولار عام 1996 إلى 8.3 مليار دولار عام 2001، كما تسبّب تخلي البرازيل عن نظام الربط الزاحف للعملة في يناير 1999 في انخفاض حاد لقيمة الريال، مما أضرّ بالقدرة التنافسية للمنتجات الأرجنتينية وأسفر عن

²³² Glick, "Financial Crises in Emerging Markets: An Introductory Overview," 6.

²³³ Gerard, "Régulation et Crise Monétaires en Régime de Currency Board: Le Cas de l'Argentine 1991-2002," 20.

ركود في التجارة بين البلدين، حيث انكمشت بعد سنوات من التوسع. وتحولت الأرجنتين من فائض قدره 18.3 مليار دولار عام 1998 إلى عجز قدره 4.4 مليار دولار عام 2001.²³⁴

• السياسات الضريبية الانكماشية:

في ظل تراجع الصادرات، وتباطؤ النشاط الاقتصادي، وتزايد عبء الديون، شهدت الإيرادات الضريبية في الأرجنتين انكماشاً ملحوظاً، لتوقف الحكومة بواذر التعافي الاقتصادي في أواخر 1999 بفرض حزمة زيادات ضريبية في يناير 2000، شملت رفع ضرائب الدخل والتقاعد والسلع الاستهلاكية، ما أدى إلى تراجع النشاط الاقتصادي مجدداً.²³⁵

• فخ العملة والنمو والدين (Currency-Growth-Debt Trap) :

بعد عام 1998، وقعت الأرجنتين في فخ ثلاثي الأبعاد: عملة مبالغ في قيمتها، نمو اقتصادي راكد، ودين عام متضخم. فشلت الحكومة في معالجة عناصر الفخ مجتمعة، مما أدى إلى تفاقم الأزمة.²³⁶

• أزمة ميزان المدفوعات :

شكلت هذه الأزمة الأساس البنيوي لانهايار النظام الاقتصادي، حيث أصبحت الدولة غير قادرة على تلبية الالتزامات الخارجية نتيجة نزيف العملات الصعبة وتراجع الصادرات.²³⁷

• تفكك العلاقة بين الحكومة المركزية والمقاطعات 1998-2001:

رغم توقيع ميثاق الاستقرار الفدرالي في 2000، لم تطبق بنوده، مما جعل حكومات المقاطعات تستمر في سياسات توسعية مستقلة. لم تتمكن الحكومة المركزية من فرض الانضباط المالي اللازم، بسبب ضعف أدوات الرقابة وضعف الإرادة السياسية.²³⁸

²³⁴ Saxton, *Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures*, 30.

²³⁵ Laura Aggarwal et al., "The Argentine Great Depression," *Undergraduate Economic Review* 15, no. 1 (2019): 7. <https://digitalcommons.iwu.edu/uer/vol15/iss1/24>

²³⁶ Augusto De la Torre et al., *Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking* (World Bank, 2002), 18.

²³⁷ Zettelmeyer, "Lessons from the 2000–2002 Crisis in Argentina for the Sustainability of the Euro," 22.

²³⁸ Anders Kronfelt, *Four Financial Crises in Argentina: A Comparative Study into the Causes* (Bachelor's Thesis, Lund University, 2015), 32.

• ارتفاع الدين الخارجي:

حسب دراسة (Nataraj, Geethanjali, and Pravakar Sahoo, 2003) بلغت نسبة خدمة الدين إلى الناتج المحلي 75.8% سنة 2000، مما خلق عبئاً هائلاً على ميزان المدفوعات. و أغلب القروض كانت مقومة بالدولار، مما فاقم الأزمة بعد انهيار النظام الثابت.²³⁹ و هذا ما أكدته الباحثة (Tchiko, 2010) في بحث تطرق فيه لأسباب آزمات الدول الناشئة.

• العجز في الميزان التجاري:

حسب دراسة (Catao Luis, Elisabetta Falcetti, 2002) شهدت الأرجنتين في التسعينيات تدهوراً كبيراً في الميزان التجاري بسبب النمو السريع للواردات مقارنة بالصادرات، رغم تسارع الأخيرة نسبياً. ويعود ذلك لعوامل رئيسية مثل اعتماد الصادرات على السلع الأولية (المتأثرة بأسعارها العالمية)، وارتفاع الطلب المحلي الذي استوعب جزءاً من الإنتاج القابل للتصدير، وضعف النمو في دول ميركوسور خاصة البرازيل. كما ساهم ارتفاع مرونة الواردات للدخل (2.4 طويلة الأجل) مقابل ضعف تأثير الأسعار النسبية في تفاقم العجز. وتشير النتائج إلى صعوبة تعويض ذلك بتخفيض سعر الصرف، مع التأكيد على أهمية زيادة الادخار وخفض تكاليف العمالة لتحسين التوازن التجاري دون إعاقة النمو.²⁴⁰

4.6.5 آثار الأزمة الأرجنتينية:

• انكماش اقتصادي حاد:

شهد الاقتصاد الأرجنتيني انكماشاً كبيراً في الناتج المحلي الإجمالي، بحيث انكمش بحوالي 20% بين 1998 و 2002، وهو ما يعكس شدة الركود الذي دخلته البلاد خلال الأزمة، ويُعد من بين أعلى معدلات الانكماش المسجلة في الاقتصاد الحديث.²⁴¹

²³⁹ Nataraj and Sahoo, "Argentina's Crisis: Causes and Consequences," 1641.

²⁴⁰ Luis Catao and Elisabetta Falcetti, "Determinants of Argentina's External Trade," *Journal of Applied Economics* 5, no. 1 (2002): 53. <https://doi.org/10.1080/15140326.2002.12040570>

²⁴¹ Anders. "Four Financial Crises in Argentina: A comparative study into the causes," 33.

• اضطرابات اجتماعية و سياسية:

شهدت الأرجنتين اضطرابات و احتجاجات عنيفة سنة 2001 وانهاير الطبقة الوسطى. ما نتج عنه استقالات متتالية بين (ديسمبر 2001 - يناير 2002).²⁴²

• انهيار النظام المالي:

حصلت عمليات سحب جماعي للودائع بسبب انهيار الثقة في البنوك، ووقعت أزمة سيولة حادة. مما جعل البنوك مهددة بالانهيار بسبب قروض مقومة بالدولار لا يمكن تحصيلها بعد انهيار البيزو.²⁴³

• ارتفاع معدلات البطالة والفقر (بحلول 2002):

نتيجة للإنكماش الحاد الذي طال الاقتصاد الأرجنتيني ارتفعت نسبة البطالة من 12.4% عام 1998 إلى 18.3% في 2001، ثم إلى 23.6% في 2002 ذروة الأزمة. و نسبة الفقر قفزت من 25.9% في 1998 إلى 38.3% في 2001، ثم وصلت إلى 57.5% في عام 2002.²⁴⁴

• ارتفاع التضخم:

ارتفعت أسعار السلع و الخدمات، بينما بلغ التضخم 30% في النصف الأول من 2002.²⁴⁵

فعلى المدى القريب للأزمة لاحظنا أثرا سلبيا، إلا أنه بعد عدة سنوات ساهم تحسن قطاع الصادرات في تحفيز الطلب الداخلي، لا سيما من خلال زيادة الاستهلاك الخاص والاستثمار. وكان لهذين العاملين دور رئيسي في تعزيز مسار التعافي الاقتصادي، إذ أصبحا المحركين الأساسيين للنمو بعد التراجع الحاد الذي شهدته البلاد خلال فترة الأزمة.

إذ بحلول عام 2005، نجحت الحكومة الأرجنتينية في استعادة مصداقيتها المالية على المستويين المحلي والدولي. وقد تجلّى ذلك في إعادة تدفق الاستثمارات الخارجية، وإقبال المستثمرين المحليين على النشاط الاقتصادي، وهو ما ساهم في تعزيز بيئة الأعمال ودعم الاستقرار الاقتصادي.²⁴⁶

²⁴² Faucher, Philippe, and Leslie Elliott Armijo. "Le rôle des institutions politiques dans les crises financières de l'Argentine et du Brésil." *Revue Tiers Monde* 178.2 (2004): 387-417. P 397.

²⁴³ Nataraj and Sahoo, "Argentina's Crisis: Causes and Consequences," 1641.

²⁴⁴ Saxton, *Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures*, 4.

²⁴⁵ Pierre Salama, "Argentina: Chronique d'une Crise Annoncée" (Manuscript, Université de Paris XIII, 2002), 6.

²⁴⁶ Laira Aggarwal et al., "The Argentine Great Depression," 12.

5.6.5 الإصلاحات التي اتخذت في الأزمة الأرجنتينية:

شهدت الأرجنتين بين عامي 2001 و2002 واحدة من أعنف الأزمات الاقتصادية في تاريخها الحديث، والتي دفعتها إلى اتخاذ مجموعة من الإصلاحات والإجراءات الطارئة لمعالجة الانهيار المالي والنقدي. تتلخص هذه الإجراءات فيما يلي:

• تجميد الودائع المصرفية وإعادة هيكلة الحسابات بالدولار (El Corralito) :

في ديسمبر 2001، أعلنت الحكومة الأرجنتينية عن تجميد الودائع المصرفية بالدولار، وهو ما عُرف لاحقاً باسم "كوراليتو" (Corralito)، كإجراء لمنع الانهيار الكامل للقطاع المصرفي. ثم تلاه لاحقاً ما يُعرف بـ"كورالون" (Corralón)، والذي فرض تحويلاً قسرياً للودائع من الدولار إلى البيزو بأسعار صرف مجحفة (تحويل الديون بأسعار رسمية وتحرير الأصول بأسعار السوق)، مما تسبب في خسائر كبيرة للمودعين.²⁴⁷

• إنهاء نظام مجلس النقد (Currency Board) وتحرير سعر الصرف 2002:

مع تولي الرئيس المؤقت إدواردو دوهالدي (Eduardo Duhalde) الحكم في 1 يناير 2002، ألغيت سياسة ربط البيزو بالدولار الأمريكي، التي كانت قائمة منذ عام 1991. أدى ذلك إلى خفض حاد في قيمة العملة، ما سمح باستعادة بعض القدرة التنافسية الخارجية ولكن تسبب أيضاً في فقدان سريع للقيمة الشرائية للمواطنين.²⁴⁸

و هي ما سمي بسياسة "**Pesification**" إذ تم تحويل جميع الودائع والقروض الدولارية إلى البيزو. جرت التحويلات بمعدلات تمييزية (1.4 للودائع و1:1 للقروض)، ما أدى إلى تحميل القطاع المصرفي القسم الأكبر من الخسائر. ونتج عن ذلك خسائر رأسمالية ضخمة للبنوك، مما اضطر الحكومة لإصدار سندات تعويضية (BODENs) لإنقاذ النظام المصرفي.²⁴⁹

²⁴⁷ Saxton, *Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures*, 48.

²⁴⁸ John F. Hornbeck, *Argentina's Post-Crisis Economic Reform: Challenges for US Policy* (Congressional Research Service, 2013), 2.

²⁴⁹ Dominguez and Tesar, "International Borrowing and Macroeconomic Performance in Argentina," 317.

• فرض ضرائب مؤقتة على الصادرات والمعاملات المالية (ابتداءً من 2002):

نظرًا لانخفاض الإيرادات العامة، تم فرض ضرائب مؤقتة على الصادرات والمعاملات المالية. وبمرور الوقت، أصبحت هذه الضرائب دائمة وجرى توجيه عائداتها نحو الإنفاق الاجتماعي²⁵⁰.

• خفض مؤقت لضريبة القيمة المضافة ثم إعادة زيادتها:

في نوفمبر 2002، خفضت الحكومة ضريبة القيمة المضافة (VAT) من 21% إلى 19%، في محاولة لتنشيط الطلب المحلي وتحفيز الاستهلاك. لكن هذا الإجراء أُلغي في يناير 2003 بضغط من صندوق النقد الدولي، فعادت الضريبة إلى 21%. ولاحقًا، لُوحت حكومة كيرشنر بخفضها إلى 18%، لكن القرار لم يُنفذ.²⁵¹

• الحصول على تمويل طارئ من المؤسسات الدولية:

رغم التوتر مع صندوق النقد الدولي والمؤسسات المالية الدولية، تمكنت الأرجنتين من: تأجيل سداد قروض مستحقة في يناير 2003. توقيع حزمة تمويلية جديدة مع صندوق النقد الدولي بقيمة 6.8 مليار دولار في يناير 2003. الحصول على قروض جديدة من البنك الدولي وبنك التنمية للأمريكتين بقيمة 2.1 مليار دولار. وقد مكّنت هذه الإجراءات الحكومة من تجنب التخلف الرسمي عن السداد للصندوق، رغم أنها كانت في وضع إفلاس تقني.²⁵²

إلا أنه مع انتخاب نيسطور كيرشنر (2003) وخلفه كريستينا فرنانديز دي كيرشنر (2007 و 2011)، أصبحت السياسات الاقتصادية أكثر اعتمادًا على الداخل، حيث رفضت الأرجنتين العودة إلى الاقتراض الخارجي أو التعاون مع المؤسسات الدولية مثل صندوق النقد الدولي، في سعيها لتحقيق ما سمي بالاستقلال الاقتصادي الوطني.²⁵³

• خطة إعادة هيكلة الديون 2001-2005:

عقب التخلف عن السداد، أطلقت الأرجنتين خطة واسعة لإعادة هيكلة ديونها. وافق 93% من حاملي السندات (معظمهم من مواطني دول أوروبية) على تخفيض قيمة السندات المستحقة، في حين رفضت

²⁵⁰ Hornbeck, *Argentina's Post-Crisis Economic Reform: Challenges for US Policy*, 2.

²⁵¹ Saxton, *Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures*, 45.

²⁵² Ibid., 46.

²⁵³ Hornbeck, *Argentina's Post-Crisis Economic Reform: Challenges for US Policy*, 2.

صناديق التحوط وبعض الدائنين الكبار ذلك، ورفعوا دعاوى قضائية ضد الحكومة. وفي 2005، أُعيد تمويل الدين مجددًا، عبر إصدار سندات مرتبطة بالنمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي، مما سمح للدولة بالسداد فقط في حال تحقق فائض في الميزانية.²⁵⁴

• فرض ضوابط على الأسعار وأسواق الصرف

مع تفاقم التضخم بعد تعويم العملة، فرضت الحكومة رقابة واسعة على أسعار السلع الأساسية بهدف حماية القوة الشرائية للطبقات الفقيرة. كما فُرضت قيود مشددة على سوق الصرف الأجنبي، ومنع الأفراد من شراء العملات الأجنبية بحرية، وهي إجراءات أسهمت في ظهور سوق سوداء للعملة وتفاقم التشوهات الاقتصادية.²⁵⁵

²⁵⁴ Laira Aggarwal et al., "The Argentine Great Depression," 9.

²⁵⁵ Saxton, *Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures*, 47.

خلاصة:

في الختام، قدم هذا الفصل الأول إطارا شاملا لفهم الآزمات الاقتصادية والمالية، بدءا من أسسها النظرية والمفاهيمية، مروراً باستعراضها التاريخي، وصولاً إلى تحليل معمق لتجارب الدول الناشئة. لقد كشفت دراسة النماذج المفسرة عن تعقيد هذه الظاهرة، حيث لا تقتصر مسبباتها على الاختلالات الاقتصادية الكلية فحسب، بل تمتد لتشمل عوامل سلوكية ومالية بحتة. كما أبرزت الجولة التاريخية الطبيعة المتكررة والمتحورة للآزمات عبر الزمن، مؤكدة على أهمية استخلاص الدروس من التجارب السابقة.

إن التحليل المتعمق لحالات الدول الناشئة مثل المكسيك، والدول الآسيوية، وروسيا، والبرازيل، وتركيا، والأرجنتين قد أظهر بوضوح أن الآزمات التي تعرضت لها هذه الاقتصادات كانت غالباً نتيجة لتفاعل معقد بين اختلالات داخلية (مثل ضعف القطاع المصرفي، تراكم الديون المحلية، وعدم كفاءة السياسات الاقتصادية) واختلالات خارجية (كالتدفقات الرأسمالية المتقلبة، والصدمات الخارجية، وارتفاع أسعار الفائدة العالمية). هذه الاختلالات، سواء كانت هيكلية أو دورية، أدت إلى تفاقم نقاط الضعف في الأنظمة المالية والاقتصادية لهذه الدول، مما جعلها عرضة بشكل خاص للصدمات وتداعيات الآزمات.

تشكل هذه النتائج أساساً متيناً للانتقال إلى الفصل الثاني، حيث سيتم بناء على هذا الفهم الشامل، تحليل التوازنات الاقتصادية بشكل أعمق، واستكشاف كيف يمكن أن تؤدي هذه الاختلالات الداخلية والخارجية إلى زعزعة الاستقرار الاقتصادي والمالي.

الفصل الثاني:

التوازنات الاقتصادية الكلية للدول الناشئة

تمهيد:

يعد فهم ديناميكيات الاقتصاد الكلي وتوازناته أمراً حيوياً في تقييم أداء الاقتصادات الوطنية، وتحديد مواطن القوة والضعف فيها، واستشراف مدى قابليتها للتأثر بالصدمات الداخلية والخارجية ونشوب الأزمات. ترتبط التوازنات الكلية، لا سيما تلك المتعلقة بالقطاعات الحقيقية والمالية والخارجية، بعلاقات متبادلة ومعقدة تُشكل في مجموعها صورة عن صحة الاقتصاد الكلية واستدامة مساراته التنموية. يكرس هذا الفصل للغوص في هذا الجانب المحوري من التحليل الاقتصادي، مقدماً مقارنة تجمع بين التأسيس النظري والتطبيق العملي على مجموعة مختارة من الاقتصادات ذات الأهمية والتنوع.

استهلالاً، سيتناول الفصل أبرز المفاهيم والنماذج النظرية المرتبطة بتوازنات الاقتصاد الكلي، مستعرضاً الأطر الفكرية التي تفسر التفاعلات بين المتغيرات الكلية الأساسية كالإجمالي الناتج المحلي، الاستهلاك، الادخار، الاستثمار، الإنفاق الحكومي، والصادرات والواردات. وسيركز بشكل خاص على اشتقاق الهويات المحاسبية الأساسية التي تربط بين هذه المتغيرات، مبيناً العلاقة الجوهرية التي تحكم التوازن بين الادخار الكلي والاستثمار الكلي والميزان الخارجي (صافي الصادرات)، وكيف تشكل هذه العلاقة مرآة تعكس الحاجة إلى التمويل الخارجي أو القدرة على الإقراض الصافي للعالم، وما يترتب على ذلك من آثار على الاستقرار الكلي.

انتقالاً من الإطار النظري، سينخرط الفصل في تحليل تطبيقي للمؤشرات الاقتصادية الكلية والتوازنات المرتبطة بها في عشر دول مختارة تمثل الدول التي تعرضت للأزمات المالية في التسعينات، وهي: الأرجنتين، البرازيل، المكسيك، إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين، تايلند، روسيا، وتركيا. وسيرتكز التحليل على بيانات الفترة الزمنية الممتدة من عام 2002 إلى عام 2023. يهدف هذا الجزء إلى فحص الأداء الفعلي لهذه الاقتصادات من خلال استعراض وتفسير تطور مجموعة من المتغيرات الكلية الحيوية، وتقييم توازناتها الداخلية والخارجية، والفروقات المتباينة بينها. يمكن هذا التحليل من تسليط الضوء على التحديات الهيكلية والمرحلية التي تواجه كلا منها، وتقييم مدى صلابتها أو هشاشتها في مواجهة الصدمات الاقتصادية، مما يمهد الطريق لفهم أعمق لمحددات الاستقرار الكلي ومدى قابلية هذه الدول لتكرار الأزمات في ضوء واقعها الاقتصادي في الفترة قيد الدراسة.

1. الإطار النظري للتوازنات الاقتصادية الكلية:

يعد فهم تطور الفكر الاقتصادي الكلي مدخلا أساسيا لتحليل الظواهر الاقتصادية المعاصرة، لاسيما في سياق الأزمات الدورية والسياسات الاقتصادية المتبعة في مواجهتها. ويتيح تتبع النظريات الكبرى، من الكلاسيكية إلى الحديثة، بناء قاعدة نظرية متماسكة يمكن الاعتماد عليها في تشخيص الاختلالات واقتراح الحلول.

وتشير التوازنات الاقتصادية الكلية إلى مجموعة من المؤشرات التي تعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني، وتشمل النمو الاقتصادي، البطالة، التضخم، الحساب الجاري، رصيد الميزانية العامة، سعر الصرف، الاستثمار والإدخار وغيرها. تعد هذه المؤشرات أدوات مركزية لقياس استقرار الاقتصاد وفعالية السياسات الاقتصادية الكلية، سواء النقدية أو المالية. ويختلف فهم هذه التوازنات حسب المدارس الاقتصادية، نجد من أبرزها:

1.1. النظرية الكلاسيكية: أواخر القرن 18 حتى بداية القرن 20

تعد النظرية الكلاسيكية أول بناء متكامل للاقتصاد الكلي، و من أشهر روادها آدم سميث، ديفيد ريكاردو، جون ستيوارت ميل، وقد سادت حتى بداية القرن العشرين. تقتض هذه المدرسة أن الأسواق تعد آليات ذاتية التنظيم، حيث تؤدي مرونة الأسعار والأجور إلى تحقيق التوازن في جميع الأسواق، بما في ذلك سوق العمل.

تبنى النظرية الكلاسيكية على قانون ساي (Say's Law)، الذي ينص على أن "العرض يخلق الطلب الخاص به". وبذلك، فإن الإنتاج يولد دخلا يعاد إنفاقه تلقائيا على شكل طلب.

و على هذا الأساس بنى I.Fischer ما يعرف بمعادلة التبادل: $MV=PT$ ²⁵⁶ حيث:

- M: عرض النقود
 - V: سرعة تداول النقود
 - P: المستوى العام للأسعار
 - T: مجموع الصفقات التي يتم إجراؤها في الاقتصاد خلال نفس الفترة.
- ثم طورت هذه المعادلة لتصبح تعرف بالمعادلة النقدية: $MV=PY$ حيث:
- Y: الناتج الحقيقي

²⁵⁶ الطاهر، لطرش. "الاقتصاد النقدي والبنكي". ديوان المطبوعات الجامعية. (2015). ص 70.

تستبعد البطالة الدورية في هذا النموذج، وتفسر البطالة فقط بكونها طوعية أو ناتجة عن تدخلات تعيق حرية السوق.²⁵⁷

2.1. نظرية التوازن العام: نهاية القرن 19 إلى منتصف القرن 20

تعكس هذه النظرية تطوراً رياضياً للنموذج الكلاسيكي، وتهدف إلى نمذجة كيفية تفاعل الأسواق المختلفة (السلع، العمل، النقود) لتحقيق توازن شامل.

تمثل نظرية التوازن العام التي طورها "Leon Walras" نقلة نوعية في الفكر الاقتصادي، إذ تجاوزت نطاق التوازن الجزئي الذي كان يركز على سوق واحدة معزولة، لتبحث في إمكانية تحقق توازن شامل يغطي جميع الأسواق في الاقتصاد. وقد سعى والراس لإثبات أن الأسواق الحرة، في ظل نظام سعري تنافسي، تميل بطبيعتها نحو التوازن نتيجة لتفاعل قرارات العرض والطلب، رغم أن هذا التوازن قد لا يتحقق فعلياً في الواقع، بل ينظر إليه كاتجاه وليس كحالة نهائية دائمة.

وقد عبر والراس عن هذه الفكرة بمقولة قال فيها إن "السوق مثل بحيرة تثيرها الرياح، حيث يظل الماء في سعي دائم نحو التوازن دون أن يبلغه أبداً"، وهو ما يعكس إدراكه للطابع الديناميكي وغير المثالي للأسواق الواقعية.

وتعد هذه النظرية امتداداً لمبادئ التنسيق التي أشار إليها آدم سميث في "ثروة الأمم"، حيث تلعب الأسعار دور الإشارات التي تنسق سلوك المتعاملين في السوق، من خلال عمليات المزايدة والمفاضلة بين البدائل المتاحة في عمليات البيع والشراء. تعد هذه الرؤية أساساً لتحليل كيفية تخصيص الموارد بكفاءة في الاقتصاد الرأسمالي.²⁵⁸

3.1. النظرية الكينزية: ثلاثينيات القرن 20

أسس **Keynes, John Maynard** هذه النظرية كرد فعل على أزمة 1929، في عمله الأشهر "النظرية العامة للتشغيل، الفائدة والنقود" (1936)، حيث أعاد فيها تعريف مفاهيم رئيسة مثل الطلب الكلي، العرض الكلي، التشغيل، ودور الدولة في الاقتصاد.

تمثل النظرية الكينزية للتوازن في الاقتصاد الكلي انقطاعاً مفاهيمياً حاسماً عن المبادئ الكلاسيكية التي افترضت مرونة الأسعار والأجور وقدرة السوق على تحقيق التوازن التلقائي. فقد قدم جون ماينارد كينز تصوراً مغايراً للتوازن الاقتصادي يتمحور حول أولوية الطلب الكلي كعامل محدد للنتاج والتشغيل، فركزت

²⁵⁷ N. Gregory Mankiw, *Macroeconomics*, 5th ed. (Worth Publishers, 2003), 242.

²⁵⁸ Robert C. Kelly, "Understanding General Equilibrium Theory & Its Alternatives," Investopedia, August 29, 2024. <https://www.investopedia.com/terms/g/general-equilibrium-theory.asp> Consulted on 24/12/2024.

على مفهوم " الطلب الفعال " كمحرك رئيسي للنشاط الاقتصادي، وذلك في إطار تحليل ديناميكي يدمج المتغيرات النقدية والحقيقية ضمن بنية واحدة.²⁵⁹ وترتكز النظرية الكينزية على الأسس التالية:

التوازن الكلي وتحديد الناتج:

في النموذج الكينزي، يتحدد الناتج القومي الحقيقي Y في المدى القصير عند تقاطع دالة الطلب الكلي مع دالة العرض الكلي. ولكن بخلاف التصورات الكلاسيكية، فإن كينز افترض أن دالة العرض تكون أفقية عند مستويات دون التوظيف الكامل، ما يعني أن أي زيادة في الطلب الكلي تؤدي إلى زيادة الإنتاج لا الأسعار.

ويعبر عن الطلب الكلي بالمعادلة:

$$AD=C(Y_d)+I(r,\pi_e)+G+(M-X)$$

حيث:

C : الاستهلاك، دالة في الدخل المتاح Y_d .

I : الاستثمار، دالة في معدل الفائدة r و توقعات العائد π_e .

G : الإنفاق الحكومي.

$(M-X)=NX$: الصادرات الصافية.

ويمكن تمثيل المضاعف الكينزي كما يلي:

$$\frac{1}{c-1} = k$$

حيث c هو الميل الحدي للاستهلاك. كما أن مفهوم "المضاعف الكينزي" يبرز كيف يمكن لتغير بسيط في الإنفاق أن ينتج أثراً مضاعفاً على الناتج.

دالة الاستهلاك:

ينطلق كينز من فرضية أن الميل الحدي للاستهلاك أقل من الواحد، ما يعني أن الزيادة في الدخل تؤدي إلى زيادة أقل في الاستهلاك.²⁶⁰ تكتب دالة الاستهلاك على الشكل التالي:

$$C=C_0+cY_d$$

حيث:

C_0 : الاستهلاك التلقائي (حتى في غياب دخل).

$c \in (0,1)$: الميل الحدي للاستهلاك.

²⁵⁹ Keynes, "The General Theory of Employment," 219.

²⁶⁰ Ibid.

$Y_d = Y - T$: الدخل المتاح (الدخل الإجمالي مطروحا منه الضرائب).

دالة الاستثمار:

أولى كينز أهمية مركزية للاستثمار باعتباره المتغير الأكثر تقلبا وتحددا بالعوامل النفسية. وقد صاغ دالة الاستثمار كدالة تناقصية في سعر الفائدة ومتصاعدة في توقعات الربحية، وتكتب في صورتها النموذجية:

$$I = I(MEI) = I(r)$$

حيث:

MEI : الكفاءة الحدية لرأس المال.

r : سعر الفائدة الاسمي أو الحقيقي.

ووفقا لكينز، يتخذ قرار الاستثمار بناء على المقارنة بين MEI و r . فإذا كانت $MEI > r$ ، فإن الاستثمار يكون مربحا. وبالتالي، فإن أي ارتفاع في r يؤدي إلى خفض I ، ما ينعكس مباشرة على الطلب الكلي.²⁶¹

توازن سوق النقود وسعر الفائدة:

حدد كينز سعر الفائدة من خلال توازن سوق النقود، وليس من خلال توازن الادخار والاستثمار كما في النظرية الكلاسيكية. ويعبر عن الطلب على النقود عبر ما يعرف بدالة التفضيل النقدي:

$$L = L_1(Y) + L_2(r)$$

ويتحقق التوازن في سوق النقود حينما:

$$M = L_1(Y) + L_2(r)$$

حيث:

M : العرض النقدي.

$L_1(Y)$: الطلب على النقود لأغراض المعاملات.

$L_2(r)$: الطلب على النقود لأغراض المضاربة.

في حالات الركود العميق، قد يصبح $L_2(r)$ مرنا جدا (مقاربة للانهاية)، ما يؤدي إلى ما يعرف بفخ السيولة، ويجعل السياسة النقدية غير فعالة نسبيا.

التوازن دون التوظيف الكامل:

من أبرز نتائج التحليل الكينزي أن الاقتصاد يمكن أن يستقر في حالة توازن دون بلوغ التوظيف الكامل. يعبر عن هذا التوازن بالمعادلة:

$$Y = AD \Rightarrow Y = C(Y_d) + I(r) + G$$

²⁶¹ John T. Harvey, "Testing Keynes' Aggregate Investment Function," *Journal of Post Keynesian Economics* 45, no. 2 (2022): 246-262. <https://doi.org/10.1080/01603477.2021.1932524>

لكن هذا المستوى من الناتج قد يكون أدنى من الناتج المحتمل Y^* ، ما يشير إلى فجوة انكماشية تستوجب تدخلا حكوميا. ²⁶²

السياسة الاقتصادية الكينزية:

استنتج كينز أن تحقيق التوازن الكامل يتطلب أداة تصحيح خارج السوق، وتحديدًا:

السياسة المالية التوسعية: رفع الإنفاق الحكومي G أو خفض الضرائب لتحفيز الاستهلاك.

السياسة النقدية: خفض سعر الفائدة r لزيادة الاستثمار، شريطة أن لا يكون الاقتصاد في فخ السيولة. أعادت النظرية الكينزية تعريف التوازن الاقتصادي من خلال تركيزها على عدم كفاية الطلب الكلي كسبب جوهري للبطالة وعدم استغلال الموارد. وقد طوّرت منظومة تحليلية تربط بين سلوك الأفراد (الميل للاستهلاك والتفضيل النقدي) وبين قرارات المؤسسات (الاستثمار وتوقعات الربحية) في بيئة تتسم بعدم اليقين. وبهذا، أصبحت النظرية الكينزية الأساس النظري للسياسات التدخلية في الاقتصاد الحديث، لا سيما في أوقات الركود والأزمات. ²⁶³

4.1. توازن IS/LM: أواخر الثلاثينيات إلى الأربعينيات

شكل نموذج IS-LM منذ ثلاثينيات القرن العشرين الإطار التحليلي الأساسي في الاقتصاد الكلي، بدءًا من صياغة Hicks (1937) التي فسرت العلاقة بين الإنتاج وأسعار الفائدة، وصولًا إلى مساهمات Modigliani (1944) التي أدخلت سوق العمل ودالة الإنتاج الكلي. ومع تطور النماذج الكمية للسياسة النقدية، تقلص دور النموذج إلى أداة تفسيرية مبسطة لنتائج مستخرجة من نماذج أكثر تعقيدًا.

عرف النموذج تحولات جوهريّة عقب صدمة التضخم والبطالة في السبعينيات، وبلغت ذروتها مع الثورة القائمة على التوقعات العقلانية (Lucas، 1976)، حيث وجهت إليه انتقادات تتعلق بغياب الأسس الصغرية، وانعدام الاتساق السلوكي، وضعف القدرة التنبؤية. في هذا السياق، قدم Wallace Sargent (1975) نسخة معدلة تعتمد توقعات عقلانية ونظرية العرض الكلي للوكاس، انتهت إلى نتائج مفادها أن السياسة النقدية المنتظمة غير فعالة في التأثير على الناتج الحقيقي.

ورغم محاولات لاحقة لتصحيح بعض هذه النتائج، بقي النموذج موضع خلاف، سواء بسبب تحفظات نظرية تتعلق بغياب الأسس السلوكية، أو بسبب نتائجها التي تتعارض مع قنوات صنع السياسات. ومع

²⁶² N. Gregory Mankiw, *Macroeconomics*, 5th ed, 261.

²⁶³ John Maynard Keynes, "The General Theory of Employment," *The Quarterly Journal of Economics* 51, no. 2 (1937): 209–223.

تطور "التوليف الكلاسيكي-الكينزي الجديد"، ظهر نموذج IS-LM الجديد، الذي يستبقي بساطة النموذج الأصلي، لكنه يقوم على أسس سلوكية دقيقة ويستوعب نتائج الثورة التوقعية. يستخدم هذا النموذج اليوم كأداة تربط بين النماذج الكمية المعقدة وتحليل السياسة النقدية، لاسيما في سياق أسعار الفائدة، الأسعار اللزجة، والتوازنات بين التضخم والناتج.²⁶⁴

يعتبر نموذج IS/LM من الأدوات التحليلية الأساسية في الاقتصاد الكلي الكينزي، حيث يستخدم لتحديد مستوى التوازن العام في الاقتصاد على المدى القصير، عندما لا تكون الأسعار والأجور مرنة بشكل كاف لضمان توازن السوق تلقائياً. يقوم النموذج على تمثيل تفاعلي بين سوق السلع (الذي يحدد الناتج الحقيقي) وسوق النقود (الذي يحدد سعر الفائدة).

منحنى IS : توازن سوق السلع

ينطلق تحليل سوق السلع من معادلة التوازن:

$$Y = C(Y - T) + I(i) + G$$

حيث:

- Y هو الناتج المحلي الإجمالي.
- C الاستهلاك، ويعتمد على الدخل القابل للتصرف (Y-T).
- I الاستثمار، ويتأثر سلباً بسعر الفائدة i.
- G الإنفاق الحكومي، و T الضرائب.

يظهر منحنى IS جميع التركيبات الممكنة للناتج Y وسعر الفائدة i التي تحقق التوازن في سوق السلع. وهو منحنى ذو ميل سالب، لأن ارتفاع i يؤدي إلى تراجع الاستثمار، ما يقلص الطلب الكلي وبالتالي الناتج المطلوب لتحقيق التوازن.²⁶⁵

²⁶⁴ Robert G. King, "The New IS-LM Model: Language, Logic, and Limits," *FRB Richmond Economic Quarterly* 86, no. 3 (2000): 47.

²⁶⁵ N. Gregory Mankiw, *Macroéconomie*, trans. Jihad C. El Naboulsi, 8th American ed. (De Boeck, 2013), 350.

منحنى LM : توازن سوق النقود

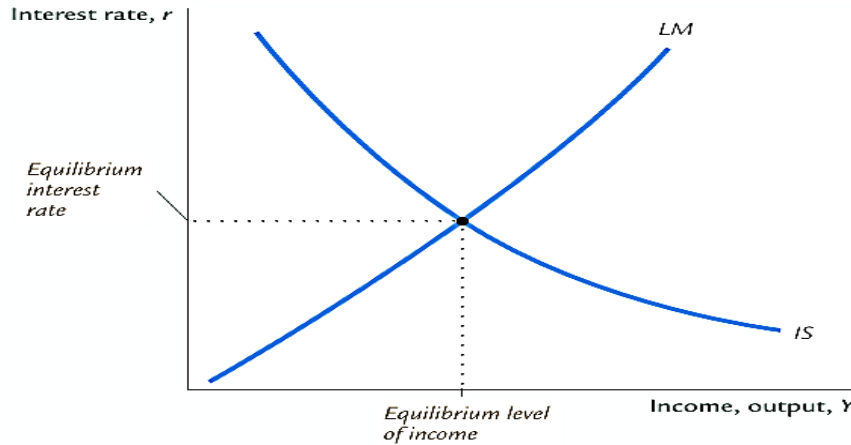
يتأسس تحليل سوق النقود على المعادلة:

$$L(i, Y) = M/P$$

حيث:

- M هو العرض النقدي الاسمي، و P هو مستوى الأسعار.
 - M/P يمثل العرض النقدي الحقيقي.
 - L هو الطلب على النقود، ويرتفع مع زيادة الدخل Y و ينخفض مع ارتفاع سعر الفائدة i .
- يمثل منحنى LM جميع التركيبات التي تحقق التوازن بين الطلب والعرض على النقود. له ميل موجب لأن ارتفاع الدخل يزيد الطلب على السيولة، مما يتطلب رفع سعر الفائدة لتحقيق التوازن النقدي.²⁶⁶

البيان 16: منحنى IS/ LM



Source : N. Gregory Mankiw, *Macroeconomics*, 5th ed. (Worth Publishers, 2003), 277.

نقطة تقاطع IS و LM التوازن العام:

يتحدد توازن الاقتصاد الكلي في المدى القصير عند تقاطع منحني IS و LM. هذه النقطة تبين المستوى المتوازن لكل من الناتج الحقيقي Y وسعر الفائدة i ، حيث يتحقق التوازن في كلا السوقين: السلعي والنقدي.

²⁶⁶ Mankiw, *Macroéconomie*, (De Boeck, 2013), 364.

أ. السياسة المالية تحولات IS :

زيادة الإنفاق الحكومي G أو خفض الضرائب T تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي، ما يدفع منحنى IS إلى اليمين (ناتج أعلى عند كل مستوى من i).

يترجم هذا التحول إلى ارتفاع في كل من الناتج وسعر الفائدة في نقطة التوازن الجديدة.

ب. السياسة النقدية تحولات LM :

زيادة العرض النقدي M تقلص سعر الفائدة عند كل مستوى من الدخل، فتدفع منحنى LM إلى الأسفل/اليمين.

النتيجة هي زيادة في الناتج وانخفاض في سعر الفائدة.

و من خلال التمثيل البياني في مستوى (Y, i) ، يمكن دراسة التأثيرات المختلفة للسياسات الاقتصادية والتقلبات الخارجية على الاقتصاد الكلي. فمثلاً:

- في حالة الركود، يمكن استخدام سياسة مالية توسعية لتحفيز الطلب الكلي وتحريك الاقتصاد نحو مستوى التوظيف الكامل.

- في حال التضخم الناتج عن فائض في الطلب، قد تستخدم السياسة النقدية الانكماشية لرفع سعر الفائدة وتقليص الاستثمار.

و بالتالي يوفر نموذج IS/LM أداة تحليلية متماسكة لفهم كيفية تفاعل السياسات الاقتصادية الكلية مع المتغيرات الاقتصادية الأساسية في المدى القصير. ورغم بساطته النسبية، يظل إطاراً نظرياً فعالاً لدراسة التوازن العام، واستكشاف ديناميكيات الاقتصاد في ظل تغيرات داخلية أو خارجية.²⁶⁷

5.1. نظرية التوازن طويل الأجل: 1956

يعد نموذج **Solow** للنمو الاقتصادي أحد أبرز الإسهامات النظرية في تحليل ديناميات النمو والتوازن طويل الأجل في الاقتصاد الكلي. في مقاله الكلاسيكي "A Contribution to the Theory of Economic Growth" (1956)، قدم روبرت سولو نموذجاً ديناميكياً يبنى على جملة من الافتراضات

²⁶⁷ N. Gregory Mankiw, *Macroeconomics*, 5th ed, 278.

البسيطة نسبيا، لكنه أتاح تحليلا دقيقا لكيفية تفاعل الادخار، وتراكم رأس المال، والنمو السكاني في تشكيل مسار النمو الاقتصادي وتحديد حالاته المستقرة على المدى الطويل.

انطلق النموذج من افتراض اقتصاد مغلق لا يشمل قطاعا حكوميا، حيث يتم إنتاج الناتج الكلي باستخدام دالة إنتاج ذات عوائد ثابتة على الحجم، ويفترض أن رأس المال يتراكم من خلال الادخار المحلي بمعدل ثابت s ، بينما ينمو عدد السكان بمعدل طبيعي n كما يفترض وجود اهتلاك مستمر لرأس المال بمعدل δ ، ولا يدرج التقدم التكنولوجي في النموذج الأساسي.

يتحقق التوازن طويل الأجل عندما يتوقف رأس المال لكل عامل عن التغير. في هذه الحالة، يكون الاستثمار مساويا تماما لما يلزم لتعويض الزيادة في عدد السكان والاستهلاك الرأسمالي، وبالتالي يستقر رأس المال لكل عامل عند المستوى k^* .

خصائص التوازن طويل الأجل في هذا الوضع التوازني:

- يبقى الناتج لكل عامل ثابتا.
- ينمو الناتج الكلي بمعدل n ، أي نفس معدل نمو السكان.
- لا يحدث أي نمو في الإنتاجية ما لم يدرج التقدم التقني ضمن النموذج.

يثبت سولو أن الاقتصاد يتقارب تلقائيا نحو التوازن طويل الأجل. ففي حال كان رأس المال لكل عامل أقل من مستواه التوازني، فإن الادخار يكون أعلى من التآكل، مما يؤدي إلى زيادة k . والعكس بالعكس، إذا تجاوز k مستواه التوازني، فإن التآكل يتجاوز الاستثمار، فينخفض k . هذا يضمن استقرار التوازن واستقلاله عن الظروف الابتدائية.

على الرغم من أن النموذج الأصلي لا يتضمن عنصر التكنولوجيا، فقد أضاف سولو لاحقا التقدم التقني الخارجي بمعدل g ، حيث يعدل الإنتاج ليأخذ بعين الاعتبار النمو في الكفاءة. في هذه الحالة، تنمو المتغيرات الحقيقية المعدلة تقنيا بمعدل ثابت، ويصبح التوازن طويل الأجل قائما على النمو المستدام في الدخل الحقيقي لكل عامل.²⁶⁸

²⁶⁸ Solow, Robert M. "A contribution to the theory of economic growth." *The quarterly journal of economics* 70.1 (1956): 65-94.

و عليه يقدم نموذج سولو إطارا تحليليا مرنا لفهم كيفية تفاعل معدلات الادخار والنمو السكاني والهلاك في تحديد مسار الاقتصاد نحو توازن طويل الأجل مستقر. في هذا التوازن، تظل المتغيرات لكل عامل ثابتة، بينما تنمو المتغيرات الكلية بمعدل يعكس النمو السكاني (أو التكنولوجي في النموذج الموسع). وقد شكل هذا النموذج الأساس النظري للعديد من الامتدادات في أدبيات النمو الحديث.

6.1. النظرية الكلاسيكية الحديثة:

ظهرت هذه النظرية في السبعينات كرد فعل على ما اعتبر إخفاقات كينزية في مواجهة ظواهر التضخم المصحوب بالركود. أعادت هذه المدرسة التأكيد على كفاءة الأسواق، ولكن ضمن إطار جديد يركز على "التوقعات الرشيدة" و التي قدمها في البداية John Muth في 1961.

في هذا الإطار، يفترض أن الفاعلين الاقتصاديين يستخدمون كل المعلومات المتاحة لتكوين توقعاتهم، ما يجعل السياسات الاقتصادية التقليدية غير فعالة.²⁶⁹

تمثل نموذج دورة الأعمال الحقيقية أحد تجليات هذه المدرسة: $Y_t = A_t F(K_t; L_t)$

Y_t : الناتج الحقيقي في الزمن t .

A_t : مستوى التكنولوجيا أو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج وهي مصدر الصدمة في النموذج.

F : هي دالة الإنتاج.

K_t : رأس المال المستخدم في الإنتاج.

L_t : العمل المستخدم في الإنتاج.

حيث تعزى تقلبات الناتج إلى صدمات تكنولوجية تؤثر على الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج.

7.1. النظرية الكينزية الحديثة:

تمثل هذه النظرية محاولة للجمع بين دقة النماذج الكلاسيكية الحديثة وواقعية النظرية الكينزية. تبقى على فرضية التوقعات الرشيدة، لكنها تقر بوجود اختلالات سوقية مثل جمود الأسعار والأجور، ما يبرر دورا فعالا للسياسات النقدية.

$$\pi_t = \beta \pi_{t+1} + \kappa y_t$$

²⁶⁹ Paul Krugman and Robin Wells, *Macroéconomie*, trans. Laurent Baechler, 4th ed. (De Boeck Supérieur, 2019), 660.

تستند إلى نماذج مثل منحني فيليبس الجديد :

حيث:

π_t : معدل التضخم.

y_t : فجوة الناتج.

β : معامل الخصم.

κ : تأثير فجوة الناتج على التضخم.

تبرز هذه النظرية أن السياسات النقدية يمكن أن تؤثر فعليا على المتغيرات الحقيقية في ظل عدم مرونة الأسواق.²⁷⁰

8.1. نظرية ما بعد الكينزية الحديثة: 1979

في إطار المدرسة الكينزية ما بعد الكلاسيكية الحديثة، برزت نظرية ميزان المدفوعات المحدود للنمو، التي طورها (Thirlwall, 1979) في مقاله: "The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences"، بوصفها أحد التفسيرات المركزية لاختلافات معدلات النمو بين الدول، خصوصا في الاقتصادات النامية والناشئة. جاءت هذه النظرية كرد نقدي على قصور النماذج الكلاسيكية والنيوكينزية في تفسير قيود النمو في السياقات المفتوحة اقتصاديا، حيث تفترض هذه الأخيرة حيادية التجارة الخارجية وفعالية آليات السوق في تصحيح الاختلالات الخارجية تلقائيا.

تقوم نظرية Thirlwall على فرضية أساسية مفادها أن معدل النمو الممكن طويل الأمد لأي اقتصاد مقيد بقدرته على تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، أي دون اللجوء إلى تراكم مفرط للدين الخارجي أو استنزاف الاحتياطيات. وبناء على هذا الطرح، فإن الطلب الخارجي، وليس فقط الطلب المحلي، يشكل العامل المحدد لمعدل النمو المستدام، وهو ما يجعل من مرونة الطلب العالمي على صادرات الدولة ومرونة الطلب المحلي على الواردات محددين أساسيين.

²⁷⁰ Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 664.

الصيغة المبسطة لمعدل النمو الممكن وفقا لهذه النظرية تعطى كالتالي:

$$x \cdot \frac{\epsilon}{\pi} = g$$

حيث:

• g : معدل النمو الحقيقي الممكن للناتج المحلي الإجمالي.

• x : معدل نمو الصادرات.

• ϵ : مرونة الطلب الخارجي على صادرات الدولة.

• π : مرونة الطلب الداخلي على الواردات.

ويستنتج من هذه المعادلة أن الدولة لا يمكنها أن تنمو بوتيرة تفوق المعدل الذي يضمن استقرار ميزان مدفوعاتها على المدى الطويل، دون الدخول في اختلالات خارجية متراكمة. وتعد هذه النظرية ذات أهمية خاصة في حالة الاقتصادات الناشئة التي غالبا ما تواجه قيودا خارجية حادة، وتكون أكثر عرضة لأزمات ميزان المدفوعات نتيجة اعتمادها على التمويل الخارجي.²⁷¹

تتميز هذه المقاربة بعدة سمات تظهر انتماءها إلى الفكر الكينزي البنيوي، من أبرزها:

- التأكيد على دور الطلب الخارجي كمحرك رئيسي للنمو الاقتصادي.
- التشكيك في قدرة الأسواق على الوصول إلى توازن تلقائي في الحساب الخارجي.
- الاعتراف بضرورة تدخل الدولة في تصميم استراتيجيات تنموية تعزز القدرة التصديرية وتقلص التبعية للواردات، لا سيما من خلال سياسات صناعية وتجارية نشطة.
- وعليه، فإن نظرية ميزان المدفوعات المحدود للنمو توفر إطارا تحليليا مناسباً لفهم ديناميكيات النمو في الدول المفتوحة اقتصاديا، وتبرز كيف يمكن لاختلالات القطاع الخارجي أن تمثل قيدا هيكليا على التنمية الاقتصادية المستدامة.

²⁷¹ Anthony Philip Thirlwall, "Balance of Payments Constrained Growth Models: History and Overview," in *Models of Balance of Payments Constrained Growth: History, Theory and Empirical Evidence*, edited by J. S. L. McCombie (Palgrave Macmillan, 2012), 11-49.

2. قياس النشاط الاقتصادي عبر الناتج المحلي الإجمالي:

يعد الناتج المحلي الإجمالي (GDP) أحد أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية لقياس حجم النشاط الاقتصادي الكلي، حيث يمثل القيمة السوقية الإجمالية للسلع والخدمات النهائية المنتجة داخل حدود دولة ما خلال فترة زمنية محددة. يعتمد حساب هذا المؤشر على منهج الدخل الذي يجمع كافة مدفوعات عوامل الإنتاج، ومنهج الإنفاق الذي يحصي مكونات الطلب الكلي، إضافة إلى منهج مجموع القيم المضافة، تجدر الإشارة إلى أن عملية قياس الناتج المحلي الإجمالي تتطلب جمع بيانات أولية متنوعة تشمل السجلات الإدارية الحكومية ونتائج المسوحات الإحصائية الدورية التي تغطي مختلف القطاعات الاقتصادية.²⁷²

1.2. الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصاد المغلق:

يظهر نموذج الاقتصاد المبسط القائم على إنتاج سلعة وحيدة (الخبز كمثال) باستخدام عامل إنتاج وحيد (العمل) الأساس النظري للعلاقة التكاملية بين الدخل والإنفاق في النظام الاقتصادي. يتجلى هذا من خلال نظام متكامل من التدفقات العينية والنقدية، حيث يؤكد مبدأ التطابق المحاسبي في قياس الناتج المحلي الإجمالي على المساواة الجوهرية بين جانبي الدخل (كمدفوعات لعوامل الإنتاج) والإنفاق (كقيمة للطلب النهائي). تتبع هذه المساواة من الطبيعة الثنائية للمعاملات الاقتصادية، حيث يشكل كل إنفاق دخلاً مقابلاً، مما يضمن اتساقاً محاسبياً تلقائياً. يبرز هذا النموذج حساسية التوازن الاقتصادي للتغيرات الإنتاجية، مع الحفاظ على التماثل بين تأثيراتها على جانبي الدخل والإنفاق، بغض النظر عن مصدر الزيادة الإنتاجية. بينما يقدم هذا الإطار تحليلاً منهجياً للعلاقات الاقتصادية الأساسية، فإنه يستدعي التوسع ليشمل عوامل إنتاج إضافية وقطاعات أكثر تعقيداً لتحقيق مطابقة أفضل مع الواقع الاقتصادي المعقد.²⁷³

يمثل الناتج المحلي الإجمالي القيمة السوقية للسلع والخدمات النهائية المنتجة داخل الاقتصاد خلال فترة زمنية محددة. ولحسابه بدقة، تتبع قواعد منهجية تشمل:

- جمع القيم النقدية للسلع المختلفة باستخدام أسعار السوق، مما يتجنب مشكلة جمع وحدات غير متجانسة.
- استبعاد الأصول المستعملة لتركيز القياس على الإنتاج الجديد.

²⁷² N. Gregory Mankiw, *Macroéconomie*, trans. Jihad C. El Naboulsi, 8th ed. (De Boeck Supérieur, 2019), 23.

²⁷³ Ibid., 26.

- معالجة المخزونات عبر احتساب الزيادات كاستثمار وإهمال عمليات البيع اللاحقة.
 - تضمين السلع النهائية فقط وتجاهل الوسيطة لتفادي الازدواجية، مع إمكانية استخدام منهج القيمة المضافة.
 - تقدير قيمة الخدمات غير السوقية (كالسكن المملوك والإدارة العامة) بأسعار ظاهرية.
- و يحسب الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصاد المغلق **بنهج الإنفاق** بالطريقة الآتية²⁷⁴:

$$GDP = C + I + G$$

رغم دقة هذه الضوابط، يعاني GDP من محدوديات تشمل إغفال الاقتصاد غير الرسمي والأعمال المنزلية، واعتماده على تقديرات تقريبية للخدمات الحكومية. كما تتفاوت دقته دولياً بسبب اختلاف حجم الاقتصادات الموازية. ومع ذلك، يظل المؤشر الأكثر موثوقية لتقييم الأداء الاقتصادي الكلي عبر الزمن، شرط تفسير نتائجه في ضوء هذه القيود، مع الأخذ بالاعتبار أن قياس الرفاهية يتطلب مؤشرات مكملية تتجاوز النمو الكمي.²⁷⁵

2.2. الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصاد المفتوح:

في هذه الحالة يأخذ بعين الاعتبار التجارة الخارجية و يحسب الناتج المحلي باستخدام:

- **نهج الإنفاق**: الاستهلاك + الاستثمار + الإنفاق الحكومي + الصادرات - الواردات.²⁷⁶

$$GDP = C + I + G + X - M$$

إضافة إلى هذه الطرق، يتوجد طريقتين في حساب الناتج المحلي هما كالاتي:

- **نهج الدخل**: أجور + أرباح + إيجارات + فوائد.

$$GDP = \pi + W$$

- **نهج الإنتاج**: مجموع القيم المضافة²⁷⁷. $GDP = \sum VA$

²⁷⁴ N. Gregory Mankiw, *Macroeconomics*, 5th ed, 53.

²⁷⁵ Mankiw, *Macroéconomie*, (De Boeck Supérieur, 2019), 26.

²⁷⁶ Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 245.

²⁷⁷ القيمة المضافة للمنتج هي قيمة مبيعاته مطروحا منها قيمة مشترياته من المدخلات.

حيث:

C: هو الاستهلاك.

I: هو الاستثمار.

G: هو الإنفاق الحكومي.

X: هي الصادرات.

M: هي الواردات.

π : هي العائد.

W: هي الأجور.

S: هو الإدخار.

الاستهلاك: يتناول هذا المقطع تحليل سلوك الاستهلاك ضمن نموذج الاقتصاد الكلي، موضحاً أن الاستهلاك يمثل مكوناً رئيسياً في الناتج المحلي الإجمالي، إذ يشكل ما يقارب ثلثي الناتج. وتقوم الأسر بتوزيع دخلها المتاح، وهو ما يتبقى من إجمالي الدخل بعد دفع الضرائب ($Y - T$) بين الاستهلاك والإدخار. ويفترض النموذج أن الاستهلاك يرتبط ارتباطاً مباشراً بمستوى الدخل المتاح، وفق ما يعرف بدالة الاستهلاك: $C = C(Y - T)$

وتحدد هذه العلاقة عبر مفهوم "الميل الحدي للاستهلاك"، الذي يعبر عن مقدار الزيادة في الاستهلاك الناتجة عن زيادة قدرها وحدة واحدة في الدخل المتاح. ويتراوح هذا الميل بين الصفر والواحد، مما يعكس أن الزيادة في الدخل تؤدي إلى زيادة جزئية فقط في الاستهلاك، في حين يخصص الباقي للإدخار. يمثل ميل دالة الاستهلاك هذا الميل الحدي، وهو أداة تحليلية مركزية لفهم كيفية تفاعل الأسر مع التغيرات في دخلها.²⁷⁸

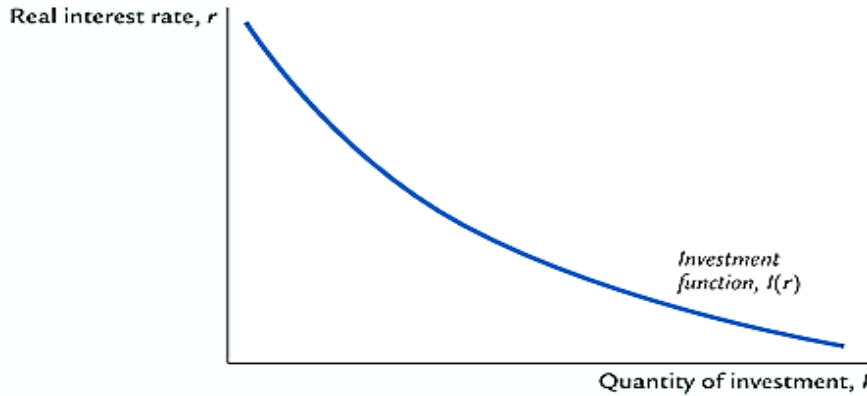
الاستثمار: يعتبر عنصر أساسي في تكوين الناتج المحلي الإجمالي. ويشمل الاستثمار إنفاق الشركات على السلع الرأسمالية لتوسيع أو تجديد رأس المال، كما يشمل إنفاق الأسر على شراء المنازل الجديدة.

²⁷⁸ N. Gregory Mankiw, *Macroeconomics*, 5th ed, 54.

ويعد سعر الفائدة العامل الأساسي المحدد لكمية الاستثمار المطلوبة، إذ يعكس تكلفة التمويل. فكلما ارتفع سعر الفائدة، انخفض عدد المشاريع الاستثمارية المربحة نتيجة زيادة تكلفة الاقتراض، وبالتالي يتراجع حجم الاستثمار. ويتخذ قرار الاستثمار استناداً إلى المقارنة بين العائد المتوقع من المشروع وسعر الفائدة الحقيقي، سواء تم التمويل بالاقتراض أو من الموارد الذاتية.

يتميز التحليل الاقتصادي بين سعر الفائدة الاسمي، وهو السعر المعلن، وسعر الفائدة الحقيقي، الذي يصحح السعر الاسمي بمعدل التضخم ويعد المقياس الفعلي لتكلفة الاقتراض. ويؤثر هذا الأخير مباشرة في قرار الاستثمار، حيث تحدد العلاقة بين حجم الاستثمار وسعر الفائدة الحقيقي من خلال ما يعرف بـ"دالة الاستثمار" $I=I(r)$ ، والتي تتخذ منحني تنازلياً يعكس العلاقة العكسية بين المتغيرين. فكلما ارتفع سعر الفائدة الحقيقي، انخفض الاستثمار كما يبينه البيان 17. وبهذا يبرز النموذج أهمية التغيرات في أسعار الفائدة كمحدد أساسي لديناميكية الطلب الاستثماري في الاقتصاد الكلي.²⁷⁹

البيان 17: وظيفة الاستثمار



Source : N. Gregory Mankiw, *Macroeconomics*, 5th ed. (Worth Publishers, 2003), 54.

الإنفاق الحكومي:

تعد المشتريات الحكومية مكوناً رئيسياً من مكونات الطلب الكلي، وتشمل إنفاق الحكومات الفيدرالية والمحلية على السلع والخدمات، مثل المعدات العسكرية، البنى التحتية، والتعليم. ورغم ذلك، فإن هذا الإنفاق لا يشمل التحويلات الحكومية، كمدفوعات الضمان الاجتماعي والإعانات الاجتماعية، إذ لا تقابل هذه التحويلات خدمات أو سلع منتجة، وبالتالي لا تدرج ضمن الإنفاق الحكومي الحقيقي G . ومع ذلك، تؤثر هذه التحويلات على الاقتصاد من خلال تأثيرها غير المباشر على الاستهلاك، نظراً لما تسببه من

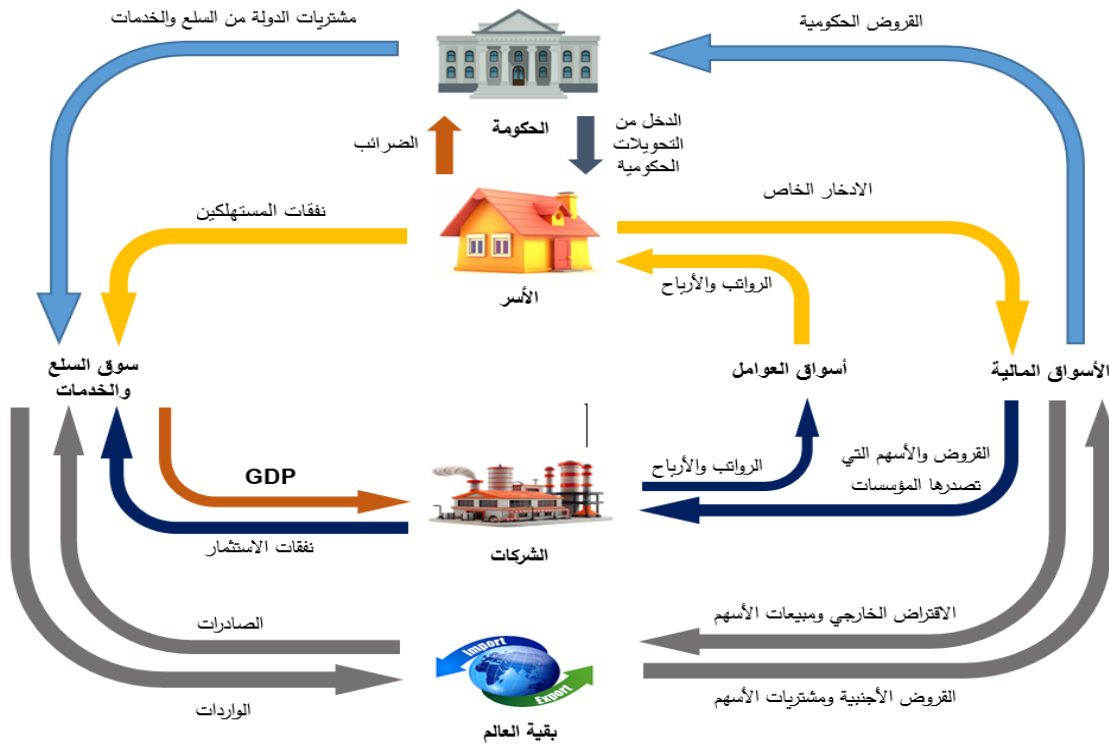
²⁷⁹ Ibid., 55.

زيادة في الدخل المتاح، مقابل ما تحدثه الضرائب من تقليص له. ومن ثم، يعاد تعريف صافي الضرائب T ليشمل الضرائب مطروحا منها التحويلات، مما يسمح بتقدير أدق للدخل المتاح للأسر $(Y-T)$.

في السياق نفسه، يمكن أن تعكس العلاقة بين G و T الوضع المالي للحكومة؛ إذ يدل تساويهما على توازن الميزانية، بينما يشير تفوق الإنفاق G على الإيرادات T إلى عجز تمويلي يغطي بالاقتراض، أما العكس فيمثل فائضا يمكن توجيهه لسداد الديون. ويتعامل النموذج الاقتصادي مع المشتريات الحكومية والضرائب بوصفهما متغيرين خارجيين، محددين خارج النموذج، ويرمز إليهما بـ \bar{G} و \bar{T} وتركز الدراسة على تحليل تأثير هذه المتغيرات في المتغيرات الداخلية مثل الاستهلاك، الاستثمار، وسعر الفائدة، دون الخوض في الديناميات السياسية التي تحدد السياسة المالية ذاتها.²⁸⁰

و يمكن تمثيل المكونات الفاعلة في الناتج المحلي الإجمالي ضمن المخطط التالي:

البيان 18: مخطط التدفق الدائري في الاقتصاد



Source : Paul Krugman and Robin Wells, *Macroéconomie*, trans. Laurent Baechler, 4th ed. (De Boeck Supérieur, 2019), 242.

²⁸⁰ N. Gregory Mankiw, *Macroeconomics*, 5th ed, 57.

3.2. الناتج المحلي الاسمي و الناتج المحلي الحقيقي:

يشير الاقتصاديون إلى مصطلح "الناتج المحلي الإجمالي الاسمي" على أنه قيمة السلع والخدمات المقاسة بالأسعار الجارية. ومن الجدير بالذكر أن الناتج المحلي الإجمالي الاسمي قد يزداد إما بسبب ارتفاع الأسعار أو بسبب زيادة الكميات المنتجة.

ولقياس النمو الحقيقي في الإنتاج، يستخدم الاقتصاديون "الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي"، والذي يمثل قيمة السلع والخدمات المقاسة بأسعار ثابتة (أسعار سنة مرجعية). بمعنى آخر، يعكس الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الفترة الحالية وليس قيمته النقدية، حيث يأخذ في الاعتبار فقط التغير في الكميات المنتجة مقارنة بسنة الأساس، مع افتراض ثبات الأسعار.²⁸¹

الفرق بين الناتج المحلي الاسمي و الناتج المحلي الحقيقي:

- الناتج المحلي الاسمي: يقاس بالأسعار الجارية، لذا يتأثر بالتضخم أو الانكماش.
 - الناتج المحلي الحقيقي: يقاس بأسعار ثابتة (سنة الأساس)، مما يسمح بقياس النمو الحقيقي في الإنتاج دون تشويه التغيرات السعرية.
- يعد **Real GDP** مؤشراً أكثر دقة لتقييم التغيرات في النشاط الاقتصادي الفعلي، لأنه يعزل تأثير التضخم.

3. توازن العرض الكلي و الطلب الكلي:

يشكل نموذج العرض الكلي والطلب الكلي (AD-AS) أحد الركائز الأساسية في تحليل الاقتصاد الكلي، حيث يستخدم لفهم ديناميكيات الناتج الكلي ومستوى الأسعار، سواء في المدى القصير أو الطويل. يتيح هذا النموذج دراسة كيفية تفاعل قوى السوق الكلية في تحديد التوازن الاقتصادي، ويبرز دور الصدمات الاقتصادية والسياسات العامة في إحداث اختلالات، ثم في تصحيحها بمرور الزمن.

يعتبر التوازن على المدى القصير أداة تحليلية مهمة لتفسير التغيرات المفاجئة في النشاط الاقتصادي، إذ يساعد على تقييم أثر الصدمات المؤقتة، مثل تغير الطلب الاستثماري أو تقلبات أسعار المواد الأولية، على الناتج والأسعار. كما يتيح التعرف على وجود فجوات اقتصادية، سواء كانت ركودية نتيجة ضعف

²⁸¹ Paul Krugman and Robin Wells, *Macroeconomics*, 5th ed. (Macmillan Learning, 2018), 273.

الطلب، أو تضخمية نتيجة ضغوط مفرطة على الطاقة الإنتاجية، ما يوفر أساسا لاتخاذ قرارات سياسية نقدية ومالية مناسبة.

في المقابل، يركز التوازن على المدى الطويل على دراسة المسار الهيكلي للاقتصاد نحو التوظيف الكامل للنشاط الإنتاجي. إذ يتيح هذا الإطار تحليل النمو المستدام، وتقدير الناتج المحتمل، وفهم آلية التصحيح الذاتي التي تسمح للاقتصاد باستعادة توازنه بمرور الوقت، من خلال التعديلات في الأجور وتكاليف الإنتاج.

بالتالي، يعتبر دمج هذين البعدين، القصير والطويل الأجل، أمرا أساسيا لفهم الأداء الاقتصادي الشامل وصياغة السياسات الاقتصادية الكفيلة بتحقيق الاستقرار والنمو.

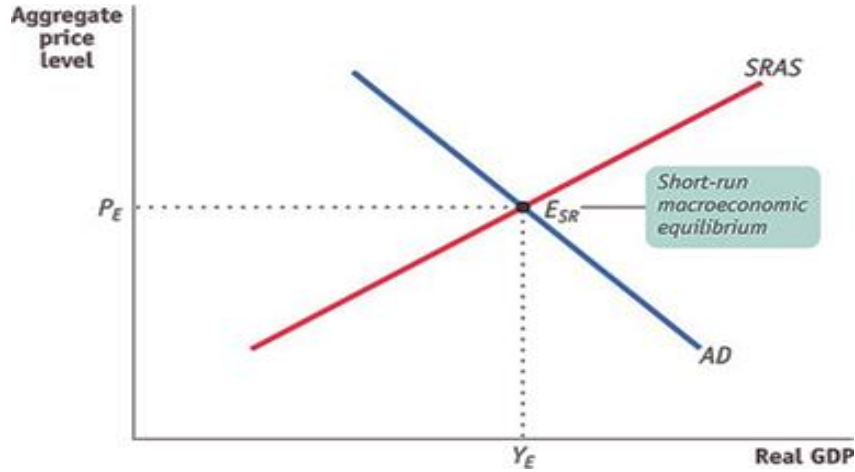
1.3 التوازن على المدى القصير:

يتحقق التوازن الاقتصادي الكلي على المدى القصير كما هو موضح في البيان التالي، عند النقطة التي يتقاطع فيها منحنى الطلب الكلي (AD) مع منحنى العرض الكلي على المدى القصير (SRAS). يشار إلى هذه النقطة (ESR) كنقطة توازن اقتصادي كلي على المدى القصير، حيث تتساوى كمية الناتج الكلي المعروضة مع الكمية المطلوبة من قبل الأسر المحلية، والشركات، والحكومة، وبقية دول العالم. يسمى مستوى السعر الكلي عند هذه النقطة بمستوى السعر الكلي التوازني على المدى القصير (PE)، ويسمى مستوى الناتج الكلي بمستوى الناتج الكلي التوازني على المدى القصير (YE).²⁸²

²⁸² Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 466.

البيان 19: نموذج العرض الكلي و الطلب الكلي AS-AD

التوازن الاقتصادي الكلي على المدى القصير



Source : Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 466.

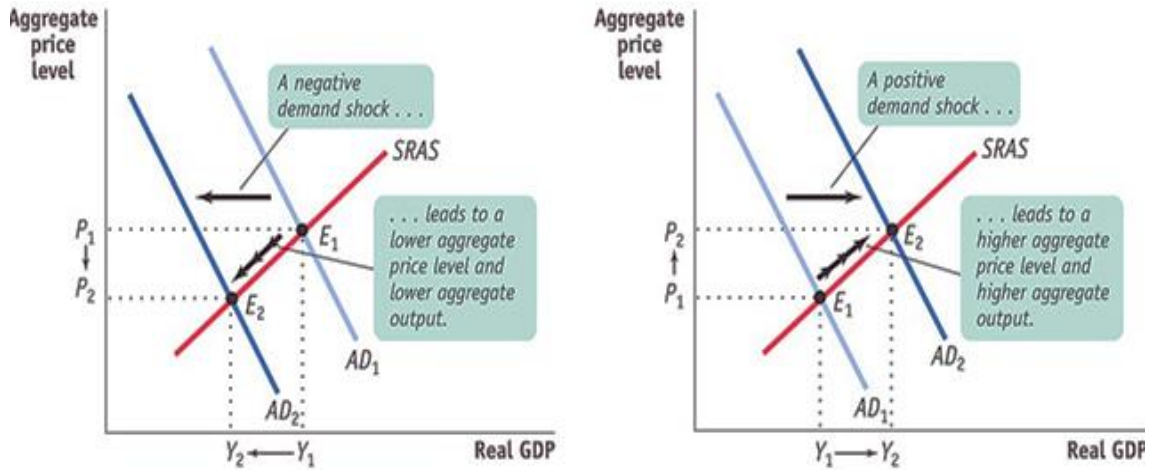
يعمل منطق قوى السوق على تحقيق هذا التوازن. فإذا كان مستوى السعر الكلي أعلى من المستوى التوازني، فإن كمية الناتج الكلي المعروضة تتجاوز الكمية المطلوبة، مما يؤدي إلى انخفاض مستوى السعر الكلي ودفعه نحو المستوى التوازني. وعلى العكس، إذا كان مستوى السعر الكلي أقل من المستوى التوازني، فإن كمية الناتج الكلي المعروضة تكون أقل من الكمية المطلوبة، مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى السعر الكلي، ودفعه أيضاً نحو المستوى التوازني. ويفترض التحليل عادة أن الاقتصاد دائماً في حالة توازن اقتصادي كلي على المدى القصير. ومن المهم الإشارة إلى أنه في الواقع، يوجد اتجاه تصاعدي طويل الأجل لكل من الناتج الكلي ومستوى الأسعار الكلي، وأي انخفاض يفسر على أنه انخفاض مقارنة بهذا الاتجاه.

يمكن أن يتغير كل من الناتج الكلي التوازني على المدى القصير ومستوى السعر الكلي التوازني على المدى القصير نتيجة لتحولات في منحنى الطلب الكلي أو منحنى العرض الكلي على المدى القصير.²⁸³

1 صدمات الطلب: (Shifts of Aggregate Demand) تعرف الأحداث التي تؤدي إلى تحول منحنى الطلب الكلي بصدمات الطلب. يمكن أن تنشأ هذه الصدمات عن تغيرات في التوقعات، أو الثروة، أو حجم المخزون القائم من رأس المال المادي، أو نتيجة استخدام السياسات المالية أو النقدية. و يوضح البيان 20 صدمات الطلب:

²⁸³ Ibid., 467.

البيان 20: صدمات الطلب



Source : Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 468.

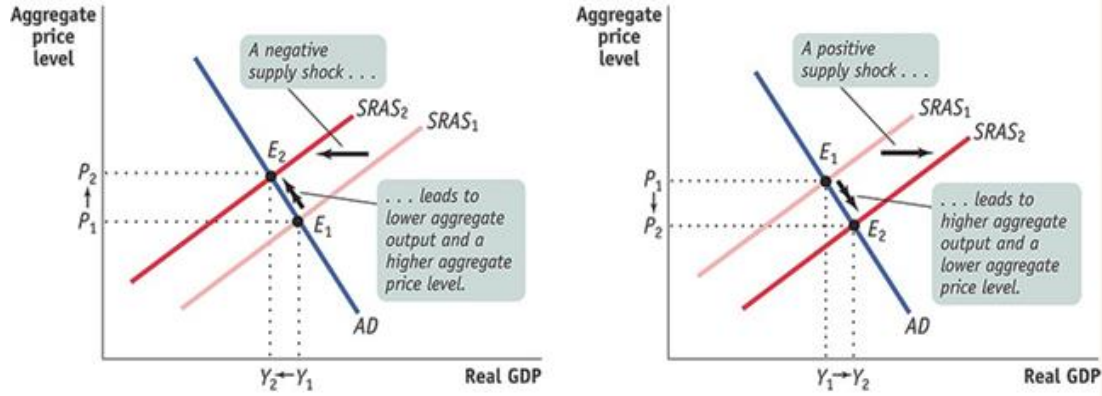
- **صدمة الطلب السالبة:** تؤدي إلى إزاحة منحنى الطلب الكلي إلى اليسار من AD_1 إلى AD_2 . ونتيجة لذلك، يتحرك الاقتصاد إلى أسفل على طول منحنى العرض الكلي على المدى القصير من E_1 إلى E_2 ، مما يتسبب في انخفاض كل من مستوى الناتج الكلي التوازني على المدى القصير ومستوى السعر الكلي التوازني على المدى القصير.
- **صدمة الطلب الموجبة:** تؤدي إلى إزاحة منحنى الطلب الكلي إلى اليمين. وبالتالي، يتحرك الاقتصاد إلى أعلى على طول منحنى العرض الكلي على المدى القصير من E_1 إلى E_2 ، مما ينتج عنه ارتفاع في كل من مستوى الناتج الكلي التوازني ومستوى السعر الكلي التوازني.

بشكل عام، تتسبب صدمات الطلب في تحرك الناتج الكلي ومستوى السعر الكلي في نفس الاتجاه.²⁸⁴

2 صدمات العرض: (Shifts of the SRAS Curve) تعرف الأحداث التي تؤدي إلى تحول منحنى العرض الكلي على المدى القصير بصدمات العرض. تنشأ هذه الصدمات عادةً عن تغيرات في أسعار السلع الأولية، أو الأجور الاسمية، أو الإنتاجية. نجده في البيان 21:

²⁸⁴ Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 468.

البيان 21: صدمات العرض



Source : Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 469.

- **صدمة العرض السالبة:** ترفع هذه الصدمة تكاليف الإنتاج وتقلل الكمية التي يرغب المنتجون في عرضها عند أي مستوى سعر كلي معين، مما يزيح منحنى العرض الكلي على المدى القصير إلى اليسار من $SRAS_1$ إلى $SRAS_2$. ونتيجة لذلك، ينخفض الناتج الكلي ويرتفع مستوى الأسعار الكلي (حركة من E_1 إلى E_2 على طول منحنى الطلب الكلي). يُعرف هذا المزيج من انخفاض الناتج (الركود) وارتفاع الأسعار (التضخم) بالركود التضخمي (Stagflation). ويشكل الركود التضخمي معضلة لصانعي السياسات.

- **صدمة العرض الموجبة:** تخفض هذه الصدمة تكاليف الإنتاج وتزيد الكمية المعروضة عند كل مستوى سعر، مما يزيح منحنى العرض الكلي على المدى القصير إلى اليمين من $SRAS_1$ إلى $SRAS_2$. وينتج عن ذلك ارتفاع في الناتج الكلي وانخفاض في مستوى الأسعار الكلي (حركة من E_1 إلى E_2).

السمة المميزة لصدمة العرض، سلبية كانت أم إيجابية، هي أنها تتسبب في تحرك مستوى السعر الكلي والناتج الكلي في اتجاهين متعاكسين، على عكس صدمات الطلب.²⁸⁵

من الجدير بالذكر أن السياسات النقدية والمالية تمكن الحكومة من إحداث تحولات في منحنى الطلب الكلي، بينما يعتبر التأثير المباشر للحكومات على منحنى العرض الكلي أكثر صعوبة.

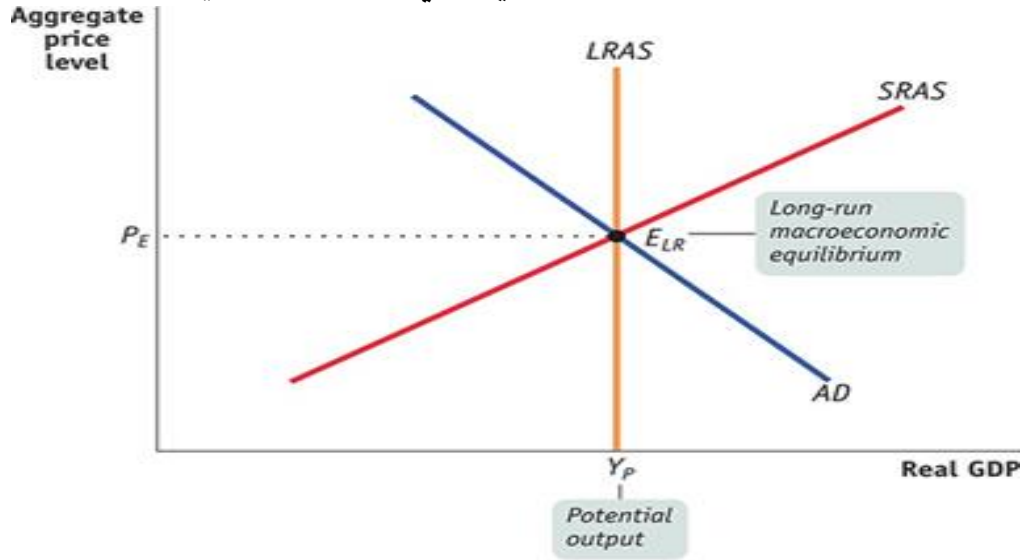
2.3 التوازن على المدى الطويل:

يتحقق التوازن الاقتصادي الكلي على المدى الطويل عندما تكون نقطة التوازن الاقتصادي الكلي على المدى القصير واقعة على منحنى العرض الكلي على المدى الطويل (LRAS). في هذه الحالة، يتقاطع

²⁸⁵ Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 469.

منحنى الطلب الكلي (AD) ومنحنى العرض الكلي على المدى القصير (SRAS) ومنحنى العرض الكلي على المدى الطويل (LRAS) جميعا في نقطة واحدة، ولنسمها E_{LR} . ونتيجة لذلك، يكون مستوى الناتج الكلي التوازني على المدى القصير مساويا للناتج الكامن (أو الناتج المحتمل)، Y_P .²⁸⁶ كما هو موضح في البيان 22:

البيان 22: التوازن الاقتصادي الكلي على المدى الطويل



Source : Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 470.

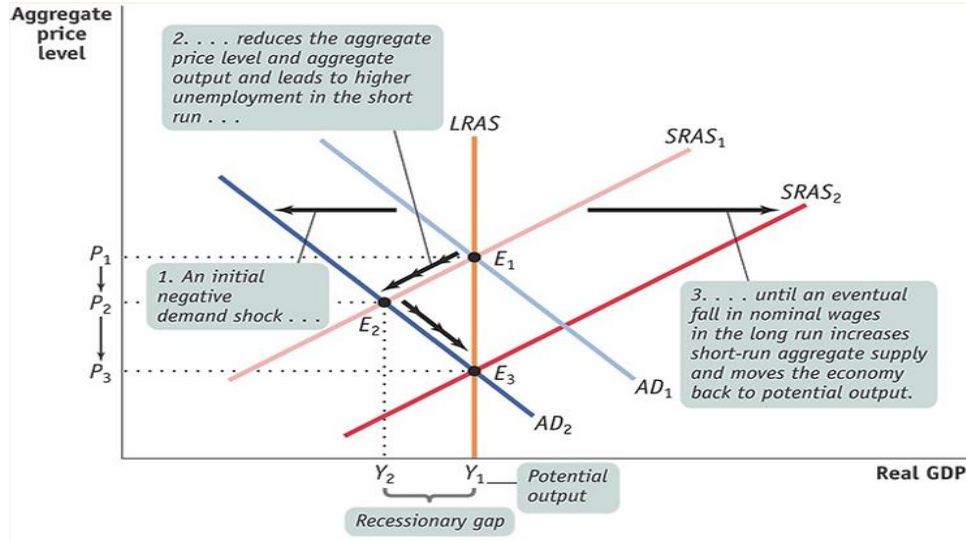
آلية التصحيح الذاتي للاقتصاد والصدمات:

يملك الاقتصاد في المدى الطويل آلية تصحيح ذاتي تجعل تأثير صدمات الطلب على الناتج الكلي مؤقتا ومقتصرا على المدى القصير.

1. الاستجابة لصدمة طلب سالبة (حدوث فجوة ركودية): لنفترض أن الاقتصاد يبدأ من نقطة توازن على المدى الطويل E_1 حيث $Y_1 = Y_P$. إذا حدثت صدمة طلب سالبة (مثل تدهور توقعات الأعمال والمستهلكين)، فإن منحنى الطلب الكلي (AD_1) ينتقل إلى اليسار ليصبح AD_2 . موضحا في البيان:

²⁸⁶ Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 470.

البيان 23: الآثار قصيرة الأجل مقابل الآثار طويلة الأجل لصدمة الطلب السالبة



Source : Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 471.

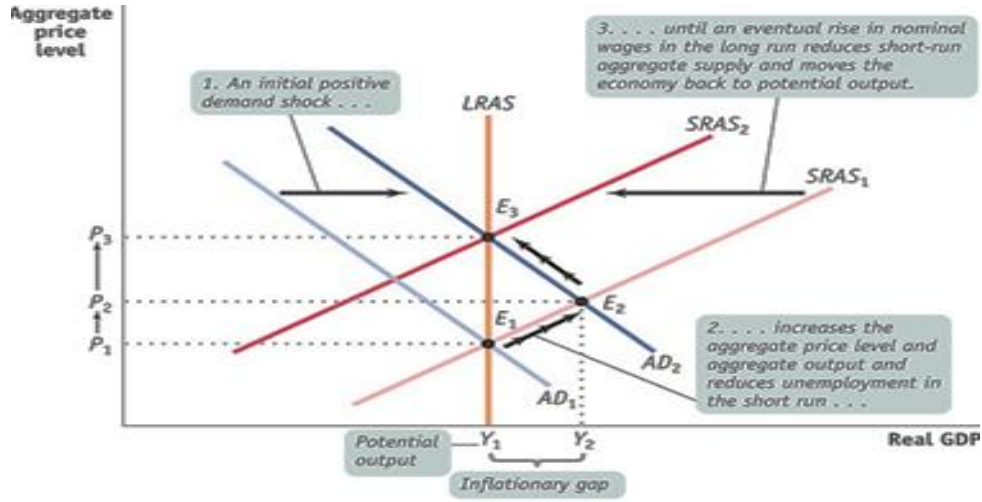
• **في المدى القصير:** يتحرك الاقتصاد إلى نقطة توازن جديدة (E_2) على طول منحنى العرض الكلي قصير الأجل الأولي ($SRAS_1$) عند E_2 ، ينخفض مستوى السعر الكلي من P_1 إلى P_2 وينخفض مستوى الناتج الكلي من Y_1 إلى Y_2 . نظراً لأن Y_2 أقل من Y_P (الناتج الكامن)، فإن الاقتصاد يواجه فجوة ركودية (**Recessionary Gap**). تتسم هذه الفجوة بارتفاع معدلات البطالة.

• **في المدى الطويل (التصحيح الذاتي):** مع ارتفاع معدلات البطالة، تنخفض الأجور الاسمية (وكذلك الأسعار الأخرى الثابتة نسبياً "sticky prices"). هذا الانخفاض في الأجور الاسمية يؤدي إلى زيادة الإنتاج بالنسبة للمنتجين، مما يتسبب في إزاحة منحنى العرض الكلي على المدى القصير تدريجياً إلى اليمين من $SRAS_1$ إلى $SRAS_2$. تستمر هذه العملية حتى يتقاطع منحنى AD_2 مع $SRAS_2$ على منحنى $LRAS$ عند نقطة توازن جديدة (E_3). عند E_3 ، يعود الاقتصاد إلى مستوى الناتج الكامن ($Y_1 = Y_P$)، ولكن عند مستوى سعر كلي أقل (P_3).²⁸⁷

2. **الاستجابة لصدمة طلب موجبة (حدوث فجوة تضخمية):** لنفترض مرة أخرى أن الاقتصاد يبدأ من نقطة توازن على المدى الطويل (E_1). إذا حدثت صدمة طلب موجبة، فإن منحنى الطلب الكلي AD_1 ينتقل إلى اليمين ليصبح AD_2 . كما نلاحظ في البيان:

²⁸⁷ Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 471.

البيان 24: الآثار قصيرة الأجل مقابل الآثار طويلة الأجل لصدمة الطلب الموجبة



Source : Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 472.

• **في المدى القصير:** يتحرك الاقتصاد إلى نقطة توازن جديدة (E₂) على طول منحنى SRAS₁. عند E₂، يرتفع مستوى السعر الكلي من P₁ إلى P₂ ويرتفع مستوى الناتج الكلي من Y₁ إلى Y₂ نظراً لأن Y₂ أكبر من Y_P، فإن الاقتصاد يواجه فجوة تضخمية (Inflationary Gap). تتسم هذه الفجوة بانخفاض معدلات البطالة (أقل من المعدل الطبيعي).

• **في المدى الطويل (التصحيح الذاتي):** مع انخفاض معدلات البطالة، ترتفع الأجور الاسمية (والأسعار الثابتة الأخرى). هذا الارتفاع في الأجور الاسمية يدفع المنتجين إلى تقليل الإنتاج، مما يتسبب في إزاحة منحنى العرض الكلي على المدى القصير تدريجياً إلى اليسار من SRAS₁ إلى SRAS₂. تستمر هذه العملية حتى يتقاطع منحنى AD₂ مع SRAS₂ على منحنى LRAS عند نقطة توازن جديدة (E₃). عند E₃، يعود الاقتصاد إلى مستوى الناتج الكلي الكامن (Y₁=Y_P)، ولكن عند مستوى سعر كلي أعلى (P₃).

3. فجوة الناتج: (Output Gap)

يمكن تلخيص هذه الديناميكيات بالتركيز على فجوة الناتج، وهي النسبة المئوية للفرق بين الناتج الكلي الفعلي والناتج الكامن :

$$\text{فجوة الناتج} = 100 \times \frac{\text{الناتج الكلي الفعلي} - \text{الناتج الكامن}}{\text{الناتج الكامن}}$$

تشير آلية التصحيح الذاتي إلى أن فجوة الناتج تميل دائماً نحو الصفر في المدى الطويل. فإذا كانت هناك فجوة ركودية (فجوة الناتج سالبة)، تنخفض الأجور الاسمية في النهاية، مما يعيد الاقتصاد إلى الناتج الكامن ويجعل فجوة الناتج صفراً. وإذا كانت هناك فجوة تضخمية (فجوة الناتج موجبة)، ترتفع الأجور الاسمية في النهاية، مما يعيد الاقتصاد أيضاً إلى الناتج الكامن ويجعل فجوة الناتج صفراً.²⁸⁸

وبالتالي، فإن الاقتصاد يصح نفسه ذاتياً في المدى الطويل: صدمات الطلب الكلي تؤثر على الناتج الكلي في المدى القصير فقط، ولكن ليس في المدى الطويل. العامل الأساسي في هذا التصحيح هو مرونة الأجور الاسمية استجابة لمستويات البطالة المختلفة التي تصاحب الفجوات الركودية والتضخمية.

4. معادلة توازن التدفقات الدولية لرأس المال والسلع في الاقتصاد المفتوح:

في إطار الاقتصاد الكلي، يمثل الانتقال من نموذج الاقتصاد المغلق إلى الاقتصاد المفتوح farkاً جوهرياً يتمثل في قدرة الدولة على تجاوز تطابق إنفاقها مع إنتاجها المحلي في سنة معينة. ففي الاقتصاد المفتوح، يمكن لدولة ما أن تنفق أكثر مما تنتج عن طريق الاقتراض من الخارج، أو أن تنفق أقل مما تنتج وتقرض الفائض للأجانب. لفهم هذه الديناميكية بشكل أعمق، يتم الاستناد إلى هويات حسابات الدخل القومي.

1.4 دور صافي الصادرات في تحديد الدخل القومي:

في الاقتصاد المفتوح، يتوزع الإنفاق على الناتج المحلي الإجمالي (Y) إلى أربعة مكونات رئيسية:

- الاستهلاك من السلع والخدمات المحلية (C^d).
- الاستثمار في السلع والخدمات المحلية (I^d).
- المشتريات الحكومية من السلع والخدمات المحلية (G^d).
- صادرات السلع والخدمات المحلية (EX).

وعليه، يمكن التعبير عن هوية الدخل القومي كالتالي: $Y = C^d + I^d + G^d + EX$

حيث يمثل مجموع البنود الثلاثة الأولى الإنفاق المحلي على السلع والخدمات المحلية، بينما يمثل البند الرابع الإنفاق الأجنبي على السلع والخدمات المحلية.

²⁸⁸ Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 472.

ولتوسيع نطاق هذه الهوية، نلاحظ أن الإنفاق المحلي الإجمالي:

$$(C \text{ الاستهلاك}, I \text{ الاستثمار}, G \text{ والمشتريات الحكومية})$$

يشمل الإنفاق على السلع والخدمات المحلية والأجنبية معا. أي أن:

$$C = C^d + C^f \text{ (الاستهلاك المحلي + الاستهلاك الأجنبي)}$$

$$I = I^d + I^f \text{ (الاستثمار المحلي + الاستثمار الأجنبي)}$$

$$G = G^d + G^f \text{ (المشتريات الحكومية المحلية + المشتريات الحكومية الأجنبية)}$$

بالتعويض في المعادلة الأولى، نحصل على:

$$Y = (C - C^f) + (I - I^f) + (G - G^f) + EX$$

وبإعادة الترتيب:

$$Y = C + I + G + EX - (C^f + I^f + G^f)$$

إن مجموع الإنفاق المحلي على السلع والخدمات الأجنبية $(C^f + I^f + G^f)$ يمثل إجمالي الواردات (IM) . وبذلك، تصبح هوية حسابات الدخل القومي:

$$Y = C + I + G + EX - IM$$

وبتحديد صافي الصادرات (NX) على أنه الفرق بين الصادرات والواردات $(NX = EX - IM)$ ، تأخذ الهوية الشكل الأكثر شيوعاً²⁸⁹:

$$Y = C + I + G + NX$$

توضح هذه المعادلة أن الإنفاق على الناتج المحلي هو مجموع الاستهلاك، والاستثمار، والمشتريات الحكومية، وصافي الصادرات. كما تظهر العلاقة بين الناتج المحلي، والإنفاق المحلي، وصافي الصادرات:

$$NX = Y - (C + I + G)$$

أي أن: صافي الصادرات = الناتج المحلي - الإنفاق المحلي .

²⁸⁹ Krugman and Wells, *Macroéconomie*, 116.

فإذا تجاوز الناتج الإنفاق المحلي، يكون صافي الصادرات موجباً (يتم تصدير الفائض). أما إذا كان الناتج أقل من الإنفاق المحلي، يكون صافي الصادرات سالباً (يتم استيراد الفرق).

2.4 تدفقات رأس المال الدولية والميزان التجاري: هوية الادخار والاستثمار

يرتبط سوق السلع ارتباطاً وثيقاً بالأسواق المالية في الاقتصاد المفتوح. لفهم هذه العلاقة، نعيد كتابة هوية الدخل القومي بدلالة الادخار والاستثمار. بدءاً من الهوية:

$$Y = C + I + G + NX$$

ب طرح C و G من الطرفين:

$$Y - C - G = I + NX$$

نعلم أن $Y - C - G$ يمثل الادخار الوطني (S)، وهو مجموع الادخار الخاص ($Y - T - C$) والادخار العام ($T - G$). إذن:

$$S = I + NX$$

ب طرح I من الطرفين، نصل إلى الصيغة الأساسية التي تربط الادخار بالاستثمار وصافي الصادرات:

$$S - I = NX$$

تظهر هذه الهوية أن صافي صادرات أي اقتصاد يجب أن يساوي دائماً الفرق بين ادخاره واستثماره. يعرف الطرف الأيسر ($S - I$) باسم صافي تدفق رأس المال للخارج (أو صافي الاستثمار الأجنبي). فإذا كان هذا الفرق موجباً، فإن الادخار المحلي يفوق الاستثمار المحلي، ويتم إقراض الفائض للأجانب. أما إذا كان سالباً، فإن الاستثمار المحلي يفوق الادخار المحلي، ويتم تمويل هذا الاستثمار الإضافي عن طريق الاقتراض من الخارج.

يعرف الطرف الأيمن (NX) بالميزان التجاري، وهو يعكس مدى ابتعاد تجارة السلع والخدمات عن نقطة التعادل بين الصادرات والواردات.

العلاقة الجوهرية: صافي تدفق رأس المال للخارج = الميزان التجاري ²⁹⁰

²⁹⁰ N. Gregory Mankiw, *Macroeconomics*, 5th ed, 117.

$$S-I=NX$$

هذه الهوية الأساسية تكشف أن التدفق الدولي للأموال لتمويل تراكم رأس المال والتدفق الدولي للسلع والخدمات هما وجهان لعملة واحدة.

• **الفائض التجاري: ($NX>0$)** يعني أن $S>I$. في هذه الحالة، تكون الدولة مقرضا صافيا في الأسواق المالية العالمية، وتصدر سلعاً وخدمات أكثر مما تستورد. الفائض في الادخار عن الاستثمار المحلي يستخدم لتقديم قروض للأجانب، الذين يحتاجون لهذه القروض لأن الدولة توفر لهم سلعا وخدمات أكثر مما يقدمونه لها.

• **العجز التجاري: ($NX<0$)** يعني أن $S<I$. في هذه الحالة، تكون الدولة مقرضا صافيا في الأسواق المالية العالمية، وتستورد سلعاً وخدمات أكثر مما تصدر. الاستثمار يفوق الادخار المحلي، ويجب تمويل هذا الاستثمار الإضافي بالاقتراض من الخارج، وهذا الاقتراض يمكن الدولة من استيراد سلع وخدمات أكثر مما تصدر.

• **التجارة المتوازنة: ($NX=0$)** يعني أن $S=I$. في هذه الحالة، تتساوى قيمة الصادرات مع قيمة الواردات، ولا يوجد صافي تدفق لرأس المال نتيجة التجارة.

يمكن أن يتخذ التدفق الدولي لرأس المال أشكالاً متعددة، منها شراء الأجانب لسندات الدين التي تصدرها الشركات أو الحكومة المحلية، أو شراء الأصول المحلية مثل الأسهم. وفي كلتا الحالتين، ينتهي الأمر بالأجانب بامتلاك جزء من مخزون رأس المال المحلي أو مطالبات على العوائد المستقبلية لرأس المال المحلي.

تعتبر معادلة $S-I=NX$ حجر الزاوية في فهم التوازنات الاقتصادية الكلية في سياق عالمي، حيث تربط قرارات الادخار والاستثمار المحلية بالموقف التجاري للدولة وتدفقات رأس المال عبر الحدود.

و إن أردنا الوصول إلى معادلة التوازن الثلاثي بطريقة مبسطة، فعند توازن العرض الكلي مع الطلب الكلي يكون:

$$AS = AD$$

$$Y = C + I + G + (M-X)$$

بطرح الضرائب من طرفي المعادلة، نجد:

$$\begin{aligned}
 Y - T &= C + I + G - T + (M - X) \\
 \Downarrow \\
 \underbrace{Y - C - T}_{\text{الادخار الخاص}} &= \underbrace{I + G - T}_{\substack{\text{الادخار العام} \\ \text{التوازن المالي}}} + \underbrace{(M - X)}_{\text{التوازن الخارجي}} \\
 \Downarrow \\
 \underbrace{Y - C - T + (T - G)}_{\substack{\text{الادخار الوطني} \\ S}} &= \underbrace{I}_{\text{الادخار العام}} + \underbrace{(M - X)}_{\text{التوازن الخارجي}} \\
 \Downarrow \\
 S - I &= M - X
 \end{aligned}$$

5. تحليل المتغيرات و التوازنات الاقتصادية الكلية للدول الناشئة:

لقد شكلت الأزمات المالية التي تعرضت لها الدول الناشئة في التسعينات، نقطة تحول حاسمة في تاريخ اقتصاداتها، كاشفة عن مكامن ضعف بنيوية وديناميكيات كلية خطيرة كانت كامنة تحت سطح النمو السريع. غالبا ما ارتبطت أسباب تلك الأزمة بعوامل مثل الاختلالات الكبيرة في الحساب الجاري، الاعتماد المفرط على الاقتراض قصير الأجل بالعملة الأجنبية، أنظمة أسعار الصرف الثابتة أو المدارة التي أدت إلى تقييم مبالغ فيه للعملة الوطنية، هشاشة القطاع المالي (خاصة البنوك)، والتحرير السريع لحساب رأس المال دون وجود أطر تنظيمية ورقابية كافية. لقد دفعت تداعيات الأزمة هذه الدول إلى تبني إصلاحات هيكلية وسياسات كلية تهدف إلى تعزيز المرونة وتقليل احتمالية تكرار الأزمات. نهدف من خلال العنصر التالي إلى تقديم تحليل معمق ومقارن لأداء اقتصادات الدول الناشئة (المكسيك، البرازيل، الأرجنتين، ماليزيا، إندونيسيا، كوريا الجنوبية، الفلبين، تايلند، روسيا و تركيا) خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2002 إلى عام 2023. يسعى التحليل إلى تقييم الأداء خلال هذه الفترة في ضوء الدروس المستفادة من الأزمة، ومدى نجاح الإصلاحات اللاحقة في معالجة مواطن الضعف التي قادت إليها. سيتناول التحليل بدراسة مجموعة من المتغيرات و التوازنات الاقتصادية الكلية الحيوية، بما في ذلك معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، معدلات البطالة، مستويات التضخم، تطور مؤشر سعر الصرف

الفعلي الحقيقي، مستويات سعر الفائدة الحقيقي، وضع الميزان الخارجي للسلع والخدمات، حجم الادخار المحلي الإجمالي، مستويات الاستثمار، والفجوة بين الادخار والاستثمار، مفسرا العلاقات بينها، وكيف تعكس، أو تختلف عن، الظروف التي سبقت أزمات الدول الناشئة في التسعينات.

1.5 تحليل للمؤشرات و التوازنات الاقتصادية الكلية في الأرجنتين، البرازيل، والمكسيك (2002-2023):

1.1.5 تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي:

يقيس معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي التغير في حجم الإنتاج الاقتصادي الفعلي للسلع والخدمات، وهو مؤشر محوري للديناميكية الاقتصادية ومدى تأثرها بالصدمات، و من خلال البيان 25 نلاحظ:

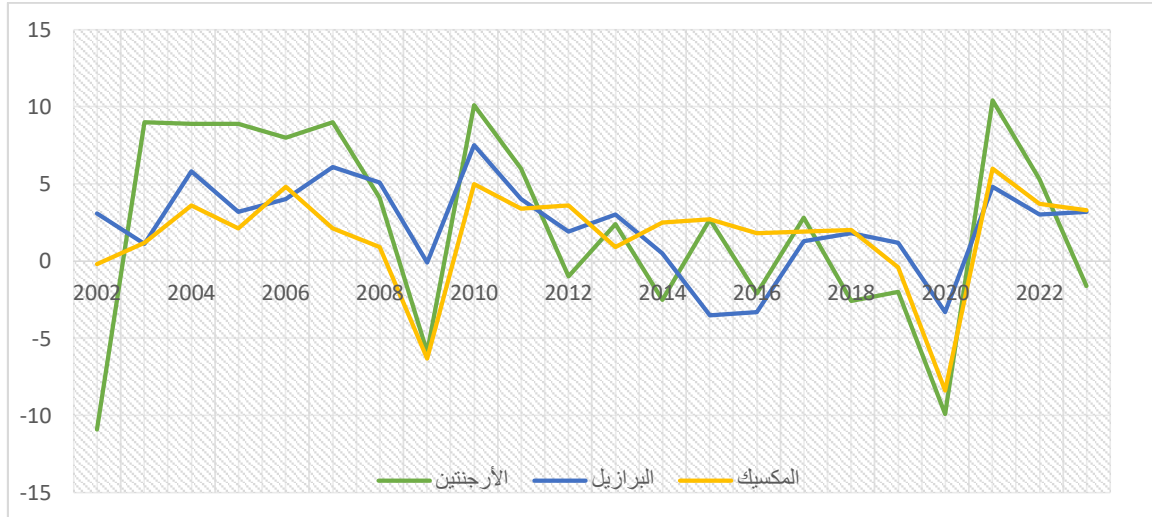
• **المكسيك**: اتسم مسار النمو الاقتصادي في المكسيك خلال الفترة (2002-2023) بتقلبات تعكس ارتباطه الوثيق بالدورات الاقتصادية العالمية، خاصة في الولايات المتحدة، وهو ارتباط هيكلي لعب دورا في انتقال الأزمات إليها سابقا (مثل أزمة 1994). بعد انكماش طفيف بلغ -0.2% في عام 2002، حقق الاقتصاد معدلات نمو إيجابية وصلت إلى 4.8% في عام 2006 قبل أن يتأثر بالأزمة المالية العالمية، مسجلا انكماشا حادا بلغ -6.3% في عام 2009. أعقب ذلك تعاف إلى 5% في عام 2010، وإن ظل النمو معتدلا حول 2% قبل الجائحة. أدت جائحة كوفيد-19 إلى انكماش كبير بنسبة -8.4% في عام 2020، تليه فترة تعاف قوية بنسبة 6% في عام 2021، ثم استقرار حول 3.7% و 3.3% في عامي 2022 و 2023 على التوالي. يظهر هذا النمط استمرار حساسية الاقتصاد المكسيكي للصدمات الخارجية القادمة من شريكه التجاري الرئيسي، وهي آلية تذكر بما حدث في التسعينات، لكن مع مؤشرات على مرونة نسبية في التعافي خلال الفترة اللاحقة.

• **البرازيل**: سجل الاقتصاد البرازيلي مسارا يتسم بتقلبات واضحة وفترات من التوسع أعقبها فترات من الانكماش خلال الفترة (2002-2023)، مما يعكس استمرار حساسيته لدورات أسعار السلع الأساسية وتدفقات رأس المال العالمية، وهي عوامل أسهمت في أزمات سابقة كأزمة 1999/1998. بدأ بمعدل نمو معتدل بلغ 3.1% في عام 2002، وتسارع بشكل ملحوظ ليصل إلى 7.5% في عام 2010. عانى الاقتصاد من ركود حاد في عامي 2015 و 2016، مسجلا انكماشا بنسبة -3.5% و -3.3%

على التوالي. تأثر بالجائحة بانكماش بلغ -3.3% في عام 2020، قبل أن يتعافى بنسبة 4.8% في عام 2021، ويستمر في النمو بمعدلات أبطأ نسبياً عند 3% و 3.2% في عامي 2022 و 2023. يظهر هذا المسار استمرار تأثر الاقتصاد البرازيلي بالعوامل الخارجية والداخلية التي يمكن أن تولد دورات اقتصادية حادة.

• **الأرجنتين:** يمثل الأداء الاقتصادي للأرجنتين خلال الفترة (2002-2023) مثالا صارخا على النقلب الحاد ودورات النمو والانكماش المتكررة، مما يعكس استمرار التحديات الهيكلية ونوبات عدم الاستقرار التي كانت سببا رئيسيا في أزمتها العميقة في 2002/2001 وأزمات سابقة. بعد انكماش حاد بلغ -10.9% في عام 2002، شهد الاقتصاد فترة من النمو المرتفع والمستدام نسبياً حتى عام 2008، وبلغت ذروتها عند 10.1% في عام 2010. إلا أن الاقتصاد عاد ليسجل سنوات من الانكماش في أعوام 2012، 2014، 2016، 2018، و 2019. كان تأثير الجائحة كبيراً بانكماش بلغ -9.9% في عام 2020، تبعه تعاف لافى بنسبة 10.4% في عام 2021، قبل أن يتباطأ بشكل حاد إلى 5.3% في عام 2022 ويسجل انكماشاً مجدداً بنسبة -1.6% في عام 2023. يشير هذا النمط المتقلب إلى استمرار نفس نقاط الضعف الهيكلية التي تجعل الاقتصاد عرضة لنوبات متكررة من الركود.

البيان 25: معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي (المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي.²⁹¹

2.1.5 تحليل معدلات البطالة الإجمالية (النسبة المئوية من إجمالي القوى العاملة):

²⁹¹ https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/ARG/BRA/MEX Consulted on 11/01/2025.

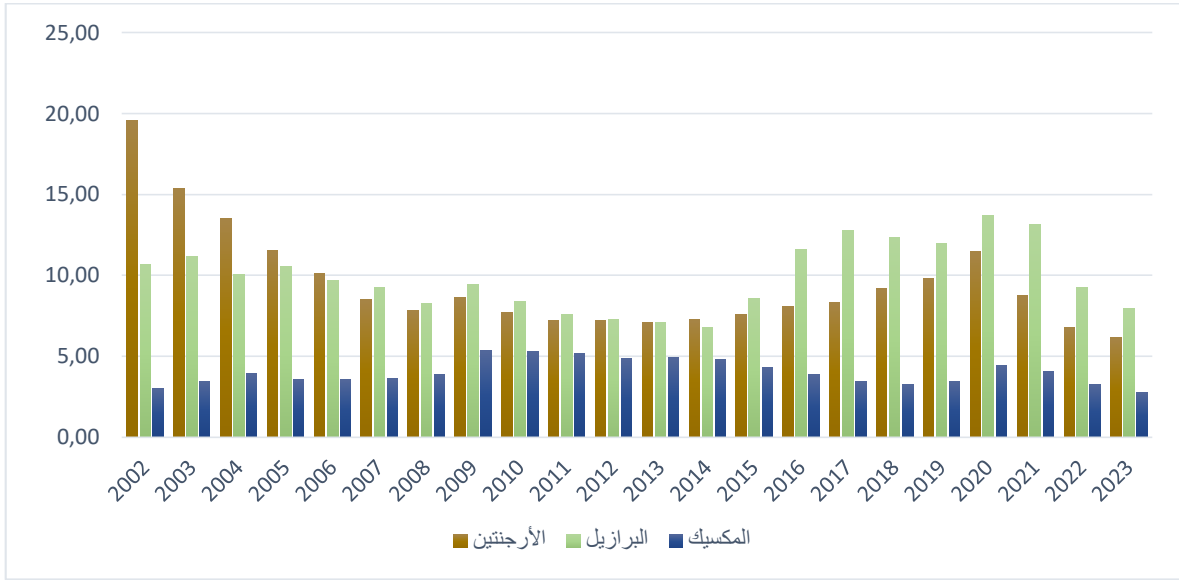
تقيس معدلات البطالة النسبة المئوية للقوى العاملة التي تبحث عن عمل ولا تجده. تظهر العلاقة بين البطالة والنمو الاقتصادي ارتباطاً عكسياً، وهو ما يعرف بقانون أوكون. غالباً ما تؤدي الأزمات الاقتصادية إلى ارتفاع حاد في معدلات البطالة. و نحلل معدلات البطالة لدول أمريكا اللاتينية كما في البيان 26:

• **المكسيك:** حافظت المكسيك على معدلات بطالة منخفضة نسبياً خلال الفترة (2002-2023)، حيث تراوحت بشكل عام بين 3% و 5%، مسجلة أدنى مستوياتها عند 2.77% في عام 2023. سجلت ارتفاعاً إلى 5.36% في عامي 2009 و 2010 متأثرة بالأزمة المالية العالمية، وارتفاعاً آخر إلى 4.44% في عام 2020 بسبب الجائحة. هذا الأداء يظهر مرونة نسبية لسوق العمل المكسيكي في مواجهة الصدمات، وهو ما قد يمثل تحسناً مقارنة بتأثير الأزمات السابقة على مستويات التوظيف.

• **البرازيل:** شهدت البرازيل تقلبات كبيرة في معدلات البطالة خلال الفترة (2002-2023)، تعكس ارتباطها الوثيق بالدورات الاقتصادية. انخفضت المعدلات بشكل ملحوظ من 10.64% في عام 2002 إلى أدنى مستوى لها عند 6.76% في عام 2014. إلا أنها ارتفعت بشكل حاد خلال فترة الركود في عامي 2015 و 2016، وبلغت ذروتها عند 12.79% في عام 2017. تأثرت بالجائحة بارتفاع إلى 13.70% في عام 2020، قبل أن تعود للانخفاض بشكل ملحوظ إلى 9.23% في 2022 و 7.95% في 2023. يشير هذا المسار إلى أن سوق العمل البرازيلي لا يزال حساساً للتقلبات الاقتصادية الحادة. استمرار هذه العلاقة العكسية مع النمو يعني أن فترات الركود، سواء كانت ناتجة عن صدمات خارجية أو عدم استقرار داخلي، ستظل تترجم إلى ارتفاع في البطالة، مما يزيد من التكاليف الاجتماعية للأزمات.

• **الأرجنتين:** بدأت الأرجنتين الفترة (2002-2023) بمعدلات بطالة مرتفعة للغاية بلغت 19.59% في عام 2002، كأثر مباشر لأزمة 2001/2002. انخفضت بشكل كبير خلال فترة النمو لتصل إلى 7.10% في عام 2013. ومع ذلك، عادت معدلات البطالة للارتفاع في السنوات اللاحقة، وبلغت 11.46% في عام 2020 نتيجة للتدهور الاقتصادي والجائحة. عادت لتتخفّض إلى 6.81% في 2022 و 6.14% في 2023. يظهر هذا المسار ارتباط البطالة الوثيق بعدم الاستقرار الاقتصادي، وأن التعافي من معدلات البطالة المرتفعة التي تخلفها الأزمات قد يستغرق وقتاً.

البيان 26: معدلات البطالة (المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.²⁹²

3.1.5 تقييم معدلات التضخم:

يقيس معدل التضخم متوسط التغير في أسعار سلة من السلع والخدمات الاستهلاكية. التضخم المرتفع والمتقلب كان عاملاً مساهماً في العديد من أزمات أمريكا اللاتينية في التسعينات. و البيان 27 يعرض تغيره لهذه الدول من 2002 إلى 2023 كالاتي:

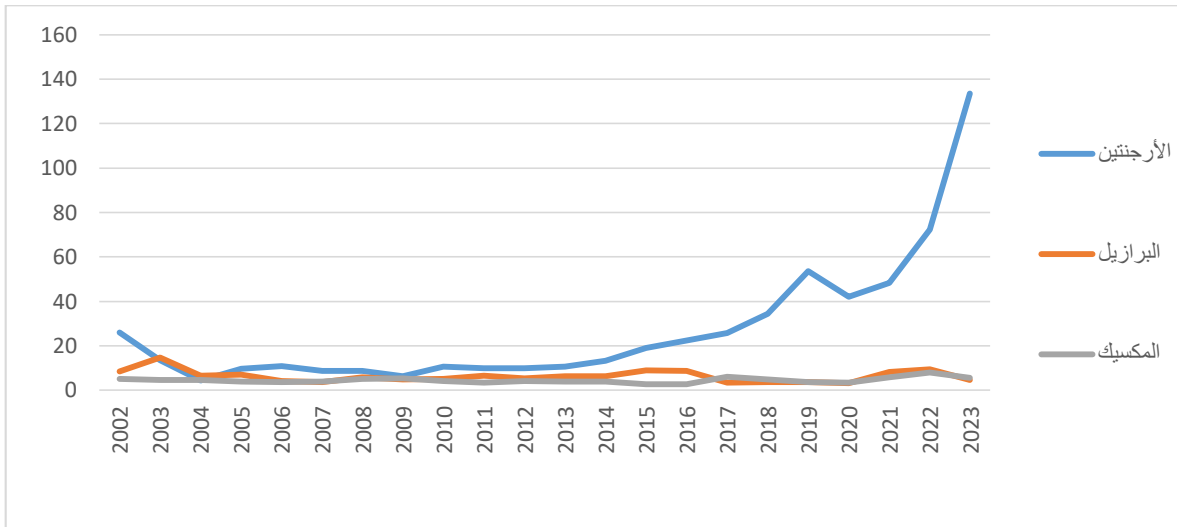
- **المكسيك:** نجحت المكسيك نسبياً في الحفاظ على معدلات تضخم مستقرة خلال معظم الفترة (2002-2023)، حيث تراوحت في الغالب بين 3% و 5%، وهو ما يمثل تحسناً كبيراً مقارنة بفترات التضخم المرتفع التي سبقت أزمة 1994. ومع ذلك، تأثرت بموجة التضخم العالمية في السنوات الأخيرة، حيث بلغت أعلى معدلاتها عند 7.9% في عام 2022، قبل أن تنخفض إلى 5.5% في عام 2023. يشير هذا الأداء إلى فعالية نسبية في إدارة التضخم، لكن الاقتصاد لا يزال عرضة للضغوط التضخمية الخارجية.
- **البرازيل:** شهدت البرازيل تقلبات في معدلات التضخم خلال الفترة (2002-2023)، مع جهود للسيطرة عليها بعد فترات التضخم المفرط تاريخياً. بدأت بمعدلات مرتفعة نسبياً مثل 14.7% في 2003، وتمكنت من خفضها إلى مستويات أقل في بعض السنوات مثل 3.2% في 2017. إلا أنها عادت لترتفع بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة، بلغت 8.3% في 2021 و 9.3% في 2022، قبل أن

²⁹² <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?locations=MX-BR-AR>. Consulted on 16/01/2025.

تتخفص إلى 4.6% في عام 2023. تعكس هذه التقلبات تحديات مستمرة في السيطرة على الضغوط التضخمية والحفاظ على استقرار الأسعار بشكل دائم.

•الأرجنتين: يظهر الأداء التضخمي في الأرجنتين خلال الفترة (2002-2023) استمرارا وتفاقما لمشكلة التضخم المرتفع والمزمن التي كانت سببا رئيسيا في أزماتها المتكررة. بدأت بمعدلات مرتفعة بلغت 25.9% في عام 2002، وتسارعت بشكل غير مسبوق في السنوات الأخيرة لتصل إلى 53.5% في 2019، 42% في 2020، 48.4% في 2021، 72.4% في 2022، وبلغت مستوى مدمرا عند 133.5% في عام 2023. يعد هذا التضخم المفرط دليلا على استمرار نفس نقاط الضعف المتعلقة بالسياسات النقدية والمالية التي أسهمت في أزماتها الماضية.

البيان 27: معدلات التضخم (المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي.²⁹³

4.1.5 مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي: (2010 = 100)

يعكس مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي القوة التنافسية لعملة البلد. التقييم المبالغ فيه لسعر الصرف كان عاملا مساهما في أزمات العملة في التسعينات. و نحلل تغيره في دول أمريكا اللاتينية من خلال البيان 28 كآآتي:

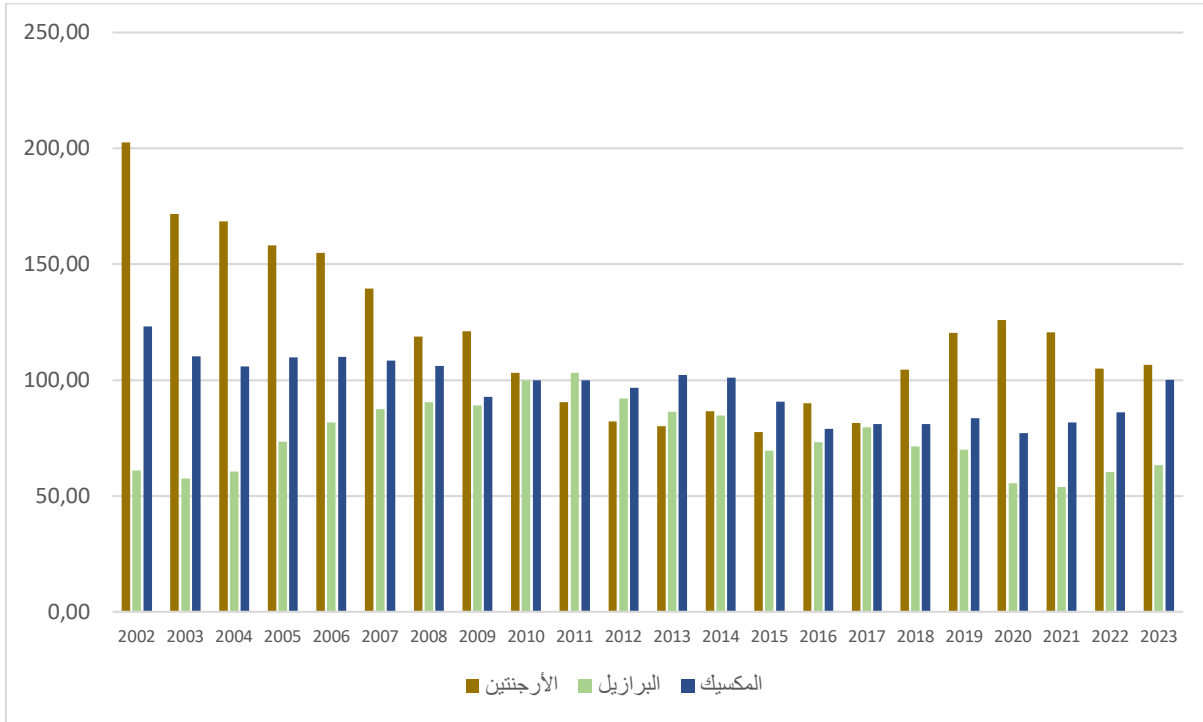
• **المكسيك**: شهد مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي للمكسيك خلال الفترة (2002-2023) تقلبات تعكس تأثره بعوامل اقتصادية داخلية وخارجية. ارتفع في بداية الفترة ليصل إلى 123.07 في عام 2002، ثم شهد انخفاضا كبيرا ليصل إلى أدنى مستوياته عند 77.10 في عام 2020، قبل أن يعود للارتفاع ليصل إلى 100.04 في عام 2023. على الرغم من التقلبات، فإن المرونة النسبية لسعر الصرف بعد التحول إلى نظام الصرف المرن بعد أزمة 1994 تعد تحسنا مقارنة بنظام الربط السابق، وقد تساهم في امتصاص الصدمات الخارجية بشكل أفضل.

• **البرازيل**: أظهر مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي للبرازيل خلال الفترة (2002-2023) تقلبات كبيرة. ارتفع من 60.90 في عام 2002 إلى 103.17 في عام 2011، مما يشير إلى ارتفاع القيمة الحقيقية للريال. شهد انخفاضا ملحوظا بعد ذلك، ليصل إلى 53.79 في عام 2021، قبل أن يرتفع قليلا إلى 63.33 في عام 2023. هذه التقلبات الحادة تعكس حساسية الريال لتدفقات رأس المال وأسعار السلع الأساسية، وهي عوامل لا تزال تشكل نقطة ضعف محتملة.

• **الأرجنتين**: يظهر مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي للأرجنتين خلال الفترة (2002-2023) تقلبا حادا للغاية يعكس نوبات عدم الاستقرار وتعديلات أسعار الصرف الكبيرة، تذكيرا بما حدث قبل أزمة 2001/2002. بدأت بمستوى مرتفع بشكل استثنائي عند 202.46% في عام 2002 (نتيجة للتخفيض الحاد لقيمة العملة)، ثم انخفضت بشكل كبير. عادت للارتفاع بشكل حاد في السنوات الأخيرة، حيث بلغت 125.78% في 2020، 120.52% في 2021، 104.89% في 2022، و 106.55% في 2023. هذه التقلبات تعكس صعوبة تحقيق استقرار في القيمة الحقيقية للعملة في ظل التضخم المرتفع ونوبات عدم الثقة.

البيان 28: مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي (2010 = 100)

(المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي و البنك المركزي الأرجنتيني.²⁹⁴

5.1.5 مستويات سعر الفائدة الحقيقي:

يحسب سعر الفائدة الحقيقي بخصم معدل التضخم من سعر الفائدة الاسمي. يمكن أن تؤدي أسعار الفائدة الحقيقية السلبية إلى تثبيط الادخار وتفاقم الضغوط التضخمية، بينما قد تؤدي المعدلات المرتفعة جداً إلى خلق الاستثمار. كما نتضح لنا في البيان 29 على النحو التالي:

• **المكسيك:** حافظت المكسيك على معدلات سعر فائدة حقيقي موجبة في معظم السنوات خلال الفترة (2002-2023)، متراوحة في الغالب بين 0% و 4%، وبلغت 6.83% في عام 2023. هذا يشير إلى بيئة نقدية تدعم الادخار وتساهم في استقرار نسبي.

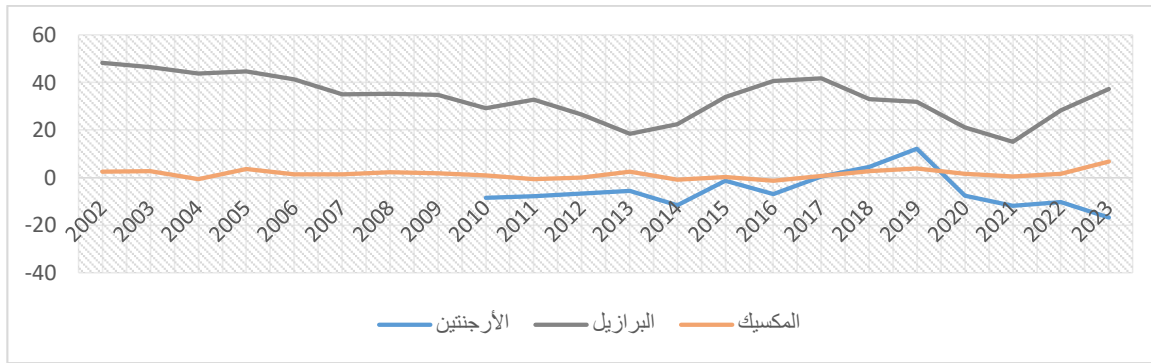
• **البرازيل:** سجلت البرازيل معدلات سعر فائدة حقيقي مرتفعة للغاية ومستمرة على مدار معظم الفترة (2002-2023)، وهي من بين الأعلى على مستوى العالم بلغت 37.21% في عام 2023. تعكس

²⁹⁴ <https://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER?locations=BR-MX>. Consulted on 07/02/2025.
https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Indice_tipo_cambio_multilateral_i.asp. Consulted on 16/02/2025.

هذه المعدلات المرتفعة جهود البنك المركزي للسيطرة على التضخم وجذب رؤوس الأموال، وهي استراتيجية اتبعت أيضا قبل أزمة 1999/1998، لكنها تشكل عبئا على تكلفة الاقتراض والاستثمار المحلي.

• **الأرجنتين:** عانت الأرجنتين من معدلات سعر فائدة حقيقي سلبية بشكل كبير ومستمر خلال الفترة (2002-2023)، خاصة في السنوات الأخيرة، حيث بلغت مستويات سالبة مرتفعة بشكل استثنائي، مثل **16.77%** في عام 2023. يعكس هذا بشكل مباشر فشل أسعار الفائدة الاسمية في مواكبة التضخم المفرط، مما أدى إلى تآكل حاد في قيمة المدخرات وقوض الثقة و يدفع إلى هروب رؤوس الأموال، وهي ديناميكية مرتبطة بظهور الأزمات النقدية والمالية.

البيان 29: سعر الفائدة الحقيقي (المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.²⁹⁵

6.1.5 تحليل الميزان الخارجي على السلع والخدمات (% من إجمالي الناتج المحلي) :

يمثل الميزان الخارجي على السلع والخدمات الفارق بين قيمة صادرات الدولة و وارداتها. العجز الكبير والمستمر كان عاملا مهما في أزمات التسعينات، حيث جعل هذه الدول تعتمد على التمويل الخارجي وجعلها عرضة للتوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال. نجد في **البيان 30** معطيات هذا المتغير لدول أمريكا اللاتينية نحلها كآلاتي:

• **المكسيك:** سجلت المكسيك عجزا مستمرا في الميزان الخارجي على السلع والخدمات على مدار معظم الفترة (2002-2023)، تراوح في الغالب بين **1%** و **3%** من الناتج المحلي الإجمالي، وبلغ أكبر عجز عند **-2.92%** في عام 2022. على الرغم من أن هذا العجز أقل حدة مما كان عليه قبل أزمة 1994،

²⁹⁵ <https://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.RINR?locations=BR-MX-AR>. Consulted on 09/02/2025.

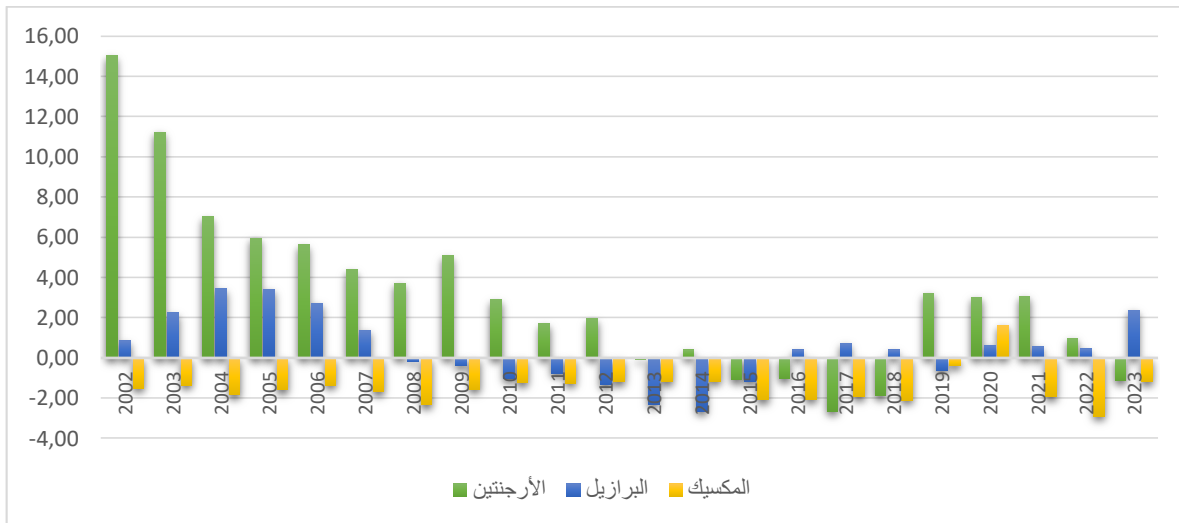
إلا أنه لا يزال يشير إلى اعتماد على التمويل الخارجي، مما يمثل نقطة ضعف محتملة في فترات الضغط المالي العالمي.

• **البرازيل:** شهد الميزان الخارجي للبرازيل تقلبات خلال الفترة (2002-2023)، بين تسجيل فائض وعجز طفيف. بدأت الفترة بفائض طفيف بلغ 0.84% في عام 2002، وزاد ليصل إلى 3.41% في عام 2004. سجلت عجزا في بعض السنوات، وفي السنوات الأخيرة، سجلت فائضا طفيفا، بلغ 2.37% في عام 2023. يعكس هذا الأداء تأثير الميزان بأسعار السلع الأساسية العالمية وتدفقات رأس المال، مع مرونة نسبية في التكيف.

• **الأرجنتين:** انتمى الميزان الخارجي للأرجنتين بتقلبات كبيرة بين تسجيل فوائض وعجز خلال الفترة (2002-2023). بعد تسجيل فائض كبير بلغ 15.01% في عام 2002، انخفض الفائض وشهدت البلاد عجزا في بعض السنوات مثل 2.65% في 2017. سجلت فائضا في عامي 2019 و 2020، وعادت لتسجيل عجز عند 1.14% في عام 2023. هذه التقلبات، والتحول نحو العجز في بعض الفترات، تعكس استمرار الصعوبات في تحقيق توازن خارجي مستدام، و نتيجة التقلبات الحادة في سعر الصرف وهي قضية مركزية في تاريخ أزمات الأرجنتين.

البيان 30: الميزان الخارجي على السلع والخدمات (% من إجمالي الناتج المحلي)

(المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.²⁹⁶

7.1.5 تقييم إجمالي الادخار المحلي (% من إجمالي الناتج المحلي) :

يمثل إجمالي الادخار المحلي مجموع مدخرات القطاع الخاص والعام. انخفاض معدلات الادخار مقارنة بالاستثمار يعني الاعتماد على التمويل الخارجي. ونحلله من خلال البيان 31:

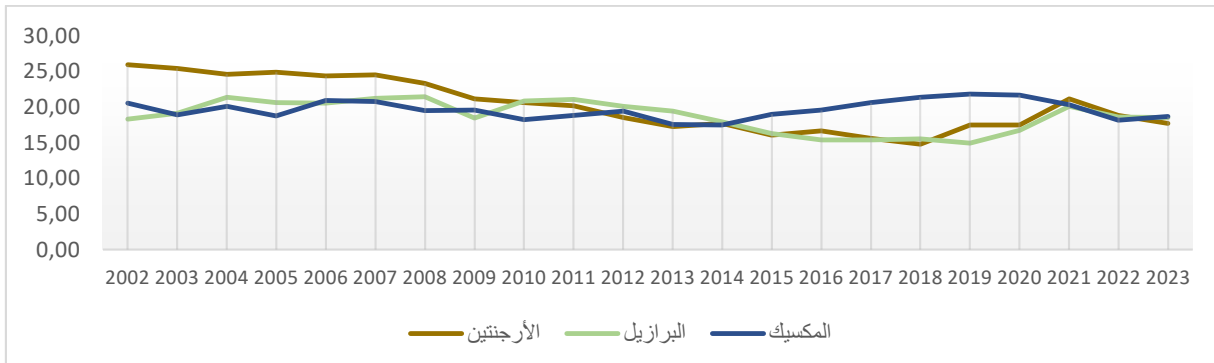
• **المكسيك:** حافظت المكسيك على معدلات ادخار محلي مستقرة نسبيا خلال الفترة (2002-2023)، تتراوح في الغالب بين 18% و 22%. تشير هذه المعدلات إلى قاعدة ادخارية متوسطة توفر جزءا من التمويل اللازم للاستثمار، لكنها قد لا تكون كافية لتمويل جميع احتياجات الاستثمار بدون اللجوء إلى التمويل الخارجي، وهو ما يتفق مع عجز الميزان الخارجي.

• **البرازيل:** شهدت البرازيل معدلات ادخار محلي تراوحت في الغالب بين 15% و 21% خلال الفترة (2002-2023). تعكس هذه المعدلات الحاجة إلى تعزيز الادخار المحلي لتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي.

• **الأرجنتين:** شهدت الأرجنتين انخفاضا ملحوظا وتدرجيا في معدلات الادخار المحلي على مدار الفترة (2002-2023). بدأت بمعدلات مرتفعة نسبيا عند 25.87% في عام 2002، لكنها انخفضت إلى أدنى مستوياتها عند 14.72% في عام 2018. يعكس هذا التراجع تأثير عدم الاستقرار الاقتصادي وارتفاع التضخم على قدرة الأفراد والشركات على الادخار، ويمثل ضعفا هيكليا يزيد من الحاجة للتمويل الخارجي.

البيان 31: إجمالي الادخار المحلي (% من إجمالي الناتج المحلي)

(المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.²⁹⁷

²⁹⁷ <https://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDS.TOTL.ZS?locations=AR-BR-MX>.
15/01/2025.

8.1.5 دراسة مستويات الاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي):

يمثل الاستثمار الإنفاق على الأصول الرأسمالية التي تزيد من القدرة الإنتاجية المستقبلية. مستويات الاستثمار غير الكافية أو المتقلبة يمكن أن تعيق النمو طويل الأجل. و نتطرق لمعطياته كما يوضحه البيان 32:

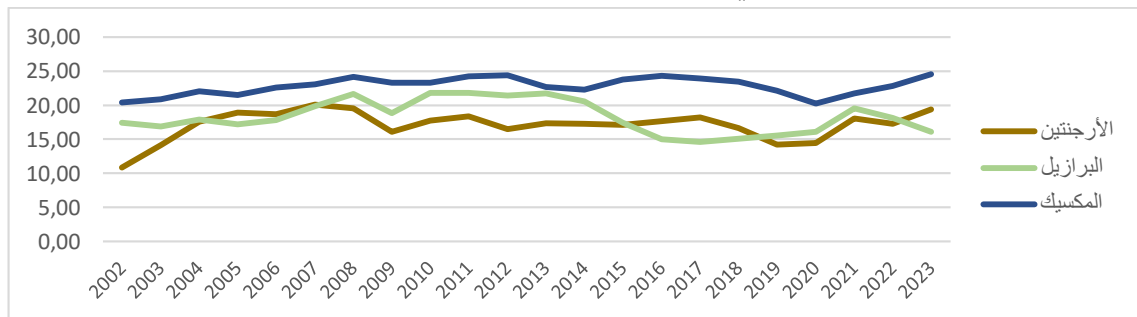
• **المكسيك:** حافظت المكسيك على معدلات استثمار مرتفعة نسبياً ومستقرة إلى حد ما خلال الفترة (2002-2023)، تتراوح في الغالب بين 20% و 25%. يعكس هذا استمرار الإنفاق الرأسمالي اللازم لدعم النمو الاقتصادي.

• **البرازيل:** شهدت البرازيل تقلبات في معدلات الاستثمار خلال الفترة (2002-2023). ارتفعت من 17.45% في عام 2002 إلى ذروتها عند 21.83% في عام 2011، ثم انخفضت بشكل ملحوظ خلال فترة الركود لتصل إلى 14.63% في عام 2017. تعكس هذه التقلبات تأثير الاستثمار بالدورات الاقتصادية والبيئة الاستثمارية.

• **الأرجنتين:** شهدت الأرجنتين تقلبات كبيرة في معدلات الاستثمار خلال الفترة (2002-2023)، مرتبطة بشكل وثيق بدورات النمو والانكماش. بدأت بمعدلات منخفضة نسبياً عند 10.85% في عام 2002، ثم ارتفعت خلال فترة النمو لتصل إلى 20.10% في عام 2007. تراجعت بشكل كبير في السنوات التي شهدت انكماشاً، وبلغت أدنى مستوياتها عند 14.21% في عام 2019. يعكس هذا المسار أن عدم الاستقرار الاقتصادي يؤثر سلباً على قرارات الاستثمار طويلة الأجل.

البيان 32: إجمالي الاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي)

(المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.²⁹⁸

²⁹⁸ <https://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS?locations=MX-BR-AR>.
15/01/2025.

9.1.5 تحليل الفجوة بين الادخار والاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي):

يمثل الفارق بين إجمالي الادخار المحلي والاستثمار المحلي صافي مركز الاقتصاد المالي تجاه بقية العالم، ويعادل نظرياً الميزان الخارجي. الفجوة السلبية الكبيرة تعني الاعتماد على التمويل الخارجي، وهو ما كان سمة قبل أزمات التسعينات. و هو ما كان متباين بين دول أمريكا اللاتينية كما يوضحه البيان:

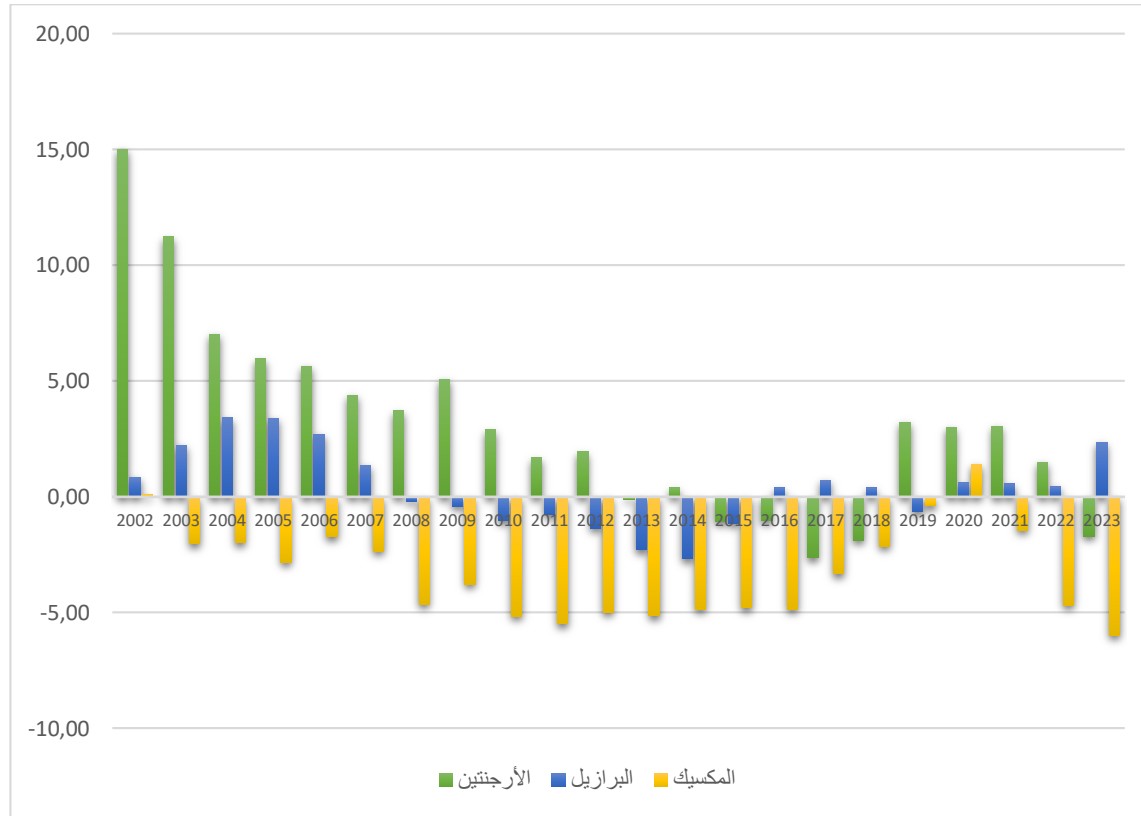
33:

• **المكسيك:** سجلت المكسيك باستمرار عجزاً في الفارق بين الادخار والاستثمار على مدار معظم الفترة (2002-2023)، بلغ أكبر عجز عند -5.98% في عام 2023، بينما سجلت فائضاً طفيفاً بلغ 1.41% في عام 2020. يتوافق هذا العجز مع العجز المسجل في الميزان الخارجي ويشير إلى أن البلاد تعتمد على التمويل الخارجي لسد هذه الفجوة، وهي نقطة ضعف مستمرة منذ فترة الأزمات.

• **البرازيل:** شهدت البرازيل تقلبات بين تسجيل فائض وعجز طفيف في الفارق بين الادخار والاستثمار خلال الفترة (2002-2023). بدأت بفائض طفيف بلغ 0.84% في عام 2002، وفي السنوات الأخيرة، سجلت فائضاً طفيفاً، بلغ 2.37% في عام 2023. هذا يشير إلى أنها أقرب إلى التوازن بين الادخار والاستثمار مقارنة بالمكسيك والأرجنتين، مما يقلل من حاجتها للاقتراض الخارجي المفرط.

• **الأرجنتين:** شهدت الأرجنتين تحولاً من تسجيل فائض كبير في الفارق بين الادخار والاستثمار في بداية الفترة بلغ 15.01% في عام 2002 إلى تسجيل عجز في السنوات الأخيرة بلغ -1.71% في عام 2023. يعكس هذا المسار تراجع قدرة الاقتصاد الأرجنتيني على توليد مدخرات كافية لتمويل استثماراته، مما يتوافق مع تدهور الميزان الخارجي ويبرز استمرار نفس نقطة الضعف الهيكلية التي تزيد من الاعتماد على التمويل الخارجي وعدم الاستقرار، وهي أحد العوامل الرئيسية التي جعلت هذه الدول عرضة للأزمات المالية عند تغير ظروف التمويل العالمية.

**البيان 33: الفجوة بين الادخار والاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي)
(المكسيك، البرازيل و الأرجنتين) 2002 إلى 2023**



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات الادخار و الاستثمار السابقين.

2.5 تحليل للمؤشرات و التوازنات الاقتصادية الكلية في إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند (2002-2023):

1.2.5 معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي:

يعد معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي مقياساً أساسياً لمدى توسع الاقتصاد، ويعكس قدرته على التعافي والاستمرار في التنمية بعد الأزمات. و نلاحظ تغيراته في الدول الآسيوية في **البيان 34** كالآتي:

- **إندونيسيا:** سجل الاقتصاد الإندونيسي، الذي تأثر بشدة بالأزمة الآسيوية، مساراً يتسم بالإيجابية في مجمله خلال الفترة (2002-2023)، وإن تخللته تقلبات متفاوتة، مما يشير إلى قدرة على التعافي النسبي. بلغ النمو ذروته في عام 2008 مسجلاً 7.4%، قبل أن يتأثر بالأزمة المالية العالمية متراجعا إلى 4.7% في عام 2009. شكلت جائحة كوفيد-19 تحدياً غير مسبوق، حيث انكمش الناتج بنسبة - 2.1% في عام 2020. ومع ذلك، أظهر الاقتصاد مرونة لافتة، مستعيداً مسار النمو بنسبة 3.7%

في 2021، وتسارع ليصل إلى 5.3% في 2022، ليستقر عند 5% في عام 2023. يشي هذا الأداء بقدرة الاقتصاد الإندونيسي على امتصاص الصدمات والتعافي، رغم التحديات الهيكلية المتبقية. إن العودة إلى مسار النمو المستقر نسبياً بعد الأزمة الآسيوية يعكس نجاحاً في تجاوز الأزمة الأولية.

• **جمهورية كوريا:** مقارنة بإندونيسيا ودول جنوب شرق آسيا، اتسم أداء النمو في جمهورية كوريا، التي كانت أيضاً في قلب الأزمة الآسيوية، باستقرار نسبي أقل تقلباً في الفترة (2002-2023). انطلقت الفترة بمعدل نمو مرتفع بلغ 7.7% في عام 2002 (كجزء من التعافي بعد الأزمة)، لكنه تراجع بشكل حاد إلى 0.8% في عام 2009 متأثراً بالأزمة المالية العالمية. وفي عام 2020، بلغ الانكماش ذروته الأدنى بنسبة -0.7%. استعاد النمو عافيته نسبياً ليصل إلى 4.6% في 2021، ثم تباطأ بشكل ملحوظ إلى 2.7% في 2022 و 1.4% في 2023.

يعكس أداء نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال هذه الفترة مرحلة من نضج الاقتصاد الكوري الجنوبي واعتماده على الصادرات المتقدمة، مما يجعله حساساً للتقلبات في الطلب العالمي. هذا يعني أن كوريا الجنوبية، بعد عقود من النمو السريع كدولة نامية وناشئة، ومرورها بالأزمة، وصلت إلى مرحلة متقدمة من التطور الاقتصادي حيث أصبح النمو يعتمد على عوامل مثل التكنولوجيا المتقدمة والابتكار، مما قد يؤدي إلى معدلات نمو أبطأ وأكثر استقراراً مقارنة بمراحل التطور السابقة أو مقارنة باقتصادات أخرى لا تزال في مراحل نمو أبكر. وقد ساهمت الإصلاحات الهيكلية والمؤسسية بعد الأزمة الآسيوية في تعزيز صلابة الاقتصاد، وهذا ما جعل صندوق النقد الدولي يدرجها رسمياً في قائمة "الاقتصادات المتقدمة" في مراجعة التصنيفات العالمية سنة 2009، مما يؤكد تجاوزها لمرحلة الاقتصاد الناشئ وتداعيات الأزمة.²⁹⁹

• **ماليزيا:** يظهر الأداء الاقتصادي لماليزيا تقلبات أوضح في معدلات النمو من جمهورية كوريا خلال الفترة (2002-2023)، مما يشير إلى استمرار حساسيتها للصدمات الخارجية، رغم تعافيتها من الأزمة الآسيوية. فبعد الانكماش الحاد عقب الأزمة المالية 2008، سجل الاقتصاد نمواً قوياً بلغ 7.5% في عام 2010، ولكنه شهد انكماشاً عميقاً بنسبة -5.5% في عام 2020 بفعل الجائحة. جاء التعافي قوياً وملحوظاً في عام 2022 بنمو بلغ 8.9%، قبل أن يعود للتباطؤ إلى 3.6% في عام 2023.

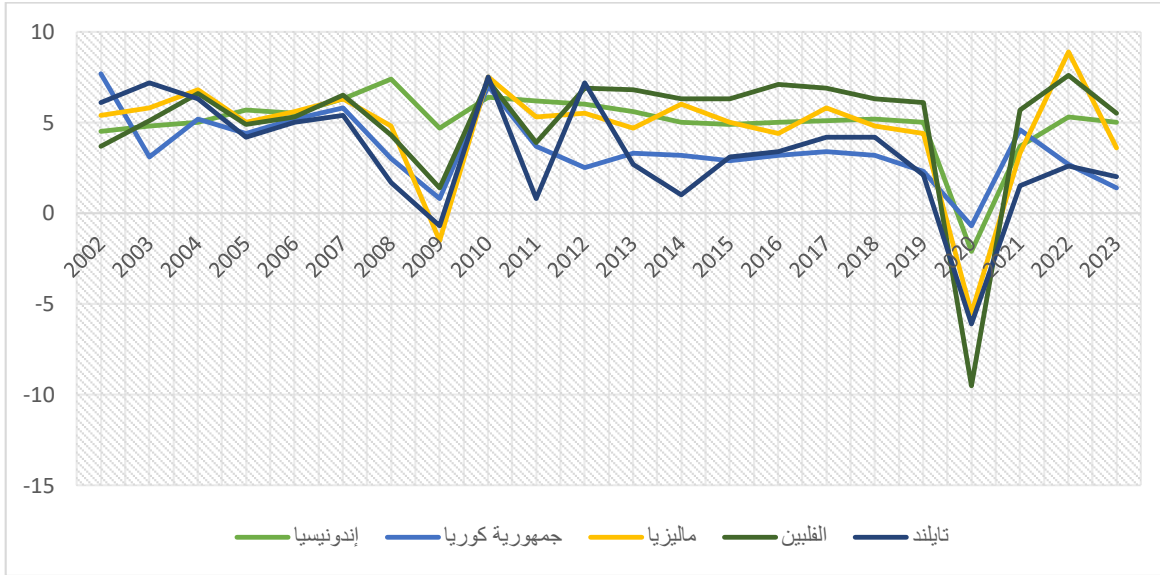
²⁹⁹ International Monetary Fund, *World Economic Outlook: Sustaining the Recovery*, Oct. 2009, 69. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Sustaining-the-Recovery>.

يشير هذا التباين إلى الحساسية الكبيرة للاقتصاد الماليزي للصدمات الخارجية، بالإضافة إلى الحاجة المستمرة لتعزيز تنويع بنيته الإنتاجية، وهي تحديات استمرت ما بعد الأزمة الآسيوية.

• **الفلبين:** قبل تفشي الجائحة، حقق الاقتصاد الفلبيني مسار نمو قوي ومستدام نسبياً في الفترة (2002-2019)، حيث تجاوزت معدلات النمو باستمرار حاجز الـ 6% في عدة سنوات، وهو ما يمثل تحسناً في الأداء مقارنة بفترة ما قبل الأزمة الآسيوية التي تأثرت بها الفلبين أيضاً. عانت الفلبين من أكبر انكماش بين الدول الخمس في عام 2020 بنسبة -9.5%، إلا أنها أظهرت قدرة فائقة على التعافي السريع بنمو بلغ 5.7% في 2021، وتسارع إلى 7.6% في 2022، قبل أن يستقر عند 5.5% في 2023. يؤكد هذا الأداء مرونة الاقتصاد وديناميكية مكونات الطلب المحلي، وقدرة على التعافي السريع بعد الأزمات، وهو ما قد يعكس صلابة أكبر اكتسبها الاقتصاد بعد الأزمة الآسيوية.

• **تايلند:** اتسم نمو الناتج المحلي الإجمالي في تايلند بتقلبات كبيرة ومحددة خلال الفترة (2002-2023)، مما يشير إلى استمرار تأثيرها بعوامل هيكلية معينة على الرغم من تعافيتها من الأزمة الآسيوية التي ضربتها بشدة. سجلت نمواً مرتفعاً بلغ 7.5% في عام 2010، لكنه عاد ليتقلب بعد ذلك إلى أن شهدت انكماشاً حاداً بنسبة -6.1% في عام 2020. كان مسار التعافي بعد الجائحة أبطأ نسبياً مقارنة بالفلبين، حيث بلغ النمو 1.5% في 2021، و 2.6% في 2022، و 2% في 2023. يعزى هذا التأثير البالغ إلى الاعتماد الكبير للاقتصاد التايلندي على قطاعي السياحة والتصدير، وهما قطاعان تأثرا بشكل كبير بالجائحة، مما يدل على استمرار بعض نقاط الضعف الهيكلية التي تجعل الاقتصاد عرضة للصدمات في قطاعات رئيسية.

البيان 34: معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي
(إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي.³⁰⁰

2.2.5 تحليل معدلات البطالة الإجمالية:

تعكس معدلات البطالة كفاءة سوق العمل. غالبا ما ترتفع معدلات البطالة خلال وبعد الأزمات الاقتصادية. و يمثل البيان 35 تغيراتها على مستوى الدول الآسيوية:

• **إندونيسيا:** شهدت إندونيسيا اتجاها هابطا ومستمر في معدلات البطالة على المدى الطويل خلال الفترة (2002-2023)، متراجعة من 6.60% في عام 2002 إلى 3.31% في عام 2023 على الرغم من أنه بلغ ذروته 8.06% في 2007. يشير هذا التحسن إلى تزايد قدرة الاقتصاد على استيعاب النمو في القوى العاملة وتوفير وظائف، على الرغم من الارتفاع الطفيف في عام 2020 ليصل إلى 4.26% نتيجة لتأثير الجائحة. هذا الاتجاه الهابط يعد مؤشرا إيجابيا على تحسن أداء سوق العمل بعد الأزمة الآسيوية، مقارنة بمستويات البطالة التي قد تكون ارتفعت خلالها.

• **جمهورية كوريا:** حافظت جمهورية كوريا على معدلات بطالة منخفضة بشكل ملحوظ مقارنة بالمعايير الدولية وبذلك السائدة في العديد من الاقتصادات الناشئة، حيث ظلت في معظم السنوات ضمن نطاق 3% إلى 4% خلال الفترة (2002-2023). بلغت أدنى مستوياتها عند 2.68% في عام 2023،

³⁰⁰ https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/IDN/KOR/MYS/PHL/THA. Consulted on 11/01/2025.

وسجلت أعلى مستوى لها في الفترة عند 3.93% في عام 2020. يؤكد هذا الأداء قوة سوق العمل الكوري الجنوبي وكفاءته في تحقيق مستويات توظيف مرتفعة، وهو ما يعكس نجاحا في الحفاظ على استقرار سوق العمل حتى في مواجهة الصدمات العالمية اللاحقة للأزمة الآسيوية.

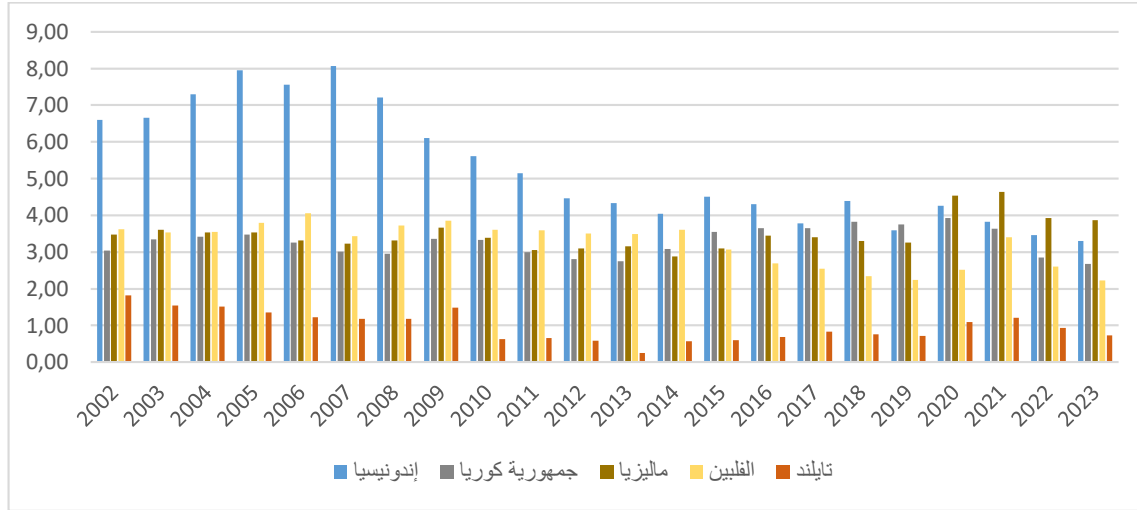
• **ماليزيا:** تباينت معدلات البطالة في ماليزيا خلال الفترة (2002-2023)، حيث تراوحت في الغالب بين 3% و 4% . شهدت ارتفاعا لافتا إلى 4.54% في 2020 و 4.64% في 2021 كتأثر مباشر لتداعيات الجائحة ما نفسره بقانون Okun بوجود علاقة عكسية بين انكماش النمو و ارتفاع البطالة، قبل أن تعود للانخفاض إلى 3.87% في عام 2023. يشير هذا الأداء إلى أن سوق العمل الماليزي لا يزال حساسا للصدمات الحادة، لكن مستويات البطالة لم تصل إلى المستويات التي قد تكون شهدتها خلال الأزمة الآسيوية، مما يدل على مرونة نسبية مكتسبة.

• **الفلبين:** أظهرت الفلبين تحسنا ملحوظا وديناميكيا في معدلات البطالة على المدى الطويل خلال الفترة (2002-2023)، متراجعة من 3.62% في عام 2002 لتصل إلى أدنى مستوى بين الدول الخمس عند 2.22% في عام 2023. على الرغم من الارتفاع إلى 3.40% في عام 2021، كان مسار التعافي سريعا. يشير هذا إلى قدرة الاقتصاد الفلبيني على خلق فرص عمل بوتيرة تفوق نمو حجم القوى العاملة خلال العقد الأخير، ويمثل تحسنا كبيرا مقارنة بتأثير الأزمة الآسيوية على التوظيف.

• **تايلند:** سجلت تايلند، بصورة ثابتة ومستمرة، أدنى معدلات بطالة بين الدول قيد الدراسة خلال الفترة (2002-2023)، حيث ظلت غالبا دون 1.5% . بلغت أدنى مستوياتها عند 0.25% في عام 2013، وارتفعت إلى 1.22% في عام 2021. يعكس هذا معدلات توظيف عالية جدا، والتي قد ترتبط بخصائص هيكل سوق العمل في تايلند، بما في ذلك حجم القطاعات غير الرسمية والزراعية. هذا الأداء في سوق العمل يشير إلى استقرار مرتفع حتى بعد الأزمة الآسيوية.

البيان 35: معدلات البطالة

(إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.³⁰¹

3.2.5 تقييم معدلات التضخم:

يعد معدل التضخم مؤشرا على وتيرة تغير المستوى العام للأسعار. التضخم المرتفع قبل الأزمة الآسيوية في بعض الدول كان يشكل ضغطا على أنظمة سعر الصرف. و نتطرق لتغيره بعد الأزمة في البيان 36:

• **إندونيسيا:** مرت إندونيسيا بفترات اتسمت بارتفاع ملحوظ في معدلات التضخم خلال الفترة (2002-2023)، بلغت ذروتها عند 13.1% في عام 2006. نجحت السلطات في خفض التضخم بشكل كبير لاحقا، ليصل إلى مستويات أدنى في العقد الماضي (مثل 1.6% في 2021)، قبل أن يعاود الارتفاع إلى 4.1% في 2022 و 3.7% في 2023. على الرغم من التقلبات، فإن مستويات التضخم في معظم الفترة كانت أقل بكثير مما شهدته خلال ذروة الأزمة الآسيوية وتداعياتها.

• **جمهورية كوريا:** حافظت جمهورية كوريا على معدلات تضخم مستقرة ومنخفضة نسبيا في معظم سنوات الفترة (2002-2023)، متراوحة في الغالب بين 1% و 3%. بلغت أعلى معدلاتها عند 4.7% في عام 2008 و 5.1% في عام 2022. يدل هذا الاستقرار على فعالية السياسة النقدية للبنك المركزي في تثبيت مستويات الأسعار ومنع التضخم المفرط، وهو ما يعد سمة مميزة للاقتصادات المتقدمة ويعكس نجاحا في إدارة التضخم بعد الأزمة.

³⁰¹ <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?locations=TH-ID-MY-PH-KR>. Consulted on 16/01/2025.

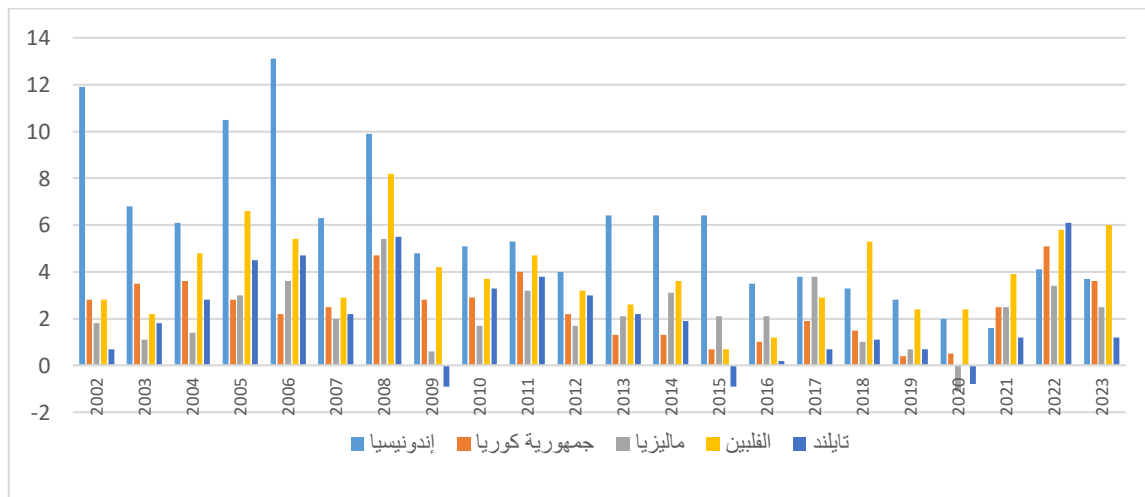
• **ماليزيا**: سجلت ماليزيا معدلات تضخم منخفضة بشكل عام خلال الفترة (2002-2023)، غالبا ما كانت أقل من 3%، باستثناء بعض الارتفاعات المحددة في عام 2008 5.4% وعام 2017 3.8% وعام 2022 3.4%. كما شهدت انكماشاً طفيفاً بنسبة 1.1% - في عام 2020. يؤكد هذا الأداء على بيئة أسعار تتسم بالاستقرار النسبي بعد الأزمة الآسيوية.

• **الفلبين**: شهدت الفلبين تقلبات أكبر في معدلات التضخم مقارنة بماليزيا وكوريا الجنوبية خلال الفترة (2002-2023). بلغت ذروتها عند 8.2% في عام 2008، وعادت الارتفاع بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة لتصل إلى 5.8% في 2022 و 6% في 2023. يشير هذا إلى حساسية الاقتصاد الفلبيني للعوامل المؤثرة على الأسعار، سواء الداخلية أو الخارجية، مثل تقلبات أسعار السلع الأساسية، مما يدل على أن إدارة التضخم لا تزال تشكل تحدياً مستمراً.

• **تايلند**: تميزت تايلند بمعدلات تضخم منخفضة للغاية في العديد من السنوات خلال الفترة (2002-2023)، بل وسجلت فترات انكماش. ومع ذلك، ارتفعت معدلات التضخم بشكل حاد إلى 6.1% في عام 2022 قبل أن تعود للتراجع إلى 1.2% في عام 2023. يشير هذا التقلب إلى تأثير الاقتصاد التايلندي بالتغيرات الحادة في الظروف العالمية والمحلية، على الرغم من أن الإطار العام لإدارة التضخم يبدو أكثر فعالية مما كان عليه قبل الأزمة الآسيوية.

البيان 36: معدلات التضخم

(إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي.³⁰²

³⁰² <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/ARG%20%20%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B6%D8%AE%D9%85/IDN/KOR/MYS/PHL/THA> . Consulted on 02/02/2025.

4.2.5 تطور مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي (2010 = 100):

يعكس مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي القوة التنافسية لعملة البلد. التقييم المبالغ فيه للعملة في ظل أنظمة سعر الصرف المدارة كان عاملاً رئيسياً في نشوب الأزمة الآسيوية. التحول إلى أنظمة سعر صرف أكثر مرونة بعد الأزمة كان إصلاحاً رئيسياً. و نجد في البيان 37 تغييره في الدول الآسيوية:

• **إندونيسيا:** سجل مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي اتجاهًا متذبذباً بين عامي 2002 و 2023. ارتفع من 79.7 في عام 2002 إلى 100 في 2010، ما يعكس تحسناً في القيمة الحقيقية للروبية، ثم استقر عند مستويات قريبة من 90-92 خلال السنوات الأخيرة (92.1 في 2023). هذا التطور يعكس ضغطاً متقطعة على القدرة التنافسية، مع دور مهم لمرونة سعر الصرف في امتصاص الصدمات الخارجية بعد الأزمة الآسيوية.

• **جمهورية كوريا:** سجل مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي لكوريا الجنوبية ارتفاعاً ملحوظاً ومستمرًا بعد عام 2009، من 91.61 إلى ذروته عند 152.99 في عام 2018، قبل أن يتراجع قليلاً ليستقر عند 140.21 في عام 2023. يعكس هذا الارتفاع المتواصل زيادة في القوة الشرائية الحقيقية للوون الكوري الجنوبي، مما قد يضع ضغطاً على القدرة التنافسية لقطاع التصدير الكوري. على الرغم من الارتفاع، فإن مرونة سعر الصرف الاسمي في ظل نظام الصرف العائم الذي تبنته كوريا بعد الأزمة الآسيوية تختلف عن نظام الربط السابق الذي أدى إلى تقييم مبالغ فيه قبل الأزمة.

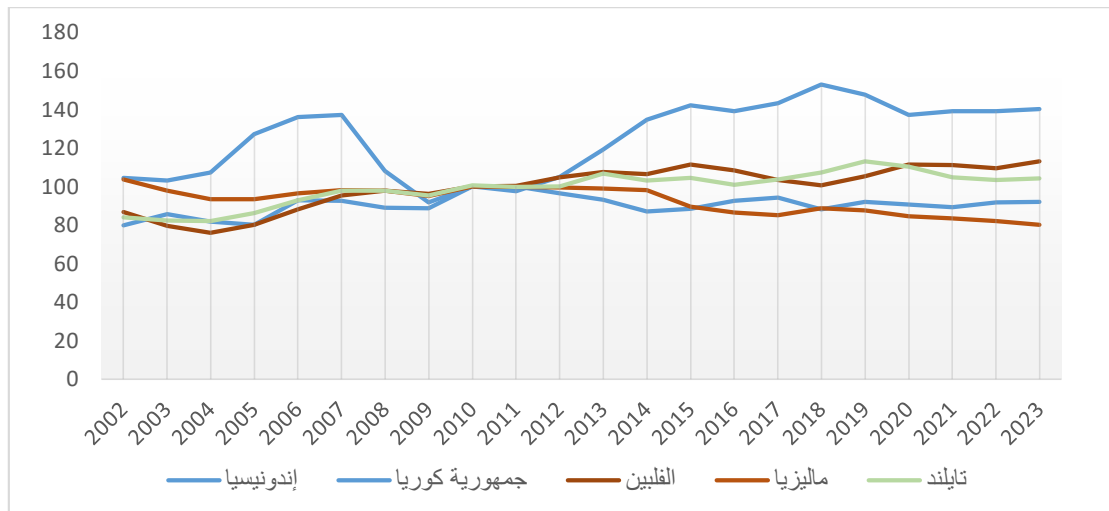
• **ماليزيا:** على النقيض من كوريا الجنوبية، شهد مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي لماليزيا اتجاهًا تنازلياً واضحاً خلال الفترة (2002-2023)، متراجعاً من 103.47 في عام 2002 إلى 80.05 في عام 2023. يشير هذا الانخفاض الكبير، لاسيما بعد عام 2014، إلى تراجع في القيمة الحقيقية للرينغيت الماليزي، مما يسهم في تعزيز القدرة التنافسية للصادرات الماليزية في الأسواق العالمية. يعكس هذا التطور إدارة لسعر الصرف تختلف عن فترة ما قبل الأزمة الآسيوية.

• **الفلبين:** أظهر مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي للفلبين اتجاهًا تصاعدياً في مجمله، مرتفعاً من 86.75 في عام 2002 إلى 113.06 في عام 2023. يشير هذا الارتفاع في القيمة الحقيقية للبيزو الفلبيني إلى تحديات محتملة أمام القدرة التنافسية لقطاع الصادرات. إدارة سعر الصرف بعد الأزمة الآسيوية شهدت تحولاً نحو مرونة أكبر مقارنة بفترة ما قبل الأزمة.

• **تايلند:** اتسم أداء مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي لتايلند بالتقلب خلال الفترة (2002-2023). ارتفع من 83.99 في عام 2002 ليلبلغ ذروته عند 113.02 في عام 2019، قبل أن يتراجع إلى 104.30 في عام 2023. تعكس هذه التقلبات تأثير البات التايلندي بمجموعة متنوعة من العوامل، مع نظام سعر صرف مرن تبنته تايلند بعد الأزمة، وهو ما يختلف عن نظام الربط السابق الذي انهار في 1997.

البيان 37: مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي (2010 = 100)

(إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي، البنك المركزي التايلندي و بنك الاحتياطي الفيدرالي.³⁰³

5.2.5 مستويات سعر الفائدة الحقيقي (بالنسبة المئوية):

يمثل سعر الفائدة الحقيقي العائد على المدخرات أو تكلفة الاقتراض بعد خصم التضخم. إدارة أسعار الفائدة كانت عنصرا مهما في استجابات ما بعد الأزمة الآسيوية. و نتطرق لتغيراتها وفقا للبيان 38:

- **إندونيسيا:** شهد سعر الفائدة الحقيقي في إندونيسيا تقلبات حادة خلال الفترة (2002-2023)، مما يشير إلى تحديات في إدارة السياسة النقدية في بيئة متقلبة. سجل معدلات مرتفعة نسبيا في بداية الفترة (مثل 12.32% في 2002)، وشهد فترات سلبية بشكل ملحوظ (مثل -0.25% في 2005 و -3.85% في 2008). في السنوات الأخيرة، تباينت المعدلات بشكل كبير، حيث بلغت 9.99% في 2020، ثم

³⁰³ <https://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER?locations=MY-PH-KR> . Consulted on 07/02/2025.

<https://www.bot.or.th/en/statistics/economic-and-financial-index-and-indicators.html?filter1=FTR102&keyword=real+exchange+rate> . Consulted on 16/02/2025.

<https://fred.stlouisfed.org/series/RBIDBIS> . Consulted on 18/02/2025.

انخفضت بشكل حاد إلى 2.75% في 2021، وسجلت معدلا سلبيا عند -0.96% في 2022، قبل أن تعود للارتفاع بشكل كبير إلى 7.28% في 2023. تشير هذه التقلبات إلى أن إدارة السياسة النقدية لا تزال تواجه تحديات، وأن تحقيق استقرار في سعر الفائدة الحقيقي هدف مستمر في ظل وجود أثر للتضخم.

• **جمهورية كوريا:** حافظت جمهورية كوريا، بصورة عامة، على معدلات سعر فائدة حقيقي موجبة في معظم سنوات الفترة (2002-2023)، متراوحة غالبا بين 1% و 4%. بلغت أدنى مستوياتها عند 0.12% في عام 2021 وأعلى معدلاتها عند 4.51% في عام 2005، و 4.42% في عام 2011، و 4.32% في عام 2019. يعكس هذا الأداء بيئة مواتية للمدخرين وقدرة البنك المركزي على الحفاظ على أسعار فائدة حقيقية إيجابية نسبيا، مما يدل على إدارة نقدية حكيمة بعد الأزمة الآسيوية.

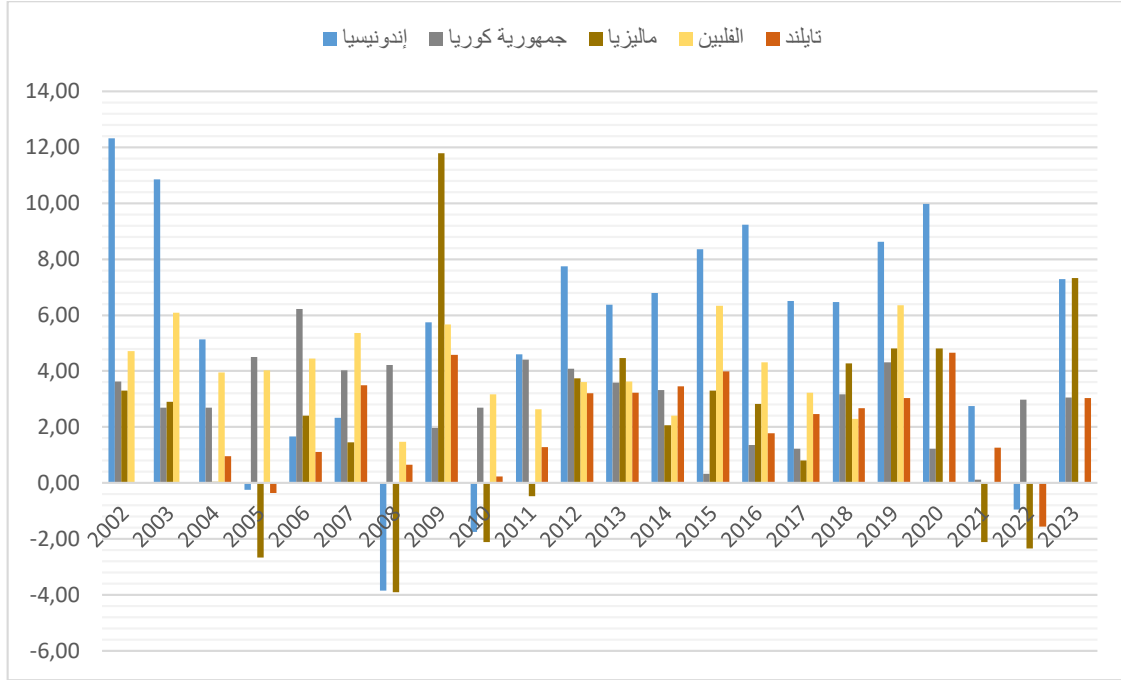
• **ماليزيا:** تتباين مسار سعر الفائدة الحقيقي في ماليزيا بشكل كبير خلال الفترة (2002-2023). شهد فترات سلبية وفترات موجبة مرتفعة. تشير هذه التقلبات إلى استجابة السياسة النقدية في ماليزيا للظروف الاقتصادية الكلية المتغيرة، وأن إدارة سعر الفائدة الحقيقي لا تزال تتطلب موازنة بين أهداف متعددة.

• **الفلبين:** أظهر سعر الفائدة الحقيقي في الفلبين اتجاها موجبا في معظم السنوات التي تتوفر عنها البيانات خلال الفترة (2002-2023)، حيث تراوح غالبا بين 2% و 6%. بلغت ذروته عند 6.35% في عام 2019. تشير هذه المعدلات الموجبة إلى بيئة تشجع على الادخار وتوفير عائدا حقيقيا عليه، وهو أمر مهم لتعزيز الادخار المحلي بعد الأزمة.

• **تايلند:** شهد سعر الفائدة الحقيقي في تايلند تقلبات بين القيم الموجبة والسالبة خلال الفترة (2002-2023). سجل معدلات سالبة في عامي 2005 -0.35% وعام 2022 -1.55%. بينما سجل معدلات موجبة مرتفعة في فترات أخرى. يعكس هذا التقلب تأثير التغيرات في معدلات التضخم وأسعار الفائدة الاسمية، وأن إدارة السياسة النقدية في بيئة متقلبة لا تزال تمثل تحديا.

البيان 38: سعر الفائدة الحقيقي

(إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.³⁰⁴

6.2.5 الميزان الخارجي على السلع والخدمات (كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي):

يمثل الميزان الخارجي صافي تبادل السلع والخدمات. الاختلالات الكبيرة في الحساب الجاري قبل الأزمة الآسيوية كانت عاملاً رئيسياً في نشوبها. إدارة هذا الرصيد بعد الأزمة أصبحت أولوية. و نجد معطياته

موضحة في البيان 39:

• **إندونيسيا:** سجلت إندونيسيا فائضا في الميزان الخارجي خلال معظم سنوات الفترة (2002-2023)، بلغ ذروته عند **7.34%** من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2003. ومع ذلك، شهدت بعض حالات العجز الطفيفة. في السنوات الأخيرة، عادت لتسجيل فائض مرتفع نسبياً، وصل إلى **3.54%** في 2022 و **2.18%** في 2023. يشير هذا الأداء إلى أن إندونيسيا تعتبر مصدراً صافياً للسلع والخدمات في أغلب الأحيان، وهو ما يمثل تحسناً كبيراً مقارنة بالعجز الكبير الذي سبقت الأزمة الآسيوية، ويعكس جهوداً لتعزيز القدرة التنافسية للصادرات.

³⁰⁴ <https://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.RINR?locations=TH-ID-MY-PH-KR>. Consulted on 09/02/2025.

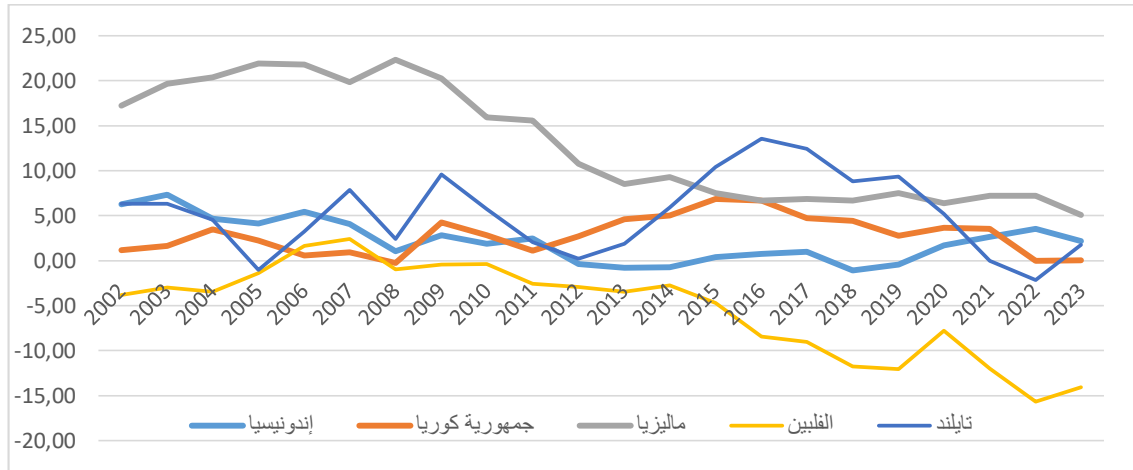
• **جمهورية كوريا**: حافظت جمهورية كوريا على فائض كبير ومستمر في الميزان الخارجي على مدار الفترة بأكملها (2002-2023)، مما يؤكد مكانتها كقوة تصديرية عالمية رئيسية. بلغ الفائض أعلى مستوياته عند **6.85%** من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2015. على الرغم من بعض التراجعات الطفيفة في السنوات الأخيرة، إلا أنه لا يزال يسجل فائضا هامشيا بلغ **0.05%** في عام 2023. يعد هذا الفائض المستمر دليلا على قوة الاقتصاد الكوري الجنوبي في التجارة العالمية، ويختلف عن العجز الذي شهدته قبل الأزمة الآسيوية مباشرة.

• **ماليزيا**: سجلت ماليزيا باستمرار فائضا كبيرا جدا في الميزان الخارجي خلال الفترة (2002-2023)، مما يبرز الاعتماد الكبير لاقتصادها على الصادرات، وهذا ما يعكس أثر انخفاض القيمة الحقيقية للعملة في فترات معينة، معززا القدرة التنافسية. بحيث بلغ الفائض ذروته المذهلة عند **22.33%** من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2008، واستمر في تسجيل فائض كبير، بلغ **5.10%** في عام 2023. يعكس هذا الفائض الضخم قوة قطاع التصدير في ماليزيا، ويمثل استمرارا لنمط كان قائما قبل الأزمة الآسيوية، لكن مع إدارة محسنة للسياسات.

• **الفلبين**: واجهت الفلبين عجزا مستمرا ومنتزادا في الميزان الخارجي على مدار معظم سنوات الفترة (2002-2023)، مما يدل على أن قيمة وارداتها من السلع والخدمات تفوق قيمة صادراتها بشكل كبير. بلغ العجز أدنى مستوياته (كقيمة سالبة) عند **-3.83%** في عام 2002، وتفاقم بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة، ليصل إلى **-15.65%** في عام 2022 و **-14.09%** في عام 2023. يشير هذا العجز الكبير إلى ضغوط على عملة البيزو الفلبيني والحاجة إلى مصادر تمويل خارجية لسد الفجوة. استمرار العجز في الميزان الخارجي يمثل نقطة ضعف محتملة تشبه إلى حد ما الوضع الذي سبق الأزمة الآسيوية.

• **تايلند**: تتباين أداء الميزان الخارجي في تايلند خلال الفترة (2002-2023)، مع فترات فائض وعجز. سجلت فائضا كبيرا في العديد من السنوات، وصل إلى ذروته عند **13.57%** من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2016. ومع ذلك، سجلت عجزا في عامي 2021 **-0.04%** و 2022 **-2.13%**، قبل أن تعود لتسجيل فائض عند **1.76%** في عام 2023. يظهر هذا التأثير الكبير بقطاعات مثل السياحة والتجارة العالمية، وأن تحقيق توازن خارجي مستدام لا يزال يمثل تحديا في بعض الفترات، في ظل ارتفاع القيمة الحقيقية للعملة في فترات معينة، مما قد يحد من القدرة التنافسية للسلع.

البيان 39: الميزان الخارجي على السلع والخدمات (% من إجمالي الناتج المحلي)
(إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.³⁰⁵

7.2.5 حجم إجمالي الادخار المحلي (كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي):

يمثل الادخار المحلي المصدر الأساسي لتمويل الاستثمار. انخفاض معدلات الادخار مقارنة بالاستثمار يؤدي إلى عجز في الحساب الجاري والحاجة للتمويل الخارجي، وهو ما كان عاملاً رئيسياً في أزمة 1998/1997. و نتطرق لتغيراته بعد الأزمة على مستوى البلدان الآسيوية في البيان 40:

- **إندونيسيا:** حافظت إندونيسيا على معدلات ادخار محلي اتسمت بالاستقرار النسبي على مدار الفترة (2002-2023)، تتراوح في الغالب بين 30% و 40% من الناتج المحلي الإجمالي. بلغت أدنى مستوياتها عند 23.73% في عام 2003 وأعلى مستوياتها عند 39.27% في عام 2022. تشير هذه المعدلات إلى وجود قاعدة ادخارية قوية نسبياً قادرة على دعم مستويات مرتفعة من الاستثمار المحلي، وهي أعلى مما كانت عليه قبل الأزمة في بعض الحالات، مما يعكس جهوداً لزيادة الادخار بعد الأزمة.
- **جمهورية كوريا:** حافظت جمهورية كوريا على معدلات ادخار محلي مرتفعة ومستقرة بشكل لافت، حيث تجاوزت غالباً حاجز الـ 30% وتصل إلى حوالي 35% خلال الفترة (2002-2023). بلغت ذروتها عند 37.04% في عام 2017. يعكس هذا الأداء ثقافة الادخار الراسخة، والتي لعبت دوراً حاسماً في توفير التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي بعد الأزمة الآسيوية.

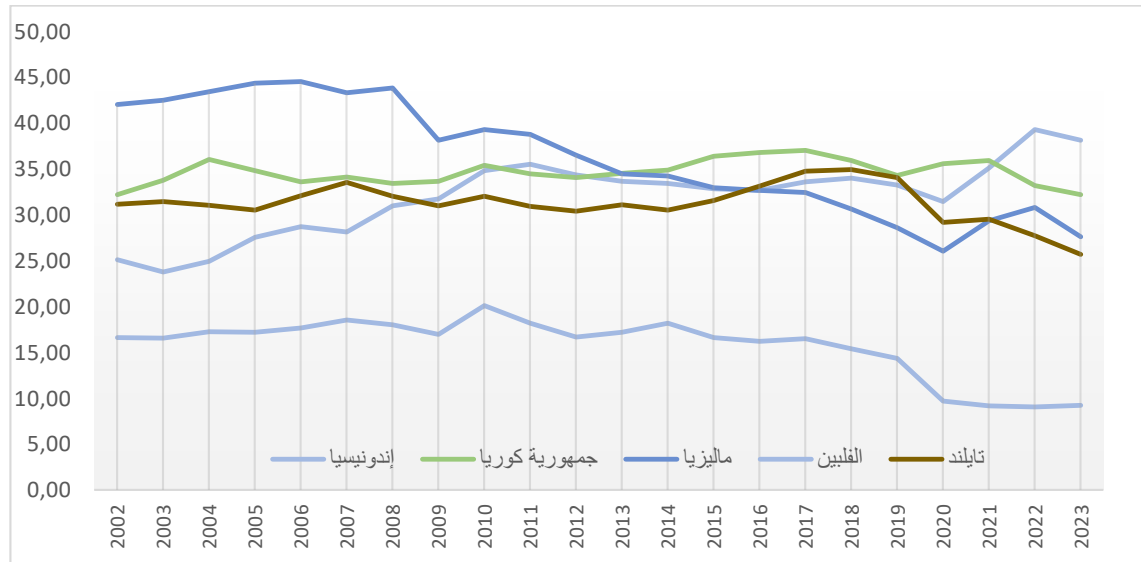
³⁰⁵ <https://data.albankaldawli.org/indicator/NE.RSB.GNFS.ZS?locations=MY-TH-PH-ID-KR>. Consulted on 15/01/2025.

• **ماليزيا:** سجلت ماليزيا معدلات ادخار محلي مرتفعة جدا في بداية الفترة قيد الدراسة (مثل 42.03% في 2002)، ولكنها شهدت انخفاضا تدريجيا على مر السنين، لتصل إلى حوالي 30% في السنوات الأخيرة (بلغت 27.57% في 2023). على الرغم من هذا التراجع، لا تزال معدلات الادخار في ماليزيا تعتبر مرتفعة نسبيا مقارنة بالعديد من الاقتصادات العالمية، وتوفر قاعدة تمويلية للاستثمار.

• **الفلبين:** أظهرت الفلبين باستمرار أدنى معدلات ادخار محلي بين الدول الخمس قيد الدراسة خلال الفترة (2002-2023)، حيث تراوحت في الغالب بين 10% و 20% من الناتج المحلي الإجمالي. بلغت أدنى مستوياتها عند 9.03% في عام 2022. يشير هذا إلى وجود تحديات هيكلية في توليد مستويات كافية من المدخرات المحلية، مما يضع قيودا على حجم الاستثمار المحلي الذي يمكن تمويله ذاتيا ويزيد من الحاجة للتمويل الخارجي، وهي نقطة ضعف كانت حاضرة قبل الأزمة الآسيوية.

• **تايلند:** سجلت تايلند معدلات ادخار محلي مرتفعة نسبيا خلال الفترة (2002-2023)، متزاوجة غالبا بين 25% و 35%. بلغت ذروتها عند 34.94% في عام 2018، وانخفضت إلى 25.68% في عام 2023. توفر هذه المعدلات قاعدة جيدة لتمويل الاستثمار.

البيان 40: إجمالي الادخار المحلي (% من إجمالي الناتج المحلي)
(إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.³⁰⁶

³⁰⁶ <https://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDS.TOTL.ZS?locations=TH-PH-ID-MY-KR>. Consulted on 15/01/2025.

8.2.5 دراسة مستويات الاستثمار (كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي):

يمثل الاستثمار الإنفاق على الأصول الرأسمالية التي تزيد من القدرة الإنتاجية المستقبلية. مستويات الاستثمار الكافية هي محرك للنمو، لكن الاستثمار المفرط الذي يتم تمويله بالديون قصيرة الأجل كان مشكلة قبل الأزمة الآسيوية. نجد تغير معدلاته بعد فترة الأزمة الآسيوية في البيان 41:

• **إندونيسيا:** حافظت إندونيسيا على معدلات استثمار اتسمت بالاستقرار النسبي خلال الفترة (2002-2023)، متراوحة في الغالب بين 25% و 35% من الناتج المحلي الإجمالي. بلغت ذروتها عند 35.07% في عام 2012. تشير هذه المعدلات إلى استمرار الإنفاق الرأسمالي في مختلف قطاعات الاقتصاد الإندونيسي بعد الأزمة.

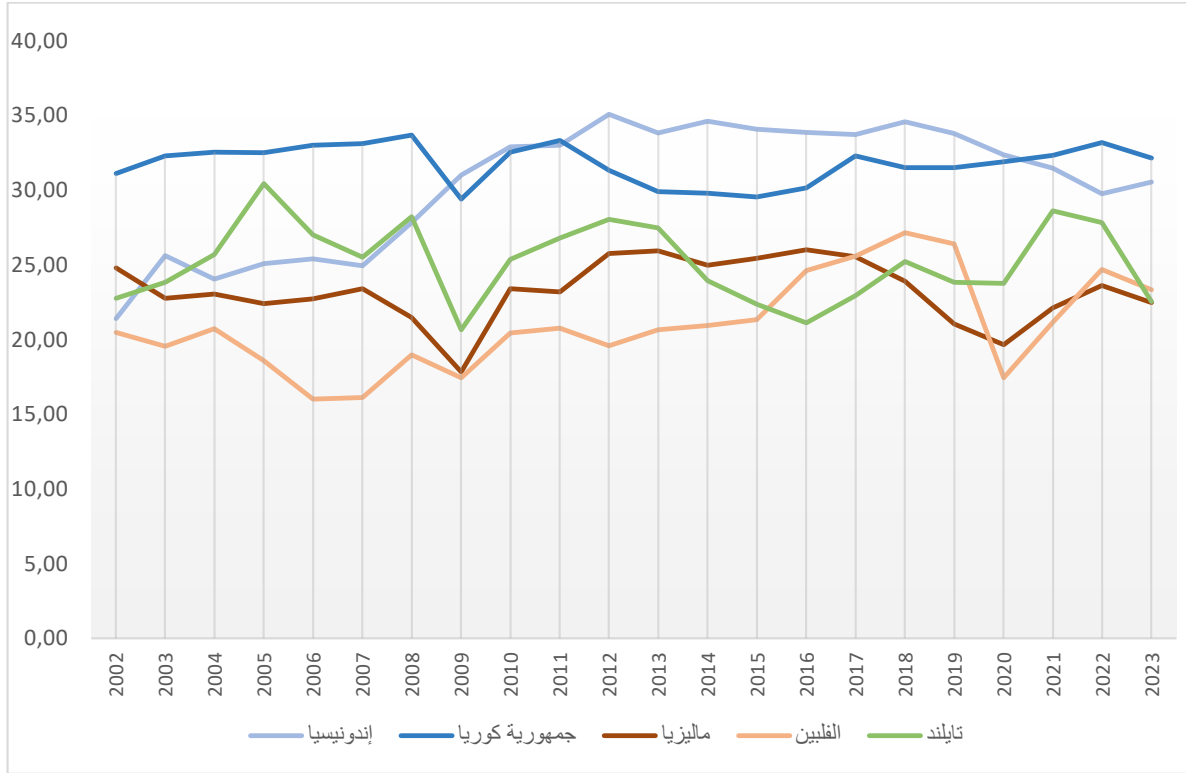
• **جمهورية كوريا:** سجلت جمهورية كوريا معدلات استثمار مرتفعة ومستقرة نسبياً، حيث تجاوزت غالباً حاجز الـ 30% خلال الفترة (2002-2023). بلغت ذروتها عند 33.67% في عام 2008. يبرز هذا التركيز على الاستثمار في القطاعات ذات القيمة المضافة العالية والتقنية المتقدمة، وهو ما يعكس استراتيجية النمو الكوري الجنوبي والتزامها بالاستثمار في المستقبل.

• **ماليزيا:** شهدت ماليزيا معدلات استثمار اتسمت بالتقلب خلال الفترة (2002-2023)، حيث تراوحت في الغالب بين 20% و 26%. بلغت أدنى مستوياتها عند 17.84% في عام 2009 وأعلى مستوياتها عند 26.00% في عام 2016. يشير هذا التباين إلى تأثير قرارات الاستثمار بالظروف الاقتصادية وبيئة الأعمال.

• **الفلبين:** أظهرت الفلبين اتجاهًا تصاعدياً تدريجياً ومستمرًا في معدلات الاستثمار على مر السنين، لا سيما خلال العقد الأخير (2002-2023). ارتفعت من 20.46% في عام 2002 إلى 27.15% في عام 2018، قبل أن تتراجع قليلاً في السنوات التالية لتصل إلى 23.32% في عام 2023. يعكس هذا الاهتمام المتزايد بتطوير البنية التحتية والقدرات الإنتاجية للاقتصاد الفلبيني بعد الأزمة.

• **تاييلند:** تباينت معدلات الاستثمار في تاييلند بشكل كبير على مدار الفترة (2002-2023)، مع فترات استثمار مرتفع (مثل 30.42% في 2005) وفترات انخفاض (مثل 20.64% في 2009). بلغت 22.54% في عام 2023. يشير هذا التقلب إلى تأثير الاستثمار بالظروف الاقتصادية.

البيان 41: إجمالي الاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي)
(إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.³⁰⁷

9.2.5 تحليل الفائض أو العجز بين الادخار والاستثمار:

يمثل الفارق بين إجمالي الادخار المحلي والاستثمار المحلي صافي مركز الاقتصاد المالي تجاه بقية العالم. الفجوة السلبية الكبيرة كانت مؤشراً رئيسياً قبل الأزمة الآسيوية على الاعتماد المفرط على التمويل الخارجي. و نعرض تغيرها في البلدان الآسيوية بعد سنة 2002 كما يوضحه البيان 42:

• **إندونيسيا:** تتباين الفائض/العجز بين الادخار والاستثمار في إندونيسيا خلال الفترة (2002-2023)، متأرجحاً بين الفائض والعجز الطفيف. سجلت فائضاً بلغ **9.52%** في عام 2022 و **7.61%** في عام 2023. يتوافق هذا الفائض بشكل كبير مع الفائض المسجل في الميزان الخارجي ويشير إلى أن إندونيسيا كانت قادرة على توليد مدخرات كافية لتمويل استثماراتها، مع تحقيق فائض للاستثمار في الخارج في السنوات الأخيرة، وهو ما يختلف عن العجز الكبير قبل الأزمة الآسيوية.

³⁰⁷ <https://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS?locations=MY-TH-ID-PH-KR>. Consulted on 15/01/2025.

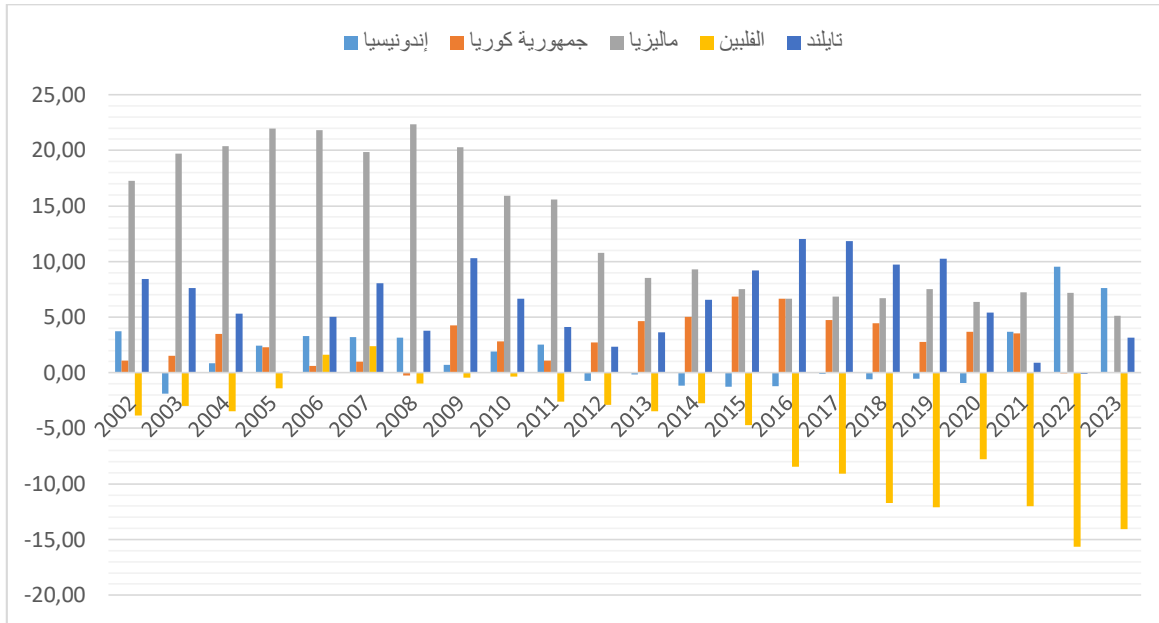
• **جمهورية كوريا**: سجلت جمهورية كوريا باستمرار فائضا كبيرا ومستقرا بين الادخار والاستثمار خلال الفترة (2002-2023)، بلغ ذروته عند **6.85%** من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2015. يتوافق هذا الفائض بشكل واضح مع الفائض الكبير المسجل في الميزان الخارجي، مما يؤكد دور كوريا الجنوبية كمصدر صافي لرأس المال عالميا، ويعكس قدرتها على توليد مدخرات تفوق احتياجاتها الاستثمارية، وهو ما يختلف عن الوضع الذي سبق الأزمة الآسيوية مباشرة.

• **ماليزيا**: حافظت ماليزيا على فائض كبير ومستمر بين الادخار والاستثمار خلال الفترة (2002-2023)، بلغ ذروته عند **22.33%** من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2008. يتوافق هذا الفائض الضخم مع الفائض الكبير في الميزان الخارجي. يظهر هذا الفائض قدرة ماليزيا على توليد مدخرات تفوق احتياجات الاستثمار المحلي، وهو نمط استمر بعد الأزمة الآسيوية.

• **الفلبين**: واجهت الفلبين عجزا مستمرا ومتزايدا بين الادخار والاستثمار خلال معظم سنوات الفترة (2002-2023)، خاصة في السنوات الأخيرة. بلغ العجز **15.65%** في عام 2022 و **14.09%** في عام 2023. يتوافق هذا العجز الكبير بشكل لافت مع العجز المسجل في الميزان الخارجي، مما يشير إلى أن الفلبين تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي لتمويل مستويات استثمارها المحلية المتزايدة. استمرار هذا العجز يمثل نقطة ضعف محتملة تشبه إلى حد ما الوضع الذي سبق الأزمة الآسيوية، وتشير إلى استمرار الحاجة لمعالجة الخلل بين الادخار والاستثمار.

• **تايلند**: سجلت تايلند فائضا في معظم سنوات الفترة بين الادخار والاستثمار خلال الفترة (2002-2023)، بلغ ذروته عند **12.02%** في عام 2016. على الرغم من تسجيل عجز طفيف عند **-0.11%** في عام 2022، عادت لتسجيل فائض عند **3.15%** في عام 2023. هذا يشير إلى قدرة نسبية على توليد مدخرات كافية، لكن التقلبات تعكس استمرار التحديات في الحفاظ على توازن مستدام.

**البيان 42: الفجوة بين الادخار والاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي)
(إندونيسيا، جمهورية كوريا، ماليزيا، الفلبين و تايلند) 2002 إلى 2023**



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات الادخار و الاستثمار السابقين.

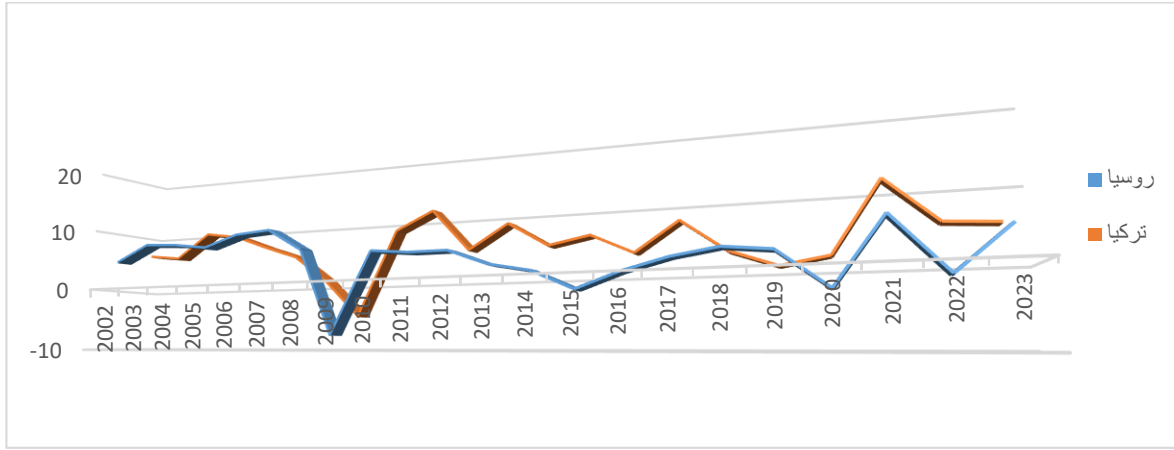
3.5 تحليل للمؤشرات و التوازنات الاقتصادية الكلية في روسيا و تركيا (2002-2023):

1.3.5 تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي: يعكس معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي التغير في حجم الإنتاج السلعي والخدمي بعد استبعاد أثر التضخم، ويمثل مؤشرا رئيسيا لمستوى النشاط الاقتصادي. و بالنسبة لكل من روسيا و تركيا في الفترة 2002-2023 نوضحه في **البيان 43** كالاتي:

• **روسيا:** شهدت روسيا تعافيا قويا ونموا مرتفعاً في بداية الفترة (2003-2007) مدفوعاً بالارتفاع الكبير في أسعار السلع الأولية، مسجلة معدلات تجاوزت 7%. أثرت الأزمة المالية العالمية (2008-2009) بحدّة على الاقتصاد الروسي، حيث انكمش الناتج بنسبة -7.8% في 2009. استعاد الاقتصاد نموه لكن بوتيرة أبطأ، متأثراً بانخفاض أسعار النفط والعقوبات الدولية في الفترة (2014-2016)، مسجلاً انكماشاً في 2015. أدت جائحة كوفيد-19 إلى انكماش آخر في 2020، تلاه تعاف في 2021، ثم انكماش طفيف في 2022 جراء العوامل الجيوسياسية، قبل أن يحقق نموا ملحوظاً في 2023. يبرز هذا المسار استمرار ارتباط الأداء الاقتصادي الروسي بتقلبات أسعار النفط والظروف الجيوسياسية، وهو ما يمثل استمراراً لنوع مختلف من الهشاشة الخارجية مقارنة بأزمة التسعينات التي كانت هيكلية ومالية بالأساس.

• **تركيا:** تميز الأداء الاقتصادي التركي بنمو مرتفع ومتقلب، مع فترات توسع سريعة (مثل 2004، 2005، 2011، 2013، 2017، 2021) أعقبت الأزمة الحادة في 2001. تأثر الاقتصاد التركي بالأزمة المالية العالمية بتباطؤ وانكماش في 2009 -4.8%، كما أثرت الجائحة بانكماش طفيف نسبيا -1.9% في 2020 قبل تعاف قوي. يظهر هذا المسار حيوية وقدرة على التعافي السريع، لكن التقلبات الحادة تشير إلى استمرار الحساسية للعوامل الداخلية والخارجية.

البيان 43: معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي (روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي.³⁰⁸

2.3.5 تحليل معدلات البطالة الإجمالية: تقيس معدلات البطالة النسبة المئوية للقوى العاملة التي تبحث عن عمل بجدية ولكن لا تجده. وفقا لقانون أوكون، ثمة علاقة عكسية بين نمو الناتج ومعدلات البطالة. **البيان 44** يوضح لنا تغير معدلاتها في كل من روسيا و تركيا بعد سنة 2002:

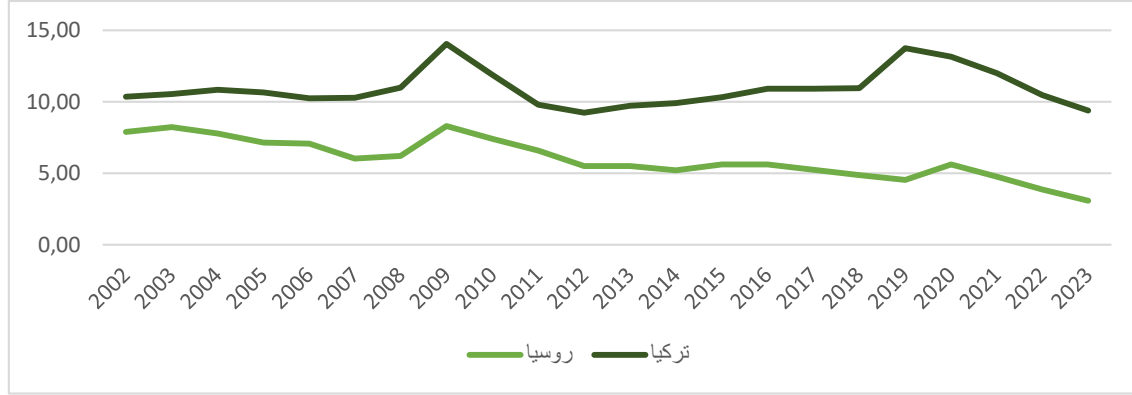
• **روسيا:** شهدت روسيا تحسنا ملحوظا ومستداما في سوق العمل، حيث انخفضت معدلات البطالة تدريجيا من 7.88% في 2002 لتصل إلى أدنى مستوياتها عند 3.08% في 2023. رغم الارتفاعات المؤقتة جراء الأزمات 8.30% في 2009، 5.62% في 2020، يشير الاتجاه العام إلى تعزيز قدرة الاقتصاد على توفير فرص عمل، وهو تحسن كبير مقارنة بالاضطرابات الاجتماعية والاقتصادية في التسعينات.

• **تركيا:** واجهت تركيا تحديا مستمرا في خفض معدلات البطالة، التي ظلت مرتفعة ومتقلبة، متجاوزة 10% في معظم سنوات الفترة. بلغت ذروتها عند 14.03% في 2009 و 13.73% في 2019. رغم الانخفاضات الأخيرة 9.39% في 2023، يعكس هذا الأداء استمرار تحديات هيكلية في سوق العمل

³⁰⁸ https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/TUR/RUS. Consulted on 11/01/2025.

التركي، وضعفا في قدرة النمو الاقتصادي على توليد فرص عمل كافية لامتناسص الداخلين الجدد إلى سوق العمل، وهو ما يمثل مشكلة مزمنة تفاقت خلال أزمات سابقة.

البيان 44: معدلات البطالة (روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.³⁰⁹

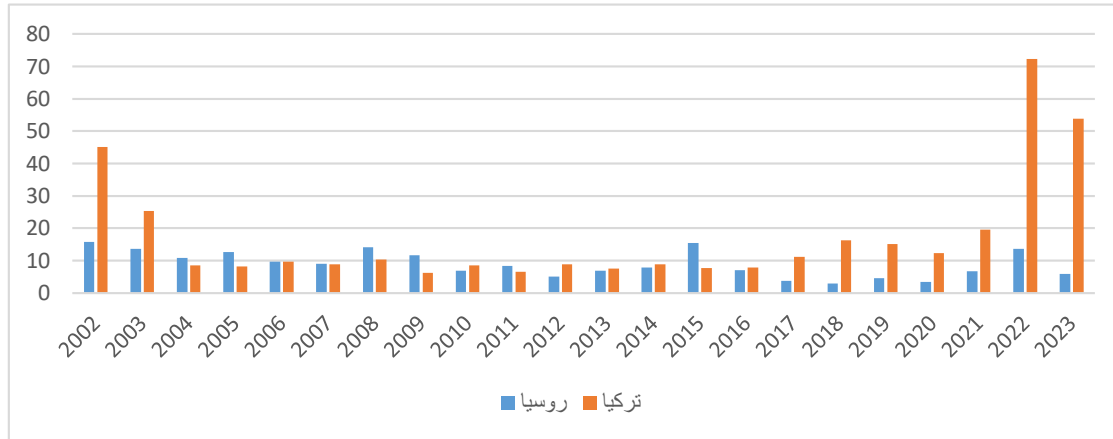
3.3.5 تقييم معدلات التضخم (مؤشر أسعار المستهلك): يقيس معدل التضخم التغير النسبي في المستوى العام لأسعار سلة من السلع والخدمات الاستهلاكية، ويعد استقراره هدفا رئيسيا للسياسة النقدية. و بالنسبة لكل من روسيا و غيره نجده في **البيان 45:**

- **روسيا:** بدأت روسيا الفترة بمعدلات تضخم مرتفعة نسبيا (15.8% في 2002)، نجحت في خفضها بشكل كبير في السنوات اللاحقة، ولكنها ظلت عرضة للتقلبات، لا سيما المرتبطة بأسعار الصرف العالمية وأسعار السلع الأولية. سجلت ارتفاعات ملحوظة في 2008، 2015، ووصلت إلى 13.7% في 2022 قبل الانخفاض إلى 5.9% في 2023. رغم أن التضخم لم يعد مفرطا كما في التسعينات، إلا أن تقلبه يشير إلى استمرار التحديات في تثبيت توقعات التضخم وإدارة السياسة النقدية في ظل الصدمات الخارجية.
- **تركيا:** تمكنت تركيا من تحقيق نجاح كبير في خفض التضخم من مستويات مفرطة 45.1% في 2002 إلى مستويات أحادية في بعض السنوات 6.3% في 2009. ومع ذلك، عادت معدلات التضخم للارتفاع التدريجي ثم المتسارع بشكل حاد في السنوات الأخيرة، لتسجل مستويات استثنائية 72.3% في 2022، 53.9% في 2023. يعد هذا الارتفاع الحاد والواسع النطاق تكرارا مقلقا لأنماط التضخم المزمن والمرتع التي سادت قبل عام 2001، ويعكس تحديات عميقة في مصداقية السياسة النقدية، إدارة سعر الصرف،

³⁰⁹ <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?locations=TR-RU>. Consulted on 16/01/2025.

والسياسات الاقتصادية الكلية بوجه عام، مما يشير إلى أن بعض الهشاشات الهيكلية المتعلقة بالاستقرار النقدي لم يتم معالجتها بشكل كامل.

البيان 45: معدلات التضخم (روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي.³¹⁰

4.3.5 مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي: (2010 = 100)

يعكس هذا المؤشر القوة التنافسية لعملة البلد في التجارة الدولية بعد تعديلها لاختلافات التضخم. ارتفاع المؤشر يعني ارتفاع القيمة الحقيقية للعملة وتدهور القدرة التنافسية السعرية، والعكس صحيح. و يوضح **البيان 46** تغييره لكل من روسيا و تركيا:

• **روسيا:** شهد مؤشر الروبل الحقيقي اتجاها صعوديا في معظم الفترة حتى 2013، مما عكس ارتفاع القيمة الحقيقية للروبل وتآكل القدرة التنافسية للصادرات غير النفطية. عانى المؤشر من انخفاض حاد بعد 2014 جراء انخفاض أسعار النفط والعقوبات، مما حسن القدرة التنافسية السعرية مؤقتا. التقلبات تعكس حساسية سعر الصرف للصدمات الخارجية، وهي مشكلة تتصل بشكل غير مباشر بالاعتماد الهيكلي على صادرات السلع الأولية التي تفاقم هشاشتها المالية في التسعينات.

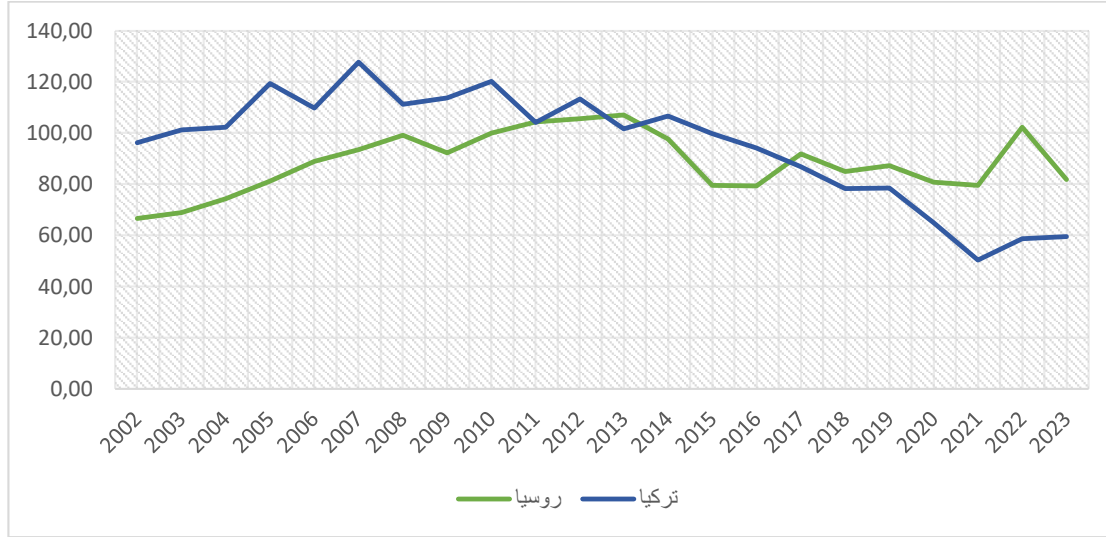
• **تركيا:** يظهر مؤشر الليرة الحقيقي اتجاها تنازليا واضحا ومستداما بعد عام 2010، لا سيما مع تسارع وتيرة الانخفاض في السنوات الأخيرة. يشير هذا إلى تدهور كبير في القيمة الحقيقية لليرة وتحسن حاد في القدرة التنافسية السعرية للصادرات. ورغم أن هذا الانخفاض قد يعزز الصادرات، إلا أنه يشكل دليلا على ضغوط كبيرة على العملة وفقدان للثقة، وهو ما يعيد للأذهان جزءا من الأزمات التي شهدتها تركيا

³¹⁰ <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/ARG%20%20D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B6%D8%AE%D9%85/TUR/RUS>. Consulted on 02/02/2025.

في التسعينات وبداية الألفية حيث كانت ضغوط سعر الصرف واللجوء إلى تخفيض القيمة جزءا من المشكلة.

البيان 46: مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي (2010 = 100)

(روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي و البنك المركزي التركي.³¹¹

5.3.5 مستويات سعر الفائدة الحقيقي: يعد سعر الفائدة الحقيقي أحد أبرز المؤشرات التي تستخدم لتقييم فعالية السياسة النقدية وأثرها على الادخار والاستثمار. فهو يعكس الفارق بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم وفقا لمعادلة فيشر، بحيث يظهر العائد الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمرون والمدخرون بعد استبعاد أثر ارتفاع الأسعار. ومن هذا المنطلق، فإن تقلبات سعر الفائدة الحقيقي تعتبر عاملا حاسما في تفسير سلوك الفاعلين الاقتصاديين، إذ إن المعدلات الموجبة تعزز جاذبية الادخار والاستثمار في الأصول المحلية، في حين أن المعدلات السالبة تقضي إلى تآكل القوة الشرائية وتشجع على تحويل المدخرات نحو عملات أو أصول أكثر أمانا. وفيما يلي، سيتم عرض وتحليل مسار سعر الفائدة الحقيقي في كل من روسيا وتركيا خلال الفترة 2002-2023 في البيان 47:

• **روسيا:** يظهر مسار سعر الفائدة الحقيقي في روسيا خلال الفترة 2002-2023 درجة عالية من التذبذب بين القيم الموجبة والسالبة، وهو ما يعكس هشاشة الإطار النقدي في مواجهة الصدمات الداخلية والخارجية. ففي بداية الفترة، تراجعت المعدلات إلى مستويات سالبة ملحوظة بلغت -7.3% سنة 2004 و-7.2%

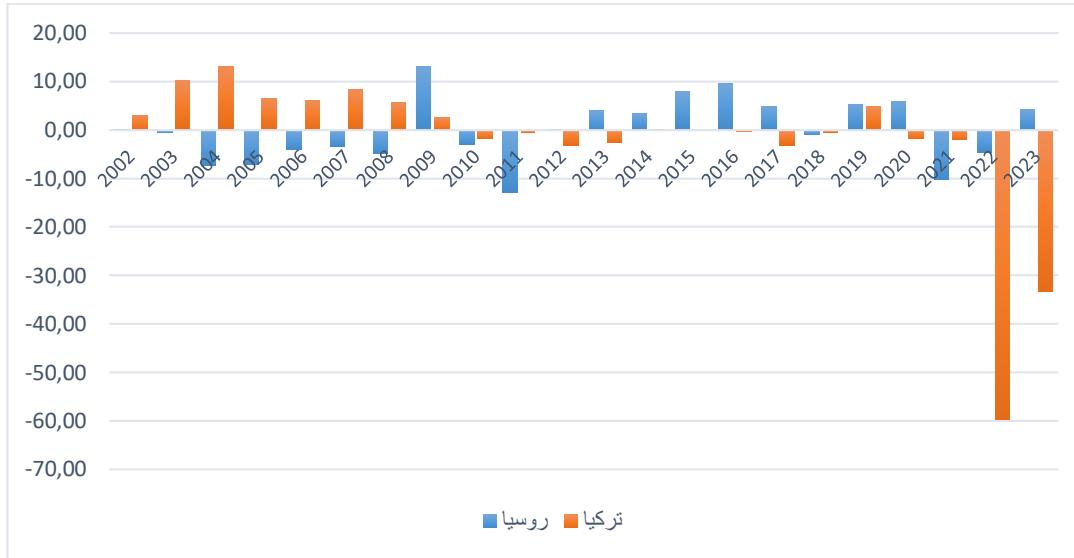
³¹¹ <https://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER?locations=RU>. Consulted on 07/02/2025.

https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket/collapse_2/5868/DataGroup/turkish/bie_rktufey/#collapse_2. Consulted on 07/02/2025.

سنة 2005، نتيجة ارتفاع معدلات التضخم بما يفوق أسعار الفائدة الاسمية، الأمر الذي أدى إلى تآكل القيمة الحقيقية للمدخرات وإضعاف الحوافز على الاستثمار. ومع الأزمة المالية العالمية، عرف الاقتصاد الروسي تحولا استثنائيا حيث قفز المعدل إلى 13% سنة 2009 بفعل الانكماش وتراجع الأسعار، ما رفع من العائد الحقيقي على الأصول النقدية. غير أن هذا الاتجاه لم يدم طويلا، إذ سرعان ما عاد المعدل إلى المنطقة السالبة سنة 2011 (-12.9%) متأثرا بعودة الضغوط التضخمية، في انسجام مع القاعدة الاقتصادية التي تفيد بأن تجاوز التضخم للفائدة الاسمية يؤدي حتما إلى فائدة حقيقية سالبة. وفي مرحلة لاحقة، وخاصة بين 2015 و2017، تمكنت السياسة النقدية من إعادة التوازن عبر تشديد ملحوظ، فبلغ المعدل +9.5% سنة 2016، قبل أن يتراجع مجددا إلى -10.2% سنة 2021 و-4.5% سنة 2022 في ظل تداعيات الجائحة والتوترات الجيوسياسية. وأخيرا، عاود الارتفاع إلى +4.25% سنة 2023، في إشارة إلى العودة نحو تشديد نقدي يهدف إلى احتواء التضخم. ومن ثم، يمكن القول إن المسار الروسي يعكس بوضوح صعوبة تحقيق استقرار نقدي مستدام في اقتصاد يعتمد بدرجة كبيرة على صادرات الطاقة ويتأثر بشدة بالتقلبات الخارجية، ما ينعكس على بيئة الادخار والاستثمار.

• **تركيا:** اتخذ مسار سعر الفائدة الحقيقي منحى مغايرا تماما، إذ استهلت الفترة بمستويات إيجابية مرتفعة نسبيا 10.2% في 2003 و13% في 2004، وهو ما عكس نجاح السياسات الإصلاحية التي أعقبت أزمة 2001 في احتواء التضخم وتعزيز جاذبية الليرة. وقد انسجم ذلك مع القاعدة الاقتصادية القائلة بأن التدفقات الرأسمالية تميل نحو الاقتصادات ذات أسعار الفائدة الحقيقية المرتفعة، الأمر الذي ساعد مؤقتا على استقطاب رؤوس الأموال. غير أن هذا التوازن بدأ يتآكل تدريجيا منذ 2009، حيث أصبحت المعدلات تميل إلى السالب في أكثر من محطة 3.2%- سنة 2012 و-3.1% سنة 2017 نتيجة تفوق التضخم على أسعار الفائدة الاسمية، بما انعكس سلبا على القوة الشرائية للأسر والمدخرات المحلية. وتفاقت الاختلالات بشكل غير مسبوق خلال الفترة 2021-2023، إذ بلغ المعدل -2% في 2021، قبل أن يتدهور إلى -59.7% في 2022 و-33.2% في 2023، وهي من أدنى المستويات على الصعيد العالمي. ويعزى ذلك إلى تبني سياسات نقدية غير تقليدية، تمثلت في الإصرار على خفض أسعار الفائدة الاسمية رغم التضخم المفرط، وهو ما يتعارض مع القاعدة الكلية التي تجسدها قاعدة تايلور والتي تشترط رفع أسعار الفائدة للحد من التضخم. وقد أدى هذا الانحراف إلى فقدان الثقة في العملة الوطنية، وتسارع ظاهرة "الدولة"، وتآكل المدخرات، بما ساهم في تقويض الاستقرار الاقتصادي الكلي للبلاد.

البيان 47: سعر الفائدة الحقيقي (روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي و قاعدة البيانات BIS.³¹²

6.3.5 تحليل الميزان الخارجي على السلع والخدمات (% من إجمالي الناتج المحلي): يمثل هذا الميزان الفارق بين قيمة صادرات الدولة و وارداتها من السلع والخدمات، ويعكس صافي المطالبة أو الالتزام للدولة تجاه بقية العالم جراء تبادل السلع والخدمات. ونجد تغييره بالنسبة لروسيا و تركيا في **البيان 48:**

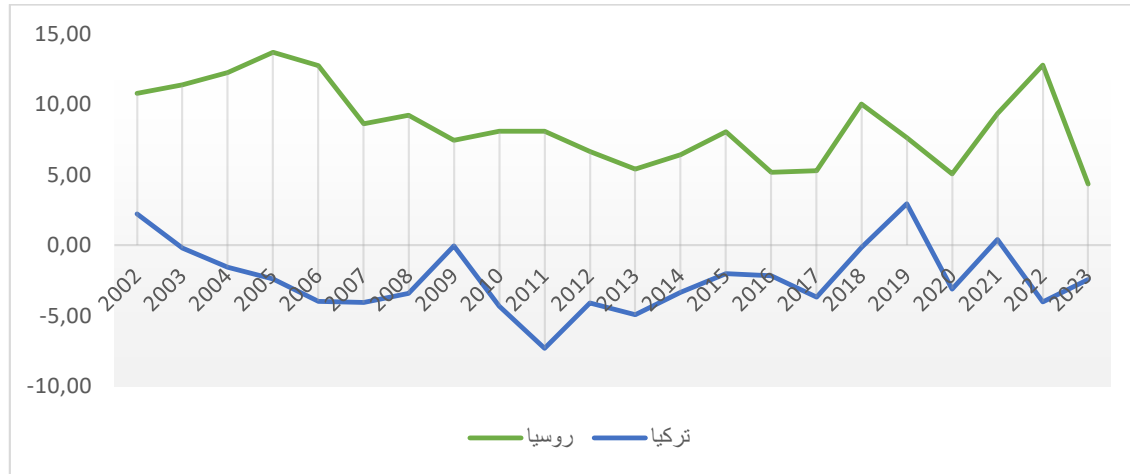
• **روسيا:** حافظت روسيا على تسجيل فوائض كبيرة ومستمرة في الميزان الخارجي على السلع والخدمات على مدار معظم الفترة، مدفوعة بقوة صادرات الطاقة. بلغت الفوائض نسبا مرتفعة من الناتج المحلي الإجمالي، مما يشير إلى أن روسيا كانت مقرضا صافيا للعالم الخارجي. يعد هذا الفائض الكبير نقطة قوة خارجية تميز الأداء الروسي في هذه الفترة مقارنة بأزمات التسعينات، ولكنه في الوقت نفسه يبرز الاعتماد الهيكلي على السلع الأولية.

• **تركيا:** على النقيض، واجهت تركيا عجزا مستمرا في الميزان الخارجي على السلع والخدمات في معظم سنوات الفترة، مما يشير إلى أن البلاد تعتمد على التمويل الخارجي لسد الفجوة بين دخلها وإنفاقها الخارجي. رغم تحقيق فائض طفيف في عامي 2019 و 2021، إلا أن العجز عاد للظهور. يشكل هذا العجز المستمر نقطة ضعف هيكلية ويجعل الاقتصاد التركي عرضة للضغوط الخارجية وتقلبات التدفقات الرأسمالية، وهو ما كان سببا رئيسيا في الأزمات المالية التي شهدتها البلاد في التسعينات وبداية الألفية. استمرار هذا النمط يشير إلى أن التحديات الهيكلية المتعلقة بتوازنات المدفوعات لم يتم حلها بشكل جذري.

³¹² <https://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.RINR?locations=RU>. Consulted on 09/02/2025.

<https://www.bis.org/statistics/cbpol/cbpol.xlsx>. Consulted on 12/02/2025.

**البيان 48: الميزان الخارجي على السلع والخدمات (% من إجمالي الناتج المحلي)
(روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023**



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.³¹³

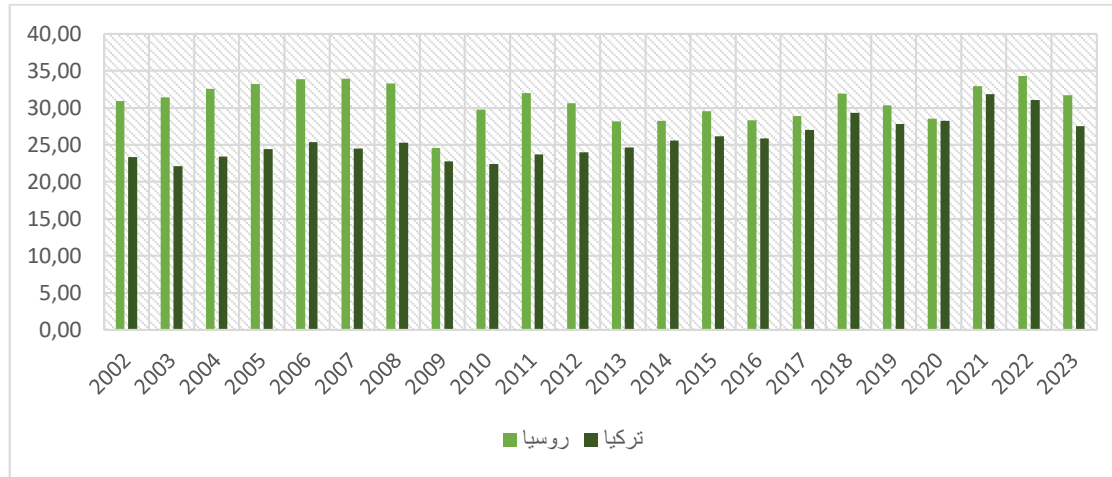
7.3.5 تقييم إجمالي الادخار المحلي (% من إجمالي الناتج المحلي): يمثل إجمالي الادخار المحلي مجموع مدخرات القطاعين العام والخاص، ويعد مصدرا رئيسيا لتمويل الاستثمار المحلي. و معطيات روسيا و تركيا يوضحها البيان 49:

• **روسيا:** أظهرت روسيا معدلات ادخار محلي مرتفعة نسبيا ومستقرة، تراوحت في الغالب بين 28% و 34% من الناتج المحلي الإجمالي. تشير هذه المعدلات إلى وجود قاعدة ادخارية قوية نسبيا قادرة على تمويل جزء كبير من الاستثمار، مما يقلل الاعتماد على الادخار الأجنبي مقارنة بفترة التسعينات حيث كان نقص الادخار المحلي وتأكله جراء التضخم المفرط مشكلة كبرى.

• **تركيا:** شهدت تركيا معدلات ادخار محلي أقل نسبيا من روسيا، وتراوحت في الغالب بين 22% و 32%. رغم التحسن في بعض الفترات، إلا أن هذه المعدلات تشير إلى الحاجة لتعزيز مستويات الادخار لتوفير تمويل كاف للاستثمار المحلي، وهو ما يتضح بشكل أكبر عند مقارنتها بمستويات الاستثمار.

³¹³ <https://data.albankaldawli.org/indicator/NE.RSB.GNFS.ZS?locations=RU-TR>. Consulted on 15/01/2025.

**البيان 49: إجمالي الادخار المحلي (% من إجمالي الناتج المحلي)
(روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023**



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.³¹⁴

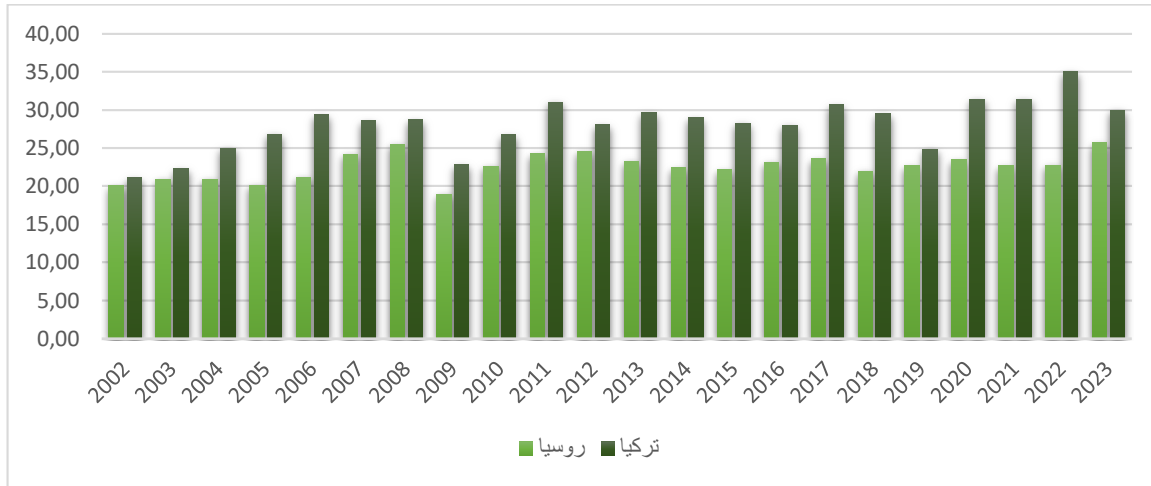
8.3.5 دراسة مستويات الاستثمار (إجمالي تكوين رأس المال الثابت): (% من إجمالي الناتج المحلي)
يمثل الاستثمار الإنفاق على الأصول الرأسمالية التي تعزز القدرة الإنتاجية المستقبلية للاقتصاد، ويعد محركاً رئيسياً للنمو طويل الأجل. و نوضحه في البيان 50:

• **روسيا:** حافظت روسيا على معدلات استثمار مستقرة نسبياً، تراوحت في الغالب بين 20% و 25% من الناتج المحلي الإجمالي، وارتفعت إلى 25.70% في 2023. تشير هذه المعدلات إلى استمرار الإنفاق الرأسمالي، على الرغم من أن التحدي يكمن في كفاءة هذا الاستثمار وتوجيهه نحو القطاعات غير النفطية لتعزيز التنويع.

• **تركيا:** أظهرت تركيا معدلات استثمار مرتفعة نسبياً ومتقلبة، متجاوزة معدلات الادخار في معظم الفترات. ارتفعت من 21.11% في 2002 إلى ذروتها عند 35.04% في 2022. يظهر هذا التزاماً بتوسيع القاعدة الإنتاجية، ولكن التقلبات في الاستثمار تشير إلى تأثره بالظروف الاقتصادية وعدم اليقين.

³¹⁴ <https://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDS.TOTL.ZS?locations=TR-RU>. Consulted on 15/01/2025.

البيان 50: إجمالي الاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي)
(روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات البنك الدولي.³¹⁵

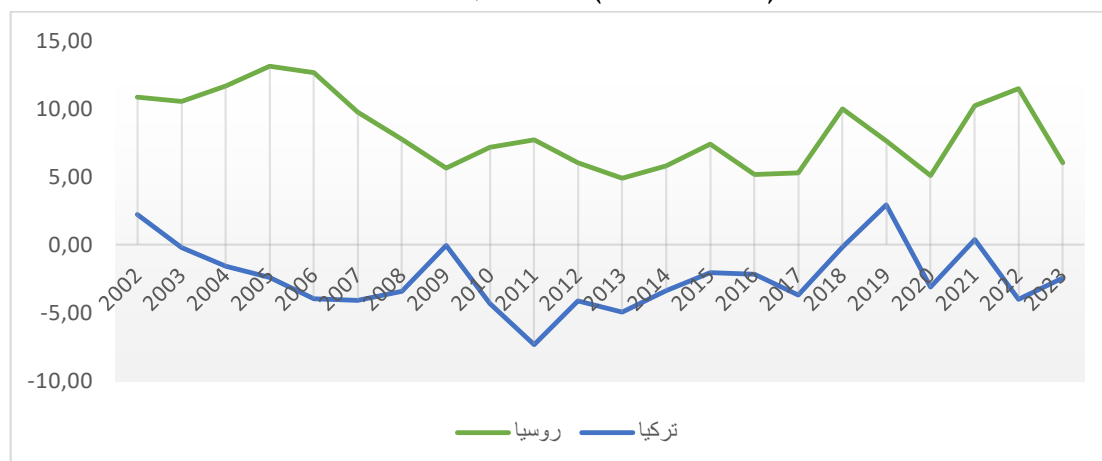
9.3.5 تحليل الفجوة بين الادخار والاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي): يمثل الفارق بين إجمالي الادخار المحلي وإجمالي الاستثمار المحلي صافي الإقراض (+) أو الاقتراض (-) الصافي للاقتصاد من العالم الخارجي، ويعادل نظريا الميزان الخارجي للحساب الجاري. و يوضح تغيره البيان 51:

• **روسيا:** سجلت روسيا باستمرار فائضا في الفارق بين الادخار والاستثمار على مدار معظم الفترة، بلغ ذروته عند 13.11% في 2005. استمر هذا الفائض حتى السنوات الأخيرة (11.47% في 2022، 6.03% في 2023)، وهو ما يتوافق تماما مع الفائض المسجل في الميزان الخارجي، ويشير إلى أن روسيا مقرض صاف للعالم الخارجي، مما يقلل من تعرضها للضغوط التمويلية الخارجية مقارنة بأزمات التسعينات. و يمكننا ذلك من القول على أنها استخلصت من دروس أزمة التسعينات.

• **تركيا:** على النقيض، واجهت تركيا باستمرار عجزا في الفارق بين الادخار والاستثمار على مدار معظم الفترة، مما يشير إلى أن الاستثمار المحلي يفوق المدخرات المحلية وأن البلاد تعتمد على التمويل الخارجي لسد هذه الفجوة. تراوح العجز في الغالب بين 1% و 7% من الناتج المحلي الإجمالي، وبلغ أكبر عجز عند -7.32% في 2011. هذا العجز يتوافق تماما مع العجز المسجل في الميزان الخارجي ويبرز حاجة تركيا المستمرة للتمويل الخارجي، مما يجعلها عرضة لتقلبات التدفقات الرأسمالية الخارجية، وهي مشكلة هيكلية كانت من بين الأسباب الرئيسية لأزماتها المالية في التسعينات وبداية الألفية، وتظهر استمرار هذه الهشاشة في الفترة اللاحقة.

³¹⁵ <https://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS?locations=TR-RU>. Consulted on 15/01/2025.

البيان 51: الفجوة بين الادخار والاستثمار (% من إجمالي الناتج المحلي)
(روسيا و تركيا) 2002 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات الادخار و الاستثمار السابقين.

خلاصة:

يتناول هذا الفصل توازنات الاقتصاد الكلي من خلال مسارين متكاملين: إطار نظري وتحليل تطبيقي. بدأ بشرح الهوية التي تربط بين الادخار، الاستثمار، والميزان الخارجي، موضحاً كيف تعكس هذه العلاقة تفاعلات القطاعات الاقتصادية وتموضع الاقتصاد ضمن السياق العالمي، خاصة من حيث تمويل الفائض أو العجز. استناداً إلى هذا الأساس النظري، تم إجراء تحليل شامل لعشر اقتصادات ناشئة من مناطق مختلفة خلال الفترة 2002-2023، بهدف استكشاف أنماط التوازنات الكلية وتباين أدائها في ظل تحديات داخلية وخارجية متغيرة.

في أمريكا اللاتينية، كشفت دراسة الأرجنتين، البرازيل، والمكسيك عن استمرار مظاهر الاختلال البنيوي. فقد ظلت الأرجنتين عرضة للتضخم وعدم الاستقرار المالي، بينما استقرت المكسيك نسبياً رغم هشاشتها الخارجية. أما البرازيل، فرغم إصلاحات مؤسسية، لم تتجاوز بعد التقلبات الدورية والعجز في تحقيق استقرار نقدي دائم.

في المقابل، أبرز تحليل اقتصادات شرق آسيا تحسناً واضحاً في الاستقرار الاقتصادي بعد أزمة 1997-1998، خصوصاً بفضل الإصلاحات العميقة في أنظمة الصرف والسياسات النقدية والمالية. وتبرز كوريا الجنوبية كحالة نموذجية للنضج الاقتصادي، إذ استطاعت تجاوز آثار الأزمة السابقة بشكل كامل، وحققت استقراراً في مؤشرات الاقتصاد الكلي مدعوماً بقاعدة إنتاجية متطورة، قدرة تنافسية عالية، وفعالية في إدارة السياسات الاقتصادية. أما باقي الدول (إندونيسيا، ماليزيا، تايلند، الفلبين)، فقد حسنت من قدرتها على مواجهة الصدمات، رغم استمرار بعض مواطن الضعف مثل العجز الجاري أو تقلبات الاستثمار.

أما في حالة روسيا وتركيا، فيظهر التحليل استمرار هشاشة هيكلية رغم فترات من التعافي. فروسيا استفادت من فوائض خارجية لكنها لا تزال تعتمد بشكل مفرط على صادرات الطاقة، بينما عادت تركيا إلى اختلالات مألوفة كالتضخم العالي وعجز الحساب الجاري، مما يعكس ضعف مصداقية السياسات الاقتصادية والحاجة الماسة إلى إصلاحات هيكلية أكثر عمقاً لضمان استدامة النمو والاستقرار.

الفصل الثالث:

دراسة قياسية لتأثير المتغيرات الكلية على النمو الاقتصادي
للدول الناشئة

تمهيد:

يشكل هذا الفصل حلقة أساسية ضمن هذا العمل البحثي، حيث يسعى إلى الربط بين ما ورد في الأدبيات السابقة حول الأزمات المالية التي عصفت بعدد من الدول الناشئة في التسعينات، وبين تحليل قياسي حديث يرصد أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على النمو الاقتصادي خلال فترة ما بعد الأزمات، الممتدة من 2002 إلى 2023. وقد تم تنظيم هذا الفصل في محورين متكاملين: مراجعة الأدبيات، والتحليل القياسي.

في القسم الأول، تم استعراض مجموعة من الدراسات السابقة التي انقسمت إلى محورين أساسيين: الأول، دراسات تناولت أسباب الأزمات المالية التي عرفتها الدول الناشئة خلال التسعينات، مع التركيز على اختلالات التوازنات الكلية، هشاشة الأنظمة المالية، وأوجه القصور في السياسات النقدية والمالية. أما المحور الثاني، فقد شمل الدراسات التي ركزت على الفترة اللاحقة للأزمات، خصوصاً بعد عام 2002، والتي تطرقت إلى آثار الإصلاحات الهيكلية والنقدية على الأداء الاقتصادي، ومدى استعادة الاستقرار والنمو.

في القسم الثاني من الفصل، تم إجراء دراسة قياسية شاملة لقياس أثر عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل البطالة، سعر الصرف الحقيقي، وفجوة الادخار والاستثمار) على نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في عشر دول ناشئة كانت قد تعرضت لأزمات حادة خلال التسعينات، وهي: الأرجنتين، البرازيل، المكسيك، روسيا، تركيا، تايلند، كوريا الجنوبية، إندونيسيا، الفلبين، وماليزيا. وقد تم استخدام نماذج الانحدار المربعات الصغرى المعدل بالكامل (*Fully Modified OLS – FMOLS*)، باستخدام بيانات سنوية تغطي الفترة 2002–2023، وذلك بهدف اختبار دلالة وتأثير كل متغير على النمو، وقراءة النتائج في ضوء محددات النمو في المدى الطويل للدول محل الدراسة و عرضتها للأزمات.

1. الدراسات السابقة:

نظرا لكون هذا البحث يتمحور حول محورين رئيسيين: أولا، فهم طبيعة الأزمات المالية التي واجهتها الدول الناشئة خلال عقد التسعينات، وثانيا، تحليل الأثر طويل الأمد لهذه الأزمات على اقتصادات هذه الدول وعلى السياسات الإصلاحية المعتمدة في مرحلة ما بعد الأزمة، وبوجه خاص مدى تحسن مؤشرات الاقتصاد الكلي والتوازنات الاقتصادية بعد عام 2002؛ فقد تم الاستناد إلى فئتين متكاملتين من الدراسات السابقة.

تضم الفئة الأولى دراسات تناولت بالتحليل التاريخي والنظري أزمات التسعينات في الدول الناشئة، من حيث أسبابها البنوية والتمويلية، وآليات انتقال العدوى، وأدوار المؤسسات الدولية في احتوائها. أما الفئة الثانية، فتركزت على تقييم مسار الإصلاحات الاقتصادية ومدى فعالية السياسات المعتمدة في إعادة الاستقرار الاقتصادي، مع تحليل تطور مؤشرات الاقتصاد الكلي خلال الفترة الممتدة من 2002 فصاعدا، وذلك بهدف قياس مدى استعادة التوازنات الداخلية والخارجية في أعقاب الأزمات.

و هم كالآتي:

1.1 الدراسات السابقة المفسرة للأزمات المالية للدول الناشئة في التسعينات: توجد دراسات عديدة تطرقت للأزمات المالية للدول الناشئة و تفسير أسبابها، آثارها و أهم الإصلاحات، و قد استعنا بها في الفصل الأول، نذكر من بينها:

• دراسة **Paul Krugman (1979)** تعد من الأعمال الرائدة في الأدبيات النظرية لأزمات ميزان المدفوعات، وقد أرست الأساس لما أصبح يعرف لاحقا بنماذج الجيل الأول للأزمات المالية. قدم كروغمان نموذجا تحليليا يظهر كيف أن السياسات المالية غير المستدامة خاصة تمويل العجز الحكومي عبر التوسع النقدي تؤدي إلى استنزاف تدريجي لاحتياطيات النقد الأجنبي في ظل نظام سعر صرف ثابت. ومع بلوغ الاحتياطيات مستويات منخفضة، يتوقع المضاربون حدوث انهيار وشيك للعملة، ما يدفعهم إلى شن هجوم مضاربي مسبق، يؤدي إلى انهيار فجائي في النظام ويجبر السلطات النقدية على التخلي عن تثبيت سعر الصرف.

تكمن الأهمية النظرية لهذا النموذج في تفسيره للأزمات باعتبارها نتيجة حتمية لتناقض داخلي بين السياسة المالية وسعر الصرف الثابت، وليس كنتيجة لعوامل خارجية مفاجئة أو تقلبات غير عقلانية في الأسواق. وقد ساهم هذا الإطار التحليلي في تفسير عدد من أزمات الدول النامية في الثمانينات، مثل أزمة المكسيك في 1982، وأصبح مرجعا أساسيا في تحليل قابلية استدامة السياسات الاقتصادية الكلية. كما مهد الطريق

لتطوير نماذج أكثر تطوراً لاحقاً، تأخذ في الاعتبار دور التوقعات، الذعر المالي، والأزمات البنكية، كما هو الحال في نماذج الجيلين الثاني والثالث.³¹⁶

• تعد دراسة **Feldstein و Horioka (1980)** من أوائل الدراسات التي بحثت في العلاقة بين الادخار المحلي والاستثمار الوطني، والمعروفة لاحقاً بـ"مفارقة فيلدستاين-هوريوكا". اعتمد الباحثان على بيانات مقطعية لـ 16 دولة صناعية وناشئة خلال الفترة 1960-1974، مستخدمين أسلوب الانحدار الخطي البسيط لتقدير درجة الترابط بين معدلات الادخار والاستثمار. وأظهرت النتائج أن ضعف الارتباط بينهما يعكس ارتفاع درجة الانفتاح المالي، مما يجعل الدول أكثر عرضة لتقلبات تدفقات رؤوس الأموال. وقد بينت الدراسة أن دولاً ناشئة مثل كوريا الجنوبية والبرازيل تظهر حساسية أكبر لهذه التقلبات مقارنة بالدول المتقدمة، ما يفسر هشاشتها في مواجهة الصدمات المالية العالمية.³¹⁷

• تقدم دراسة **Flood and Garber (1984)** نموذجاً نظرياً لتحليل انهيار أنظمة أسعار الصرف الثابتة، ضمن ما يعرف بنماذج الجيل الأول لأزمات ميزان المدفوعات. يوضح النموذج أن السياسات المالية غير المستدامة، لا سيما تمويل العجز عبر التوسع النقدي، تؤدي تدريجياً إلى استنزاف احتياطات النقد الأجنبي، مما يجعل انهيار سعر الصرف أمراً متوقعاً في إطار التوقعات العقلانية للمضاربين. وتكمن أهمية الدراسة في استخدامها لأمثلة خطية وديناميكية زمنية لتحديد توقيت الأزمة بشكل دقيق.

ساهمت هذه الدراسة في ترسيخ الفهم بأن أزمات سعر الصرف لا تحدث فجأة أو نتيجة عوامل نفسية فقط، بل هي نتيجة منطقية لتناقض داخلي في السياسات الاقتصادية. كما شكلت مرجعاً أساسياً في تفسير الأزمات التي عرفت دول أمريكا اللاتينية في الثمانينات، ومهدت الطريق لنماذج أكثر تطوراً تناولت أبعاداً جديدة كدور التوقعات المتعددة وأزمات القطاع المالي.³¹⁸

• دراسة **Obstfeld (1996)** تمثل تحولاً جوهرياً في تحليل أزمات العملة، حيث وضعت الأساس لما يعرف بنماذج الجيل الثاني لأزمات سعر الصرف. بخلاف نماذج الجيل الأول التي تفسر الأزمة كنتيجة حتمية لاختلالات بنيوية في السياسات المالية أو النقدية، يقترح أوبستفيلد أن التوقعات الذاتية للمستثمرين يمكن أن تؤدي إلى نشوء الأزمة حتى في ظل سياسات تبدو من حيث المبدأ قابلة للاستمرار. وفقاً لهذا النموذج، يمكن أن تتخلى الحكومة عن نظام سعر الصرف الثابت إذا اعتقدت أن كلفة الدفاع عنه (من

³¹⁶ Krugman, "A Model of Balance-of-Payments Crises," 311-325.

³¹⁷ Martin Feldstein and Charles Horioka, "Domestic Saving and International Capital Flows," *Economic Journal* 90, no. 358 (1980): 314-329, <https://doi.org/10.2307/2231790>.

³¹⁸ Robert P. Flood and Peter M. Garber, "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples," *Journal of International Economics* 17, no. 1-2 (1984): 1-13. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(84\)90002-3](https://doi.org/10.1016/0022-1996(84)90002-3)

حيث البطالة أو الانكماش النقدي) أصبحت غير مقبولة سياسيا، وهو ما قد تسببه التوقعات السلبية للأسواق نفسها، فتتحقق بذلك نبوءة الأزمة ذاتيا.

تتبع أهمية هذا النموذج من كونه يدخل عنصر "تعدد التوازنات" في تفسير أزمات العملة، ما يعني أن الاقتصاد قد يكون في وضع مستقر ما لم تتغير توقعات الفاعلين في الأسواق. وقد أتاح هذا التفسير فهما أعمق لأزمات تسعينات القرن العشرين، مثل أزمة آلية الصرف الأوروبية (1992-1993) وأزمة البيزو المكسيكي (1994)، حيث لم تكن المؤشرات الاقتصادية الكلية كافية لتفسير الانهيار، بل كان العامل الحاسم هو فقدان الثقة وتغير توقعات المستثمرين. وبهذا، تشكل دراسة Obstfeld مرجعا أساسيا لفهم الطبيعة المعقدة للأزمات الحديثة التي تتجاوز التفسيرات الخطية والميكانيكية التقليدية.³¹⁹

• في دراسة **Mishkin, Frederic S (1996)**، يقدم إطارا نظريا لفهم الأزمات المالية من منظور الدول النامية، مع التركيز على الأبعاد المؤسسية والمعلوماتية التي تميز هذه الأزمات. ويؤكد أن اختلال تدفق المعلومات بين المقرضين والمقرضين، خاصة في بيئات تعاني من ضعف الشفافية والرقابة، يؤدي إلى تفاقم ظواهر مثل المخاطر الأخلاقية والاختيار العكسي، مما يضعف قدرة النظام المالي على تخصيص الموارد بكفاءة. ويرى مشكن أن هذه المشاكل تتفاقم في الدول الناشئة التي تعتمد بشكل مفرط على رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل، وتفتقر إلى بنى مؤسسية قوية، ما يجعلها عرضة لتقلبات الأسواق الدولية وأزمات الثقة المفاجئة.

وتبرز أهمية هذا التحليل في تفسير الأزمات التي شهدتها عدة دول ناشئة في التسعينات، مثل أزمة المكسيك (1994)، وآسيا الشرقية (1997)، روسيا (1998) والبرازيل (1999)، حيث لعبت عوامل مثل تحرير الأسواق المالية السريع دون تأمين بيئة تنظيمية مناسبة، وربط العملة بسعر صرف جامد، دورا محوريا في تعميق هشاشة هذه الاقتصادات. ويوصي مشكن بجملة من السياسات الوقائية، منها ضرورة بناء إطار رقابي متين قبل المضي في التحرير المالي، وتعزيز الشفافية في النظام المصرفي، وضمان استقلالية البنوك المركزية، لا سيما في الدول النامية التي تتسم بهشاشة هيكلية ومؤسسية. وتعد هذه الدراسة من المساهمات الجوهرية لفهم الطابع البنوي للأزمات في الدول الناشئة، وربطها بإشكاليات المعلومات والحوكمة الاقتصادية.³²⁰

• في دراسة حول أزمة البيزو المكسيكي (1994-1995)، تسلط **Jones, Stephany Griffith (1997)** الضوء على الجذور البنوية والمالية للأزمة، معتبرة أنها تمثل مثالا واضحا على هشاشة

³¹⁹ Maurice Obstfeld, "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features," 1037-1047.

³²⁰ Frederic S. Mishkin, *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*, National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 5600, 1996.

الاقتصادات الناشئة في ظل انفتاح مالي غير مدعوم بإصلاحات مؤسساتية كافية. تشير الدراسة إلى أن تحرير حساب رأس المال وتدفقات الأموال قصيرة الأجل، دون رقابة أو توجيه استثماري فعال، أدى إلى تراكم اختلالات خطيرة، خصوصاً في ظل سعر صرف شبه ثابت ومبالغ في تقييمه. وقد ساهم ضعف الشفافية، والافتقار إلى نظم رقابية متطورة، والتقايس عن الاستجابة للمؤشرات التحذيرية، في تضخيم حجم الأزمة، والتي انعكست بسرعة على القطاع المصرفي والاستقرار الاجتماعي.

وتبرز الدراسة كمرجع مهم لفهم خصوصية الأزمات في الدول الناشئة، حيث أكدت غريفيث جونز على أن الاعتماد المفرط على رؤوس الأموال الأجنبية، في غياب سياسات إدارة اقتصادية حذرة، يجعل هذه البلدان عرضة لتقلبات السوق العالمية. وتخلص الدراسة إلى ضرورة اعتماد أطر تنظيمية مرنة لكنها صارمة في ذات الوقت، تسمح بتحقيق التوازن بين الاستفادة من العولمة المالية وتقليص مخاطرها. كما تدعو إلى إعادة التفكير في سياسات الانفتاح المالي التي تُقرض غالباً دون مراعاة القدرات المؤسسية المحلية، وهو ما يجعل هذه المساهمة ذات أهمية تحليلية وتطبيقية في سياق مقارن يشمل دولاً ناشئة أخرى مثل الأرجنتين، إندونيسيا، والبرازيل.³²¹

• في دراسة **Goldstein و Turner (1998)**، يقدمان تحليلاً معمقاً لجذور الأزمات المصرفية في الاقتصادات الناشئة خلال التسعينات، مسلطين الضوء على التفاعل بين العوامل البنوية المحلية والصدمات الخارجية. ويرى الباحثان أن العديد من هذه الأزمات نشأ عن تحرير مالي مفرط وغير منظم، رافقه ضعف في البنية الرقابية وسوء إدارة المخاطر داخل البنوك. وقد أدت موجات من التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل إلى تضخم سريع في الائتمان، في بيئة تقتصر على أدوات رقابة كافية، مما مهد لانفجار الأزمات المصرفية لاحقاً. وتستشهد الدراسة بأزمات المكسيك (1994) وآسيا الشرقية (1997) كنماذج لأزمات نشأت في ظل اختلالات مزدوجة: داخلية (نمو ائتماني غير مستدام) وخارجية (انعكاس مفاجئ في تدفقات رؤوس الأموال).

وتكمن مساهمة الدراسة في إبرازها أن الأنظمة المصرفية في الدول الناشئة غالباً ما تعاني من هشاشة هيكلية تجعلها عرضة للأزمات النظامية، خصوصاً في ظل انفتاح مالي غير مصحوب بإصلاحات مؤسسية. ويقترح المؤلفان مجموعة من السياسات الكفيلة بتعزيز صلابة القطاع المصرفي، منها: تحسين الإشراف المصرفي، تقوية ممارسات الحوكمة داخل البنوك، وتطوير أدوات إدارة السيولة. كما يؤكدان أهمية التنسيق بين السياسات النقدية والمالية لضمان الاستقرار الكلي، داعيين إلى إصلاحات هيكلية طويلة

³²¹ Stephany Griffith Jones, *Causes and Lessons of the Mexican Peso Crisis*, The United Nations University, WIDER-World Institute for Development Economic Research, Working Paper no. 132, 1997.

الأمد بدلا من الحلول المؤقتة. وتعد هذه الدراسة من الأعمال الأساسية في أدبيات أزمات البنوك في الأسواق الناشئة، لما توفره من تحليل متوازن بين الاعتبارات النظرية والتجريبية، ولقيمتها التطبيقية في صياغة السياسات الوقائية.³²²

• في دراسة **Mametz و Drosy، Cartapanis (1998)** قام الباحثون بتحليل الأزمات النقدية في مجموعة من الدول الناشئة بهدف اختبار فعالية مؤشرات هشاشة الاقتصاد في التنبؤ بانفجار أزمات سعر الصرف. اعتمدت الدراسة على عينة دول من أمريكا اللاتينية و من آسيا، خلال الفترة الممتدة من 1971 إلى 1997. واستند الباحثون إلى أداة تحليل كمية قائمة على نموذجين: الأول يعرف بـ "نموذج الهشاشة الأحادية" الذي يربط احتمال وقوع الأزمة بمؤشر واحد رئيسي (مثل الاحتياطات، أو النمو النقدي)، والثاني "نموذج عدم الاستدامة المتعددة"، الذي يدمج عدة مؤشرات في آن واحد لتقييم مدى هشاشة الاقتصاد تجاه أزمة عملة. وقد أظهرت النتائج أن بعض المؤشرات الكلاسيكية (مثل تدهور الاحتياطات أو ارتفاع الدين الخارجي) كانت فعالة في التنبؤ بالأزمات في أمريكا اللاتينية، لكنها فشلت في تفسير الانهيارات المفاجئة التي شهدتها الدول الآسيوية.

يرى الباحثون أن هذه الفجوة في القدرة التفسيرية تعود إلى الطبيعة المختلفة للأزمات في آسيا، حيث لعبت العوامل التوقعية والمضاربة المالية الجماعية دورا محوريا في إشعال الأزمة، أكثر من العوامل الاقتصادية الكلية الظاهرة. من هذا المنطلق، شددت الدراسة على ضرورة تجاوز النماذج التفسيرية التقليدية التي تقتصر على المؤشرات البنوية، والدعوة إلى تبني نماذج إنذار مبكر تأخذ بعين الاعتبار التفاعلات الديناميكية بين سلوك الأسواق والمؤشرات الاقتصادية. وتكمن أهمية هذه الدراسة في مساهمتها في إثراء الأدبيات النظرية حول الأزمات من خلال الدمج بين التحليل الكمي التجريبي والمنظور المؤسسي- السلوكي، ما يجعلها مرجعا أساسيا لفهم تباين أنماط الأزمات بين المناطق الجغرافية والسياقات الاقتصادية المختلفة.³²³

• تعد دراسة **Krugman (1999)** من أبرز الإسهامات النظرية التي أرست أسس ما يعرف بنماذج الجيل الثالث لأزمات العملة والقطاع المالي. وقد جاءت هذه الدراسة استجابة للتعقيدات التي كشفت عنها الأزمة الآسيوية في أواخر التسعينات، حيث لم تُعد نماذج الأزمات القائمة، التي تركز على اختلالات الحساب الجاري أو التوقعات الذاتية، كافية لتفسير الانهيار العميق الذي طال القطاع المالي والنشاط الاقتصادي الحقيقي. في هذا السياق، أبرز كروغمان أهمية "مشكلات الميزانيات العمومية"، حيث يؤدي

³²² Morris Goldstein and Philip Turner, *Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options* (Bank for International Settlements, 1998). SSRN 52074.

³²³ André Cartapanis et al., "Crises de Change et Indicateurs de Vulnérabilité: Le Cas des Pays Émergents d'Amérique Latine et d'Asie," *Économie Internationale* 76, no. 4 (1998): 69-93.

الانخفاض الحاد في سعر الصرف إلى تضخيم عبء الديون الخارجية المقومة بعملات أجنبية، ما يتسبب في إفلاس واسع النطاق للمؤسسات الخاصة وانكماش ائتماني يضرب الاقتصاد.

وقد بينت الدراسة أن انخفاض سعر الصرف، الذي يفترض في الأدبيات التقليدية أنه أداة تصحيح تلقائي للتوازن الخارجي، قد يتحول في ظل انكشاف مالي خارجي كبير إلى عامل تفاقم للأزمة. وبهذا المعنى، تقترح الدراسة نموذجاً تفاعلياً يربط بين سعر الصرف، ميزانيات البنوك والشركات، والاستقرار المالي الداخلي، بما يسمح بفهم أعمق لطبيعة الأزمات المعقدة في الأسواق الناشئة. وتعد هذه المقاربة خطوة متقدمة في تحليل الأزمات، لأنها تمزج بين الأبعاد الحقيقية والمالية والنقدية، وتسלט الضوء على أهمية الرقابة على المديونية بالعملة الأجنبية ومخاطر التلازم بين أزمة العملة والأزمة المصرفية.³²⁴

• دراسة **Corsetti, Pesenti & Roubini (1999)** تعد من أبرز التحليلات الاقتصادية التي تناولت الأزمة الآسيوية بمنهجية تجمع بين الطرح النظري والبعد التطبيقي، وهي من الدراسات المؤسسة لما يعرف بنماذج الجيل الثالث للأزمات المالية. يرى المؤلفون أن الأزمة لم تكن نتيجة لعجز ميزان المدفوعات فحسب، بل نتيجة تراكم اختلالات عميقة في الميزانيات العمومية للقطاع الخاص، وانكشاف واسع على الديون الخارجية القصيرة الأجل المقومة بالعملات الأجنبية، في ظل بيئة مؤسسية تتسم بضعف الرقابة المصرفية وسوء تخصيص الموارد. هذا التداخل بين الاختلالات الداخلية والانكشاف الخارجي جعل من تخفيض سعر الصرف عاملاً مفاقماً للأزمة بدلاً من كونه آلية للتصحيح، حيث أدى إلى تدهور شديد في ملاءة الشركات والبنوك، وبالتالي إلى انكماش اقتصادي حاد.

أبرزت الدراسة أيضاً أهمية التوقعات ودورها في تعميق الأزمة من خلال آليات ذاتية التحقق، إلى جانب نقدها للاستجابات السياسية الدولية، لا سيما تلك الصادرة عن صندوق النقد الدولي، والتي وصفت بأنها شديدة التقشف وغير متكيفة مع طبيعة الأزمة. وقد بينت أن الإجراءات الإصلاحية التي فرضت ساهمت في تعميق الركود بدل احتوائه، مشددة على الحاجة إلى أطر مؤسسية أكثر مرونة، وتحسين الحوكمة، والحد من انكشاف القطاع المالي على العملة الأجنبية. وبذلك، تقدم هذه الدراسة كنموذج تحليلي متكامل يفسر الأزمات المالية المعاصرة على ضوء التفاعلات المعقدة بين السياسة الاقتصادية، البنية المالية، وسلوك الأسواق.³²⁵

• دراسة **Chang & Velasco (1999)** تعتبر من الإسهامات النظرية البارزة في تحليل الأزمات المالية التي شهدتها الدول الناشئة خلال التسعينات، وخاصة في أمريكا اللاتينية وآسيا. قدم الكاتبان

³²⁴ Krugman, "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises," 459-472.

³²⁵ Giancarlo Corsetti et al., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," *Japan and the World Economy* 11, no. 3 (1999): 305-373.

نموذجاً متكاملًا يركز على أزمات السيولة قصيرة الأجل باعتبارها أحد المحركات المركزية لانهايار الأنظمة المالية في هذه الدول، حتى في غياب مشكلات هيكلية تتعلق بالملاءة. ويبين النموذج أن الانكشاف الكبير على التمويل الخارجي قصير الأجل، وضعف الاحتياطات الدولية، وسهولة سحب الودائع من البنوك المحلية، تؤدي إلى أزمات فجائية يمكن أن تطال حتى الاقتصادات التي تبدو في ظاهرها مستقرة. وقد أوضح الكاتبان أن هذا النمط من الأزمات، كما في حالة كوريا الجنوبية وإندونيسيا خلال أزمة 1997، لا ينتج عن عجز مالي مباشر، بل عن اختناق في السيولة يمنع البنوك من تلبية التزاماتها، مما يؤدي إلى انهيار الثقة وانفلات سعر الصرف.

وقد دعت إلى إعادة تصميم أطر التدخل النقدي والمالي في الدول الناشئة بما يضمن توفير أدوات وقائية فعالة ضد الذعر المالي. واقترح الكاتبان أن تكون البنوك المركزية مجهزة بخطط ائتمان طارئة دولية، وأن تعزز الرقابة على مكونات الدين الخارجي، لا سيما القصير الأجل منه. كما شددت الدراسة على أن الإصلاحات الهيكلية وحدها غير كافية إذا لم تكن مصحوبة بإصلاح مؤسسي للنظام المالي، مما يجعلها مرجعا نظريا وتطبيقيا هاما لفهم وتقادي الأزمات المالية في الاقتصادات الناشئة.³²⁶

• في دراسة صادرة عن صندوق النقد الدولي في (1999) يعرض **Bijan B. Aghevli** تحليلًا معمقًا لأسباب أزمة شرق آسيا عام 1997، مع تقييم شامل لأوجه الخلل البنيوي في اقتصادات المنطقة. يركز الكاتب على الدور المحوري الذي لعبه الانفتاح المالي غير المنظم، خاصة من خلال تدفق رؤوس أموال قصيرة الأجل مقومة بالعملات الأجنبية إلى قطاعات غير منتجة، في ظل ضعف الرقابة المصرفية وانعدام الشفافية. كما يشير إلى أن التمسك بنظم أسعار صرف شبه ثابتة قد ساهم في تعميق الأزمة، حيث عرض الاقتصادات لصدمات خارجية حادة بمجرد تراجع ثقة المستثمرين الأجانب، ما أدى إلى هروب سريع لرؤوس الأموال وانهيار حاد في أسعار الصرف.

ويقترح Aghevli مجموعة من "العلاجات" الهيكلية التي تركز على تعزيز الرقابة المصرفية، وتبني نظم صرف أكثر مرونة، إلى جانب تحسين شفافية السياسات الاقتصادية والمالية. كما يشدد على أن تحرير الحساب الرأسمالي يجب أن يكون مصحوبًا بإصلاح مؤسسي واسع النطاق يضمن صلاية النظام المالي، خاصة في ما يتعلق بإدارة مخاطر الديون قصيرة الأجل. وتكمن أهمية هذه الدراسة في كونها تسلط الضوء

³²⁶ Roberto Chang and Andres Velasco, "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy," *NBER Macroeconomics Annual* 14 (1999): 11-58.

على التفاعل بين العوامل الداخلية (كضعف المؤسسات المالية) والخارجية (كردة فعل الأسواق)، ما يجعلها مرجعاً أساسياً لفهم ديناميات الأزمات في الدول الناشئة وأسس الوقاية منها.³²⁷

• دراسة **Radelet و Sachs (1999)**، تعتبر من المحاولات التحليلية الرائدة التي سعت إلى تفسير ديناميات أزمة شرق آسيا 1997 من منظور مغاير للسردية التقليدية لصندوق النقد الدولي. يجادل الكاتبان بأن الأزمة لم تكن ناتجة فقط عن اختلالات الاقتصاد الكلي أو السياسات المالية الخاطئة، بل كانت في جوهرها أزمة "ثقة" غدتها ردود فعل الأسواق المالية الدولية، إذ أدى الذعر المفاجئ بين الدائنين إلى سحب جماعي لرؤوس الأموال، في ظل ضعف قدرة الدول الآسيوية على تلبية التزاماتها قصيرة الأجل المقومة بالعملة الأجنبية. ويرى الباحثان أن الأزمة كانت نتيجة هشاشة بنيوية في النظام المالي العالمي، حيث فاق تدفق رؤوس الأموال القصيرة الأجل قدرة المؤسسات المحلية على إدارتها بفعالية، مما عمق فجوة التمويل وعجل بانتهاء سعر الصرف في عدة بلدان مثل تايلاند وإندونيسيا وكوريا الجنوبية.

وفي تقييمهما لتدخلات صندوق النقد الدولي، ينتقد **Radelet و Sachs** السياسات التقشفية التي رافقت برامج الإنقاذ، خاصة ما يتعلق برفع أسعار الفائدة بشكل مفرط، والذي ساهم في تعميق الانكماش وزعزعة الاستقرار المصرفي، خصوصاً في إندونيسيا. وبدلاً من التركيز على الانكماش النقدي والمالي، يدعو الباحثان إلى اعتماد نهج أكثر تدرجاً يقوم على إعادة جدولة الديون قصيرة الأجل، وتحقيق توازن بين استقرار سعر الصرف والحفاظ على الدينامية الاقتصادية. وتكمن أهمية هذه الدراسة في أنها نقلت النقاش من الإدانة الحصرية للسياسات المحلية نحو نقد متوازن يحمل جزءاً من المسؤولية للآليات الدولية المنظمة للتدفقات المالية، مما يجعلها مساهمة أساسية في التفكير في إصلاح هيكل النظام المالي العالمي.³²⁸

• دراسة **Kaminsky (1999)** تعد من بين الأعمال الرائدة في ميدان التنبؤ بالأزمات المالية في الدول الناشئة، حيث قامت الباحثة بتحليل عدد كبير من الأزمات المصرفية وأزمات العملة في عدة دول ناشئة. هدفت الدراسة إلى بناء نموذج إنذار مبكر يمكن من خلاله الكشف عن الإشارات التحذيرية للأزمات قبل وقوعها بمدة زمنية كافية، ما يسمح باتخاذ تدابير وقائية. اعتمدت **Kaminsky** على أداة كمية تُعرف بـ"نظام المؤشرات المبكرة"، والذي يقوم على تتبع سلوك مجموعة من المؤشرات الاقتصادية الكلية في الفترة السابقة للأزمة، مثل: انخفاض الاحتياطيات الدولية، تدهور الميزان التجاري، تسارع نمو الكتلة النقدية، ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، وتذبذب سعر الصرف الحقيقي. وقد بيّنت النتائج أن أغلب الأزمات تسبق

³²⁷ B. Aghevli, "La Crise Asiatique: Causes et Remèdes," *Finance et Développement*, Fonds Monétaire International, 1999, 28-31.

³²⁸ Steven Radelet and Jeffrey Sachs, *What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?* (Harvard Institute for International Development, 1999),

بفترة تتراوح بين 6 إلى 18 شهرا من اختلالات قابلة للرصد في هذه المؤشرات، مما يعزز مصداقية النظام المقترح كأداة للتنبؤ المبكر.

وقد تميزت الدراسة أيضا بقدرتها على تمييز الأزمات الثنائية (أزمات العملة والمصارف المشتركة) عن غيرها، وهو ما يمنحها قيمة تحليلية عالية في فهم التشابك بين القطاع النقدي والنظام المصرفي. وأظهرت Kaminsky أن فعالية مؤشرات معينة تختلف حسب نوع الأزمة، حيث تبين مثلا أن الانفجارات في الائتمان المحلي والتضخم تلعب دورا أقوى في التنبؤ بالأزمات المصرفية، بينما تشير التقلبات الحادة في سعر الصرف والاحتياطات إلى اقتراب أزمات العملة. وتخلص الباحثة إلى ضرورة اعتماد مقارنة متعددة المؤشرات ومبنية على تقييم ديناميكي، بدلاً من الاعتماد على مؤشرات فردية معزولة، مما يجعل هذه الدراسة مرجعا أساسيا في تصميم استراتيجيات المراقبة الوقائية للسلطات النقدية في الدول النامية والناشئة.³²⁹

• دراسة Kaminsky و Reinhart (1999)، تعتبر من الدراسات المرجعية في تحليل الأزمات المالية الثنائية (أزمات البنوك وسعر الصرف) في الدول الناشئة. ركزت الدراسة على العلاقة السببية والترابط الزمني بين الأزمات المصرفية وأزمات ميزان المدفوعات، من خلال تحليل بيانات 20 اقتصادا ناشئا. واستنتج الباحثان أن الأزمات المصرفية عادة ما تسبق أزمات العملة، حيث يؤدي ضعف النظام المصرفي إلى فقدان الثقة، يليه تسارع في خروج رؤوس الأموال وضغوط على سعر الصرف، مما يؤدي إلى انهيار العملة. كما أظهرت الدراسة أن فترات ما بعد التحرير المالي ترتبط بزيادة احتمالات حدوث الأزمات الثنائية نتيجة ضعف الإشراف المالي وتوسع الائتمان غير المنضبط.

وقد استخدمت الدراسة نموذج الإنذار المبكر القائم على تتبع المؤشرات الاقتصادية الكلية، حيث تم تحليل سلوك مجموعة من المتغيرات، من بينها: نمو الكتلة النقدية، نسب الائتمان إلى الناتج، أسعار الفائدة الحقيقية، معدلات التضخم، وسعر الصرف الحقيقي، في فترة تسبق الأزمة بـ 24 شهرا. وقد بين التحليل أن تدهور هذه المؤشرات في توقيتات معينة يوفر إشارات قوية لاقتراب حدوث أزمة مزدوجة. وتكمن القيمة التحليلية للدراسة في أنها لا تكتفي بالتفسير النظري للأزمات، بل تدمج بين الأدلة التجريبية والسياقات الاقتصادية المؤسسية، ما يجعلها مساهمة أساسية لفهم تعقيد الأزمات في الاقتصاديات الناشئة، ودعوة لتبني سياسات رقابية أكثر صرامة ومرونة في آن واحد.³³⁰

³²⁹ Graciela Laura Kaminsky, *Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress* (International Monetary Fund, 1999).

³³⁰ Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review* 89, no. 3 (1999): 473-500.

• دراسة **Averbug و Giambiagi (2000)** تناولت أزمة البرازيل في أواخر التسعينات، حيث قام المؤلفان بتحليل شامل للأسباب البنوية والظرية التي أدت إلى فقدان الثقة في نظام سعر الصرف القائم آنذاك، وانهايار العملة في يناير 1999. وقد ركزت الدراسة على تفاقم العجز في الحساب الجاري، والاعتماد الكبير على رؤوس الأموال قصيرة الأجل، إضافة إلى ارتفاع مستويات الدين العام وخدمة الدين، كمصادر أساسية للهشاشة الخارجية. كما أبرزت الدراسة الدور الحاسم لتدهور الثقة في السياسة الاقتصادية، وخاصة في أعقاب الأزمة الروسية سنة 1998، وتأثيرها على تسارع نزوح رؤوس الأموال من البرازيل.

وفي جانب آخر، قدم الباحثان تقييما مفصلا لنتائج الانتقال من نظام ربط شبه ثابت إلى نظام تعويم العملة، منوهين إلى أن اعتماد استهداف التضخم مع تحرير سعر الصرف شكل نقطة تحول في السياسة الاقتصادية البرازيلية. وقد أكدت الدراسة على أهمية التنسيق بين السياسات النقدية والمالية لاستعادة الاستقرار، مع الإشارة إلى أن الإصلاحات البنوية لم تكن كافية قبل الأزمة لتقوية صلابة الاقتصاد. بذلك، توفر هذه الورقة إطارا تحليليا مهما لفهم طبيعة الأزمات في الدول ذات العجز المزودج (الداخلي والخارجي)، وتبرز أهمية بناء مصداقية مؤسساتية لمواجهة الصدمات الخارجية.³³¹

• أما دراسة **Loayza و Schmidt-Hebbel و Servén (2000)**، فقد تناولت محددات الادخار الخاص في أكثر من 100 دولة نامية ومتقدمة خلال الفترة 1965-1994، باستخدام نماذج بانل ديناميكية (Dynamic Panel Models) لتقدير أثر المتغيرات الاقتصادية والديموغرافية والسياسات المالية على الادخار. وتبين أن ضعف الادخار المحلي يمثل عائقا رئيسيا أمام تمويل الاستثمار الداخلي وتحقيق النمو المستدام. كما أشارت الدراسة إلى أن بلدانا مثل الأرجنتين وتايلند شهدت معدلات ادخار منخفضة مقترنة بعجز استثماري مزمن، مما جعلها أكثر عرضة للأزمات في ظل الاعتماد على التمويل الخارجي.³³²

• دراسة **Gurvich (2001)**، تعتبر من المساهمات المبكرة والمرجعية في تحليل الأزمة المالية الروسية لسنة 1998، وقد نُشرت ضمن أوراق العمل الصادرة عن المدرسة الاقتصادية الروسية. تناول الباحث جذور الأزمة من منظور الاقتصاد الكلي، مسلطا الضوء على الاختلالات الهيكلية في المالية العامة، والاعتماد المفرط على تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وضعف النظام الضريبي الروسي. كما ركز على تأثير السياسات الحكومية قبل الانهيار، وبين كيف أدت أزمة الثقة في العملة والسياسات الاقتصادية

³³¹ André Averbug and Fabio Giambiagi, *Brazilian Crisis of 1998-1999: Origins and Consequences* (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2000).

³³² Norman Loayza, Klaus Schmidt-Hebbel, and Luis Servén, "What Drives Private Saving across the World?" *Review of Economics and Statistics* 82, no. 2 (2000): 165–181, <https://doi.org/10.1162/003465300558678>.

إلى خروج سريع لرأس المال وانهيار قيمة الروبل. من خلال تحليل بياني للميزانية العمومية الحكومية وميزان المدفوعات، أوضح Gurvich أن الأزمة كانت نتيجة تفاعل معقد بين السياسات المالية قصيرة الألق والانكشاف الخارجي المفرط.

ما يميز هذه الدراسة هو أنها لم تكتف بسرد زمني للأحداث، بل سعت إلى تفسيرها باستخدام أدوات تحليل الاقتصاد الكلي، مما جعلها مرجعا مهما لفهم أسباب انهيار الاقتصاد الروسي في نهاية التسعينيات. كما أشار Gurvich إلى أن الاستجابة الدولية، وعلى رأسها تدخل صندوق النقد الدولي، لم تعالج جذور الأزمة، بل ساهمت أحياناً في تأجيل الانفجار بدلاً من منعه. وبذلك، تندرج هذه الدراسة ضمن الأدبيات التي تؤكد أن استقرار الاقتصاد الكلي لا يمكن تحقيقه بمعزل عن إصلاحات مؤسساتية هيكلية، وهو ما يجعلها وثيقة الصلة بدراسات لاحقة تناولت أزمات مشابهة في اقتصادات ناشئة أخرى خلال نفس الحقبة.³³³

• في دراسة تحليلية يستعرض **Guillermo Ortiz (2002)** أبرز السمات البنوية والتمويلية التي ميزت أزمات الأسواق الناشئة خلال عقد التسعينيات، مستندا في تحليله إلى تجارب بلدان مثل المكسيك، تايلندا، كوريا الجنوبية، وروسيا. وقد أكد أن الأزمات المالية لم تكن دائما نتيجة لاختلالات اقتصادية داخلية واضحة، بل كانت في كثير من الأحيان ناجمة عن موجات زعر مالي صاحبها تدفقات رأسمالية خارجة حادة وغير متوقعة، مما أدى إلى أزمات سيولة خانقة حتى في دول ذات مؤشرات اقتصادية كلية مستقرة نسبيا. هذا التحليل يعزز الفرضية التي ترى في أزمات الأسواق الناشئة مزيجا من صدمات خارجية، ونقاط ضعف هيكلية في النظام المالي، وانكشاف مفرط على الديون قصيرة الأجل المقومة بالعملات الأجنبية.

وخلصت الدراسة إلى أن الأطر التقليدية لفهم الأزمات المالية، مثل نماذج الجيل الأول والثاني، يجب أن تكمل بنماذج تركز على الدور الحاسم للثقة والسيولة، مع التأكيد على أهمية تنسيق السياسات النقدية والمالية، وتفعيل آليات الاستجابة الدولية السريعة (مثل دعم صندوق النقد الدولي). كما شدد Ortiz على ضرورة تحسين البنية المؤسسية للأسواق المالية، وتعزيز الشفافية والرقابة المصرفية، تجنباً لإعادة إنتاج نفس نمط الأزمات مستقبلاً. وتعد هذه الدراسة مرجعا مهما في الأدبيات الاقتصادية التي تناولت إعادة التفكير في تصميم النظام المالي الدولي في ظل تقلبات الأسواق الناشئة.³³⁴

³³³ E. T. Gurvich, *Looking Back at Russian Financial Crisis* (Rossiiskaia ekonomicheskaiia shkola, 2001).

³³⁴ Guillermo Ortiz, *Recent Emerging Market Crises: What Have We Learned?* (Per Jacobsson Foundation, 2002).

• دراسة Chiodo و Owyang (2002)، تعد من أبرز التحليلات التي تناولت أزمة الروبل الروسي في سياق نظري وتطبيقي يجمع بين منهج الاقتصاد الكلي والتحليل المؤسسي. ركز الباحثان على تداخل عدة عوامل أدت إلى الانهيار، من بينها ضعف البنية الضريبية، الاعتماد الكبير على تمويل العجز عبر الاقتراض الداخلي والخارجي، إلى جانب ضعف النظام المصرفي المحلي. كما أبرزت الدراسة كيف أدى ثقل الالتزامات قصيرة الأجل، مقترناً بتراجع ثقة المستثمرين، إلى تعجيل التخلف عن سداد الديون، وتدهور سعر صرف الروبل في أغسطس 1998. وقد تم توضيح الإطار النظري لأزمات العملة من الجيلين الأول والثاني لتفسير طبيعة الأزمة الروسية، مع التركيز على هشاشة الأسس الاقتصادية والضغط التوقعية.

ما يميز هذه الدراسة هو مقاربتها المتوازنة بين العوامل الاقتصادية الصلبة (كالسياسات المالية والنقدية والاحتياطات الدولية) والعوامل النفسية المرتبطة بتوقعات السوق وسلوك المستثمرين. وقد خلص المؤلفان إلى أن الأزمة الروسية لم تكن مجرد نتيجة لخلل اقتصادي داخلي، بل كانت أيضاً انعكاساً لهشاشة الثقة في قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها في ظل نظام سعر صرف شبه ثابت. تقدم الدراسة بذلك نموذجاً تفسيرياً مفيداً لفهم الأزمات المركبة التي تجمع بين أزمات العملة والديون السيادية، وهو ما يجعلها مرجعاً مهماً لتحليل أزمات اقتصادات الأسواق الناشئة في أواخر التسعينيات³³⁵.

• في دراسة Feldstein, Martin S (2003)، يقدم تحليلاً معمقاً للأزمات التي ضربت العديد من الدول الناشئة خلال التسعينات، مثل المكسيك (1994)، دول جنوب شرق آسيا (1997)، روسيا (1998)، والبرازيل (1999). ويركز العمل على فهم الديناميات المعقدة التي تحكم العلاقة بين الانفتاح المالي العالمي من جهة، وهشاشة الأطر المؤسسية والتنظيمية في هذه البلدان من جهة أخرى. ومن خلال دراسات حالة موسعة، يسلط الكتاب الضوء على كيف أن الاعتماد المفرط على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل، مع غياب سياسات نقدية ومالية منسقة، يؤدي إلى أزمات حادة في ميزان المدفوعات وأسواق الصرف.

وتكمن مساهمة هذا المرجع في إبرازه للطابع الهيكلي والاعتمادية للأزمات في الدول الناشئة، مشيراً إلى أن أنظمة سعر الصرف الثابت، وغياب الشفافية، وضعف الرقابة المصرفية كانت عوامل حاسمة في تفاقم الأزمات. كما يقدم مجموعة من التوصيات التي تستهدف تعزيز استقرار هذه الاقتصاديات، مثل تعزيز العملة في سياق منضبط، تحسين جودة المؤسسات المالية، وتعزيز استقلالية البنوك المركزية. ويعد

³³⁵ Abigail J. Chiodo and Michael T. Owyang, *A Case Study of a Currency of Crisis: The Russian Default of 1998* (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2002).

هذا العمل من المراجع الأساسية لفهم الأبعاد متعددة المستويات للآزمات الاقتصادية في الدول النامية، لا سيما في ظل تزايد تعرضها لتقلبات الأسواق المالية العالمية.³³⁶

• في دراسة **Komulainen و Lukkarila (2003)** يسعيان إلى تحديد أبرز العوامل المحفزة لاندلاع الآزمات المالية في الاقتصادات الناشئة، من خلال تطوير نموذج إنذار مبكر يعتمد على تحليل بيانات من 31 دولة ناشئة شهدت 33 أزمة مالية خلال الفترة 1975-2001. وبالاستناد إلى نموذج Probit، توصل الباحثان إلى أن احتمال وقوع أزمة مالية يرتفع بشكل كبير عندما تتزامن عدة مؤشرات اختلال اقتصادي، من بينها: ارتفاع سعر الصرف الحقيقي عن مستوياته التوازنية، انخفاض احتياطات النقد الأجنبي، نمو مفرط في الائتمان المحلي، تدهور الحساب الجاري، وارتفاع الديون قصيرة الأجل نسبة إلى الاحتياطات الدولية. كما أبرزت الدراسة أن العوامل المؤسسية، مثل الاستقرار السياسي وجودة الحوكمة، تلعب دوراً مهماً في تقوية أو إضعاف مناعة الدول الناشئة تجاه الصدمات المالية.

وتكمن أهمية هذه الدراسة في كونها من أوائل المحاولات الكمية التي تقدم نموذجاً تطبيقياً لتفسير الآزمات المالية في الأسواق الناشئة باستخدام أدوات الاقتصاد القياسي. كما توضح أن الآزمات في هذه الدول غالباً ما تكون نتيجة تفاعل بين عوامل داخلية بنيوية (ضعف المؤسسات والمراقبة المالية) وعوامل خارجية ظرفية (صدمات في أسعار الفائدة أو حركة رؤوس الأموال). وتوصي الورقة بأن تستند السياسات الاقتصادية في الدول الناشئة إلى أدوات تحليل مبكر تراقب بانتظام المؤشرات الهشة، مما يسمح باتخاذ إجراءات وقائية قبل تفاقم الأوضاع. وبذلك، تشكل هذه الدراسة مرجعاً تطبيقياً هاماً لفهم الديناميات التي تقود إلى الآزمات المالية في الاقتصادات النامية.³³⁷

• دراسة **Saxton (2003)** ، التي تناولت الأزمة الأرجنتينية بداية الألفية من منظور نقدي للإطار المؤسسي والاقتصادي الذي سبق الانهيار. ركز Saxton ، وهو رئيس اللجنة الاقتصادية المشتركة في الكونغرس الأميركي آنذاك، على أن أسباب الأزمة ترجع بالأساس إلى ضعف السياسات الاقتصادية المحلية، وخاصة الإنفاق العام غير المنضبط، تدهور النظام الضريبي، والاعتماد المفرط على آلية ربط العملة بالدولار عبر نظام Currency Board. كما رأى أن النظام السياسي الأرجنتيني لعب دوراً سلبياً في تفاقم الأزمة، من خلال ضعف الحوكمة وتكرار الصراعات بين الحكومة المركزية والمقاطعات، مما أعاق تنفيذ إصلاحات بنيوية فعالة.

³³⁶ Martin S. Feldstein, ed., *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies* (University of Chicago Press, 2003).

³³⁷ Tuomas Komulainen and Johanna Lukkarila, "What Drives Financial Crises in Emerging Markets?," *Emerging Markets Review* 4, no. 3 (2003): 248-272.

تميزت الدراسة أيضا بتقديمها منظورا تحليليا حول ما أسماه الكاتب بـ"أوهام الاستقرار" التي خلقها نظام الربط الصارم للعملة، معتبرا أنه منح شعورا زائفا بالأمان النقدي بينما كانت الاختلالات الهيكلية تتفاقم. وقد اقترح Saxton مجموعة من الإجراءات لعلاج الأزمة، من بينها تحرير السياسة النقدية، إصلاح نظام الضرائب، وتعزيز الانضباط المالي عبر آليات مؤسسية قوية. وتكتسب هذه الورقة أهميتها من كونها تربط بين الديناميكيات الاقتصادية والمؤسسية، وتعرض تقييما نقديا لتجربة صندوق النقد الدولي في الأرجنتين، ما يجعلها مرجعا مفيدا لفهم أبعاد الأزمات السيادية في الاقتصادات الناشئة.³³⁸

• في دراسة **Sharma (2003)** يتناول الباحث الأزمة المالية التي اجتاحت آسيا بين 1997 و1998 من منظور متعدد المستويات يشمل الدول، والمؤسسات الوطنية، والهيكل المالي الدولي. يقدم تحليلا عميقا لأربعة اقتصاديات محورية، تايلاند، إندونيسيا، كوريا، والصين، مستعرضا كيف تفاقمت الأزمة نتيجة التراكم من الديون قصيرة الأجل المقومة بالعملات الأجنبية، والإجراءات النظامية غير الكافية، والتمسك بأنظمة صرف ثابتة ذات محدودية في المرونة. أما حالة الصين، فقد حصلت على اهتمام خاص عبر تحليل عنوانه "الدومية التي لم تقع"، حيث يوضح Sharma كيفية نقادي بकिन الانهيار الاقتصادي بالرغم من الهياكل المالية الهشة نفسها، من خلال عزل النظام المصرفي عن الاعتماد المباشر على التدفقات الساخنة، وتعزيز الرقابة المؤسسية .

ويعد الجانب المتعلق بـ البنية المالية الدولية الجديدة محورا مركزيا في نموذج Sharma ، حيث يربط بين الدروس المستخلصة من الأزمة وضرورة إصلاحات هيكلية في المجتمع المالي العالمي. يناقش كيف خلفت الأزمة ثغرات في آليات الاستجابة الدولية، مما دفع نحو الدعوة لأنظمة صرف أكثر مرونة، تنفيذ ضوابط مؤقتة على التدفقات الرأسمالية المضاربة، وتأسيس بنية سوابقية لإعادة هيكلة الديون السيادية. تؤدي هذه المقاربة إلى استنتاج مفاده أن نجاح التعافي لا يقتصر فقط على السياسات المحلية، كإصلاح القطاع المصرفي والقوانين الصارمة لإدارة الأصول المتعثرة، بل يرتبط ارتباطا وثيقا بإصلاحات مؤسسية على المستوى الدولي، بما يضمن توازنا بين التحرير المالي والمناعة ضد الصدمات العابرة للحدود.³³⁹

• تناولت دراسة **Akyüz و Boratav (2003)** الأسس البنوية والسياسات الاقتصادية التي أدت إلى اندلاع الأزمة المالية التركية في عام 2000-2001. وقد ركز الباحثان على الطابع التراكمي للاختلالات الداخلية والخارجية، مبرزين أن الأزمة لم تكن نتيجة صدمة مفاجئة بل نتيجة مسار طويل من الاعتماد المفرط على تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ضمن إطار برنامج تثبيت يستند إلى ربط زاحف لسعر

³³⁸ Saxton, *Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures*, 30.

³³⁹ Shalendra D. Sharma, *The Asian Financial Crisis: New International Financial Architecture, Crisis, Reform and Recovery* (Manchester University Press, 2003).

الصرف دون وجود أدوات كافية لحماية الاقتصاد من المخاطر. كما أشارا إلى أن السياسات المالية والنقدية التقيدية، المفروضة بموجب اتفاقيات مع صندوق النقد الدولي، فاقمت من هشاشة الاقتصاد، وخلقت فجوة بين استقرار الأسعار من جهة، والانكماش الاقتصادي والبطالة من جهة أخرى.

تميزت الدراسة بتحليلها النقدي للنهج الليبرالي الجديد الذي اتبعته تركيا في التسعينات، حيث بين الباحثان كيف أن تحرير الأسواق المالية دون رقابة فعّالة، والتكشف المالي في سياق برنامج للتثبيت، أديا إلى أزمة ثقة عنيفة تُرجمت في انهيار العملة وتفاقم أزمة القطاع المصرفي. وقد خلصت الورقة إلى أن غياب الإصلاحات المؤسسية المصاحبة لسياسات الانفتاح المالي، إضافة إلى هشاشة قاعدة التمويل الخارجي، ساهما في تعميق الأزمة. وتعد هذه الدراسة مرجعاً مهماً لفهم كيف يمكن أن تؤدي التناقضات بين السياسات الاقتصادية الليبرالية والتحديات الهيكلية المحلية إلى أزمات مالية في اقتصادات الأسواق الناشئة.³⁴⁰

• دراسة (Domaç 2004)، تناولت ديناميكيات التضخم في الاقتصاد التركي خلال فترات ما قبل وما بعد الأزمة المالية في مطلع الألفية. اعتمد الباحث على نماذج اقتصادية قياسية لتحديد العوامل المحددة للتضخم، مركزاً على كل من المتغيرات النقدية (مثل العرض النقدي وسعر الفائدة) والمالية (العجز المالي وسعر الصرف). وقد أظهرت النتائج أن تقلبات سعر الصرف والسياسات المالية التوسعية كانتا من أبرز العوامل المفسرة للارتفاعات التضخمية، إلى جانب الدور البارز لتوقعات التضخم التي ساهمت في خلق حلقة تغذية راجعة بين ارتفاع الأسعار واستمرار الضغوط التضخمية. وقد استخدمت الدراسة نموذج تصحيح الخطأ لتوقع التضخم بدقة على المدى القصير والمتوسط، مما أعطاها بعداً تطبيقياً مهماً لصناع السياسات.

تميزت الدراسة بإبرازها العلاقة المعقدة بين السياسة النقدية وتوقعات السوق، موضحة أن نجاح عملية خفض التضخم في تركيا يتطلب إطاراً مؤسسياً قوياً يتضمن استقلالية البنك المركزي واستهدافاً واضحاً للتضخم. كما أكدت أن استقرار التضخم لا يمكن تحقيقه بمعزل عن الانضباط المالي، خاصة في ظل اقتصاد مفتوح ومعرض لتقلبات في التدفقات الرأسمالية. وتمثل هذه الورقة مرجعاً مهماً لفهم التحولات التي شهدتها السياسة النقدية التركية، ومرتكزا تحليليا لأي دراسة تسعى إلى رصد محددات التضخم وتقييم مدى فاعلية سياسات استهدافه في الاقتصادات الناشئة.³⁴¹

³⁴⁰ Yilmaz Akyüz and Korkut Boratav, "The Making of the Turkish Financial Crisis," *World Development* 31, no. 9 (2003): 1549-1566.

³⁴¹ İlker Domaç, "Explaining and Forecasting Inflation in Turkey," *SSRN Electronic Journal*, 2004. ssrn.com/abstract=610331.

• تناولت دراسة **Aghion و Howitt و Mayer-Foulkes (2005)** أثر تطور القطاع المالي على التقارب الاقتصادي بين الدول، بالاعتماد على بيانات مقطعية وزمنية لعينة من 80 دولة متقدمة وناشئة خلال الفترة 1960-1995. استخدم الباحثون نموذج النمو الداخلي (Endogenous Growth Model) وتقنيات الانحدار البانلي (Panel Regression) لتقدير العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو. وخلصت النتائج إلى أن ضعف كفاءة النظام المالي يؤدي إلى سوء تخصيص المدخرات ويحد من قدرة الدول النامية على تحويلها إلى استثمار منتج. كما أظهرت أمثلة من دول مثل إندونيسيا والمكسيك أن بطء تطور الأسواق المالية كان من العوامل التي أعاق نموها وجعلتها أكثر هشاشة أمام الأزمات الآسيوية واللاتينية في التسعينات.³⁴²

• دراسة **Zinkovskaya (2008)**، من الدراسات التطبيقية التي سعت إلى تقديم تفسير كمي لأسباب الأزمة المالية الروسية سنة 1998، من خلال اعتماد نموذج بروبيت لتقدير احتمال وقوع الأزمة في ضوء مجموعة من المتغيرات الاقتصادية. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن العوامل الخارجية، ولا سيما التقلبات في التدفقات الرأسمالية الدولية ومستويات السيولة العالمية، كانت من بين المحددات الأساسية لزيادة هشاشة الاقتصاد الروسي في تلك المرحلة. كما بينت أن ضعف القطاع المصرفي المحلي، المرتبط بانكشافه الكبير على التمويل الخارجي وضعف قنوات الإقراض الداخلي، ساهم بشكل حاسم في تعميق الأزمة وتسريع وتيرتها.

وتكمن أهمية هذه الدراسة في أنها تراجع التفسيرات التقليدية التي تركز على الاختلالات المالية وسعر الصرف بوصفها المحرك الرئيسي للأزمة، حيث توصلت إلى أن مساهمة هذه العوامل، رغم أهميتها، لم تكن بالحجم الحاسم مقارنة بالعوامل البنوية والخارجية. وقد شددت Zinkovskaya على ضرورة إعادة هيكلة النظام المصرفي وتعزيز قدرة الاقتصاد على مواجهة الصدمات الخارجية من خلال تنويع مصادر التمويل، باعتبار ذلك من أبرز الدروس المستخلصة من التجربة الروسية. وتمثل هذه الدراسة إضافة نوعية للأدبيات الاقتصادية التي تعتمد أدوات الاقتصاد القياسي لتشخيص ديناميكيات الأزمات المالية في الدول الناشئة.

• تقدم دراسة **Ari و Dağtekin (2008)** تحليلاً تجريبياً معمقاً يهدف إلى تحديد المؤشرات التحذيرية المسبقة التي سبقت اندلاع الأزمة المالية التركية في مطلع الألفية. وقد اعتمد الباحثان على منهجية النماذج الثنائية Probit و Logit لتحليل أداء مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية، مثل

³⁴² Philippe Aghion, Peter Howitt, and David Mayer-Foulkes, "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence," *Quarterly Journal of Economics* 120, no. 1 (2005): 173-222, <https://doi.org/10.1162/00335553053327515>.

أسعار الصرف، الاحتياطات الدولية، أسعار الفائدة الحقيقية، والعجز في الحساب الجاري. وقد أظهرت النتائج أن هناك إشارات إنذار مبكر واضحة ظهرت قبل أشهر من وقوع الأزمة، لا سيما من خلال التدهور في الاحتياطات الرسمية وتزايد الاعتماد على التمويل قصير الأجل، ما يعكس ضعف قدرة الاقتصاد التركي على مقاومة الصدمات الخارجية وتحولات ثقة المستثمرين.

تكتسي هذه الدراسة أهمية خاصة بالنظر إلى تركيزها على الجوانب الكمية للأزمات المالية في الدول الناشئة، حيث تبرز كيف يمكن لاختلالات الاقتصاد الكلي أن تتفاعل مع ضغوط الأسواق المالية لتنتج أزمة شاملة. كما شدد الباحثان على أهمية تعزيز نظم الرقابة والشفافية في القطاع المصرفي، وضرورة تطوير آليات رصد مبكر تعتمد على مؤشرات كمية موثوقة لتفادي الأزمات المستقبلية. وتُمثل هذه الدراسة مرجعاً مهماً في أدبيات الإنذار المبكر، وتسهم في تعزيز فهم كيفية نشوء الأزمات في سياقات تتسم بضعف البنية المؤسسية والانكشاف المالي المرتفع.³⁴³

• في دراسة مقارنة حول أزمات العملة في أميركا اللاتينية وآسيا، يقدم **Dabrowski, Marek** (2009) تحليلاً منهجياً لسلسلة من الأزمات التي ضربت الاقتصادات الناشئة خلال العقود الأخيرة، من أبرزها أزمة المكسيك 1994-1995، البرازيل 1999، والأرجنتين 2001-2002 في أميركا اللاتينية، إضافة إلى أزمات تايلند، كوريا الجنوبية، وإندونيسيا 1997 في شرق آسيا. وقد بينت الدراسة أن القاسم المشترك بين هذه الأزمات يتمثل في تبني أنظمة سعر صرف شبه ثابتة أو مربوطة بالدولار، إلى جانب تحرير الحساب المالي بشكل متسارع، مما أسفر عن هشاشة أمام التدفقات الرأسمالية الخارجية وتقلبات الأسواق العالمية.

ويخلص دابروفسكي إلى أن الأزمات لم تكن دائماً نتيجة سياسات اقتصادية داخلية سيئة، بل كثيراً ما جاءت بسبب عدم توافق بين نظام الصرف وأهداف السياسة الاقتصادية الكلية، إضافة إلى ضعف المؤسسات المالية والرقابية. وقد شددت الدراسة على أهمية تبني أنظمة صرف أكثر مرونة، ووجود احتياطات كافية من النقد الأجنبي، وتعزيز استقلالية البنك المركزي، باعتبارها أدوات وقائية حاسمة في الاقتصادات الناشئة. كما أبرزت التجربة اللاتينية والآسيوية أن سرعة التحول نحو الليبرالية المالية، في غياب إصلاحات مؤسسية مرافقة، قد تؤدي إلى نتائج كارثية، مما يجعل هذه الدراسة مساهمة مهمة في فهم آليات الوقاية من أزمات العملة في الدول النامية.³⁴⁴

³⁴³ Ali Ari and Rüstem Dağtekin, "Early Warning Signals of the 2000/2001 Turkish Financial Crisis," *International Journal of Emerging and Transition Economies* 1, no. 2 (2008): 191-218.

³⁴⁴ Marek Dabrowski, "The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies," *CASE Network Reports*, no. 39, 2009.

• دراسة **Tchiko (2010)** تعد من الدراسات الرائدة التي سعت إلى تقديم فهم شامل للآزمات المالية في الدول الناشئة من خلال بناء نموذج تفسيري متعدد الأبعاد. اعتمد الباحث مقارنة تحليلية تستند إلى التراكم النظري للآزمات التي عرفت بتصنيفها ضمن ثلاثة أجيال: الجيل الأول المرتبط بالاختلالات في السياسات المالية والنقدية كما في نموذج Krugman ، والجيل الثاني الذي يركز على التفاعلات التوقعية وردود فعل الأسواق Obstfeld ، والجيل الثالث الذي يبرز الطبيعة المزدوجة للآزمات (العملة والمصارف) كما ظهرت في آزمات أواخر التسعينات. ومن خلال هذا الإطار النظري، بين Tchiko كيف أن هشاشة أسس الاقتصاد الكلي، واعتماد أنظمة سعر صرف غير مرنة، وضعف الرقابة المصرفية تشكل عناصر هيكلية ترفع من قابلية الدول الناشئة للتعرض للصدمات الخارجية والداخلية.

وقد اقترحت الدراسة نمودجا تفسيريا يتكون من خمسة سيناريوهات محتملة، تسعى لتوضيح كيفية تفاعل مجموعة من العوامل مثل ارتفاع المديونية الخارجية، تقلص احتياطات الصرف، التذبذب السياسي، والتدفقات الرأسمالية غير المستقرة، في إنتاج ديناميكيات تؤدي إلى اندلاع الآزمات. ويميز النمودج المقترح بين العوامل التراكمية طويلة الأمد (كالعجز المزدوج والاختلالات البنوية)، والعوامل الظرفية (كصدمات أسعار الفائدة العالمية أو انهيار الثقة السوقية)، ما يمنحه قدرة تفسيرية مرنة وقابلة للتطبيق على عدد من التجارب في أمريكا اللاتينية وآسيا. وتبرز هذه الدراسة أهمية المقاربة المتكاملة التي تتجاوز التحليلات الأحادية للآزمات، لصالح نمودج يراعي التداخل بين القطاع الحقيقي، النظام المالي، وسلوك الأسواق الدولية.³⁴⁵

• تتناول دراسة **Musacchio (2012)** الأزمة المالية التي شهدتها المكسيك خلال عامي 1994-1995، والتي تعد من أبرز الآزمات التي عصفت باقتصاد دولة ناشئة في التسعينات، والمعروفة اصطلاحاً بـ"أزمة التيكيل". وقد حل المؤلف الخلفيات الاقتصادية والسياسية التي مهدت للأزمة، مبرزاً كيف أدى تحرير الأسواق المالية بشكل متسارع، وربط العملة بسعر صرف ثابت، وتراكم الديون قصيرة الأجل إلى تكوين نقاط هشاشة داخلية عميقة في الاقتصاد المكسيكي. كما أشار إلى أن الاضطرابات السياسية وغياب الشفافية ساهمت في تآكل الثقة لدى المستثمرين الأجانب، ما أدى إلى خروج مفاجئ لرأس المال وانهيار البيزو، في ظل تراجع كبير في احتياطات النقد الأجنبي.

وتبرز أهمية هذه الدراسة في توضيح أن الآزمات في الدول الناشئة لا تنجم فقط عن عوامل خارجية أو تقلبات في الأسواق العالمية، بل أيضاً عن مزيج معقد من الاختلالات البنوية، وضعف الحوكمة، وسوء

³⁴⁵ Faouzi Tchiko, *Analyse des Crises des Pays Emergents: Proposition d'un Modele Explicatif* (PhD diss., Université de Tlemcen-Abou Bekr Belkaid, 2010).

تصميم السياسات الاقتصادية. وقد شكلت الأزمة المكسيكية مثالا مبكرا على ما يعرف لاحقا بـ"أزمات الدول الناشئة"، التي تكررت بصيغ مماثلة في آسيا 1997، روسيا 1998، والبرازيل 1999. كما تظهر الدراسة كيف أن استجابات السياسات، مثل تعويم العملة، وتدخلات صندوق النقد الدولي، وبرامج الإنقاذ الدولية، كانت ضرورية ولكنها غير كافية ما لم ترفق بإصلاحات مؤسسية وهيكلية أعمق. ومن هذا المنظور، تقدم الورقة مساهمة قيمة لفهم ديناميات الأزمات في الأسواق الناشئة وتحديات الوقاية منها.³⁴⁶

• في دراسة **Stijn Claessens و Ayhan Kose (2013)**، يقدمان إطارا تحليليا متكاملًا لتصنيف الأزمات المالية وتحليل أسبابها وآثارها، مع تركيز خاص على تجارب الدول الناشئة. ويفرق الباحثان بين ثلاثة أنواع رئيسية من الأزمات: أزمات العملة، الأزمات المصرفية، وأزمات الديون السيادية، مؤكدين أن هذه الأنواع كثيرا ما تتقاطع في الدول الناشئة لتنتج أزمات مزدوجة. وتُعزى أسباب الأزمات إلى مزيج من الاختلالات الكلية، ونمو الائتمان المفرط، وضعف الإشراف المالي، والانكشاف المفرط على رؤوس الأموال الأجنبية، وهو ما يجعل الاقتصاديات الناشئة عرضة بشكل خاص لصدمات خارجية مفاجئة.

وتبرز أهمية هذه الدراسة في توضيح أن الدول الناشئة تعاني عادة من تداعيات أكثر حدة وطولا عند وقوع الأزمات، مقارنة بالدول المتقدمة، وذلك بسبب هشاشة الهياكل المؤسسية والمالية، ومحدودية أدوات السياسات الاقتصادية المتاحة. كما يشير المؤلفان إلى أن استجابات السياسات، سواء كانت نقدية، مالية، أو تنظيمية، تلعب دورا حاسما في احتواء الأزمات وتقليل كلفتها الاقتصادية والاجتماعية. وتؤكد الدراسة على ضرورة بناء أطر مؤسسية قوية، وتعزيز مرونة القطاع المالي، وتبني سياسات احترازية كفؤة في الدول النامية، لا سيما في ظل تكامل مالي عالمي متسارع. وتعد هذه الورقة من المراجع المحورية لفهم خصائص الأزمات المالية في الاقتصاديات الناشئة، وصياغة سياسات استباقية للتعامل معها.³⁴⁷

• تناولت دراسة **Aizenman و Noy (2013)** موضوع التكيف الكلي ودور القطاع المالي في الأسواق الناشئة، بالاعتماد على بيانات بانل تغطي 41 اقتصادا ناشئا خلال الفترة 1970-2010. استخدم الباحثان أساليب انحدار بانل ثابت وعشوائي لتقدير أثر الانفتاح المالي والفجوة التمويلية على استقرار النمو. وتوصلت النتائج إلى أن الاقتصادات ذات الاعتماد المرتفع على التمويل الخارجي قصيرة الأجل أكثر عرضة لتقلبات الأسواق المالية العالمية، بينما الدول التي تعتمد على تعبئة الموارد المحلية والتمويل الداخلي تحقق استقرارا أكبر في الناتج والنمو على المدى الطويل. وأكدت الدراسة أن تحسين

³⁴⁶ Aldo Musacchio, "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995," in *The Encyclopedia of Financial Crises*, edited by Dave Harper (Academic Press, 2012), 657-667.

³⁴⁷ Stijn Claessens and M. Ayhan Kose, *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*, International Monetary Fund, Working Paper no. 13/28, 2013.

كفاءة القطاع المالي المحلي يعد شرطاً أساسياً لتعزيز قدرة الاقتصادات الناشئة على مقاومة الصدمات المالية.³⁴⁸

• دراسة **Kronfelt (2015)** ، تعتبر من الدراسات الشاملة التي تتبعت جذور الأزمات المالية في الأرجنتين عبر منظور تاريخي مقارن، حيث قام الباحث بتحليل أربع أزمات رئيسية شهدتها البلاد (1890، 1981، 1989، و2001)، مع التركيز على العوامل المتكررة والمميزة لكل أزمة. اعتمد Kronfelt على منهج وصفي تحليلي يركز على البيانات الاقتصادية الكلية والسياقات السياسية والمؤسسية التي صاحبت كل مرحلة، موضحاً كيف أن مزيجاً من السياسات المالية غير المستدامة، وعدم استقلالية البنك المركزي، وضعف الثقة في العملة المحلية، كان يمثل نمطاً متكرراً ساهم في تفاقم قابلية الاقتصاد الأرجنتيني للانهييارات الدورية. كما أبرز أن الأزمات لم تكن مجرد نتائج لصدمات خارجية، بل نتاج تراكمات داخلية طويلة الأمد على مستوى الإدارة الاقتصادية والحوكمة.

وما يميز هذه الدراسة هو طابعها المقارن الذي يسمح بفهم البنية المتكررة للأزمات المالية في السياق الأرجنتيني، وهو ما يمنحها قيمة تحليلية تتجاوز الحصر الزمني المحدود. فقد أظهر Kronfelt أن السياسات قصيرة الأجل، المعتمدة على التمويل الخارجي لتغطية العجز بدلاً من الإصلاحات البنوية، كانت سبباً مشتركاً في معظم الأزمات، إلى جانب غياب استقرار سياسي ومؤسسي يدعم تنفيذ السياسات الاقتصادية بشكل فعال. وتقدم هذه الدراسة بذلك مرجعاً هاماً للباحثين المهتمين بدinاميكيات الأزمات المتكررة في الأسواق الناشئة، ولصناع القرار الذين يسعون إلى تقادي تكرار نفس الأنماط في المستقبل.³⁴⁹

• تناول **Jeromin Zettelmeyer (2018)** أزمة الأرجنتين خلال الفترة 2000-2002 باعتبارها نموذجاً تحليلياً غنياً لاستخلاص دروس حول استدامة الاتحاد النقدي الأوروبي، خاصة في سياق بلدان تعاني من ضعف القدرة التنافسية أو من اختلالات مالية هيكلية داخل منطقة اليورو. انطلقت الدراسة من مقارنة بين نظام Currency Board في الأرجنتين، الذي ربط العملة المحلية بالدولار الأميركي، وبين آلية العملة الموحدة في أوروبا، مشيرة إلى أوجه التشابه في فقدان أدوات السياسة النقدية والانكشاف أمام الصدمات الخارجية. وقد أوضح Zettelmeyer أن غياب القدرة على تعديل سعر الصرف، في ظل ضعف التنسيق المالي والمؤسسي، يمكن أن يقود إلى ديناميكيات أزمة مماثلة لتلك التي عاشتها الأرجنتين إذا لم تُصاحب الوحدة النقدية بآليات دعم مالي واتحاد مالي فعال.

³⁴⁸ Joshua Aizenman and Ilan Noy, "Macroeconomic Adjustment and the History of Crises in Open Economies," *Journal of International Money and Finance* 38 (2013): 41–58,

³⁴⁹ Anders Kronfelt, *Four Financial Crises in Argentina: A Comparative Study into the Causes* (Bachelor's Thesis, Lund University, 2015).

كما ناقشت الدراسة عوامل الانهيار الأرجنتيني، بما في ذلك صعوبة تمويل العجز الخارجي، ارتفاع عبء الديون، وجمود السياسات الاقتصادية في ظل ربط صارم للعملة، واعتبرتها إشارات تحذيرية لدول جنوب أوروبا التي تواجه أوضاعاً مماثلة ضمن منطقة اليورو. وقد خلص Zettelmeyer إلى أن دروس الأرجنتين تبرز ضرورة تعزيز التكامل المالي والتأميني داخل الاتحاد الأوروبي، وتوفير أدوات لإعادة التوازن في حال الاختلالات، كشرط ضروري لاستدامة العملة الموحدة. وتكتسي هذه الورقة أهمية خاصة لكونها تربط بين تجربة دولة ناشئة والتحديات الراهنة في اقتصاديات متقدمة، مما يجعلها مساهمة ثرية في أدبيات الأزمات المالية وأنظمة سعر الصرف الثابت.³⁵⁰

• تطرق كل من الباحثين بوشيخي محمد رضا، صدوقي غريسي و رحال ناصر (2019) في دراستهم إلى إجراء تحليل تاريخي ومعمق للأزمات المالية والبنكية، حيث غطت فترة زمنية واسعة تمتد من عام 1634 وحتى أزمة الرهن العقاري عام 2007، وذلك لتقييم التحولات التي طرأت على اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة في أعقابها. اعتمدت الدراسة على المنهج التحليلي الوصفي للوصول إلى استنتاج مفاده أن تكرار هذه الأزمات يعود إلى مجموعة من الأسباب المترابطة، والتي من أهمها حركات تحرير مالي غير منضبطة، بالإضافة إلى الدور السلبي الذي يلعبه الإطار القانوني والتشريعي في تقاوم حدة هذه الأزمات.³⁵¹

2.1 الدراسات السابقة التي تطرقت لاقتصاديات الدول الناشئة بعد فترة أزمات التسعينيات:

• حللت ورقة عمل صندوق النقد الدولي (IMF, 2003) تجارب عدة دول ناشئة، منها المكسيك، البرازيل، وكوريا الجنوبية، التي شهدت أزمات مالية خلال التسعينيات. أظهرت الدراسة أن الانكماش في الناتج المحلي الإجمالي كان مؤقتاً، إذ تبعه تعافٍ اقتصادي سريع مدعوماً بتحسين في الحساب الجاري نتيجة لانخفاض الواردات وزيادة الصادرات. كما أكدت الدراسة على الدور الفاعل للسياسات النقدية والمالية التقييدية، بالإضافة إلى أهمية اعتماد نظم سعر صرف مرنة كآلية لامتناس الصدمات الخارجية وتقليل أثرها على الاقتصاد الكلي.

من منظور دروس الإدارة الاقتصادية لأمريكا اللاتينية، أبرزت الورقة أهمية تعزيز الاحتياطات الأجنبية وتنويع مصادر التمويل الخارجي لتقليل المخاطر المرتبطة بالتقلبات المالية العالمية. كما نوهت إلى ضرورة تحسين هيكل الدين العام وبناء مؤسسات حوكمة رشيدة وشفافة لتعزيز ثقة المستثمرين. وأكدت

³⁵⁰ Jeromin Zettelmeyer, "Lessons from the 2000–2002 Crisis in Argentina for the Sustainability of the Euro," *ifo DICE Report* 16, no. 3 (2018): 21–24.

³⁵¹ بوشيخي، محمد رضا، وصدوقي غريسي، ورحال ناصر. "تحولات اقتصاديات الدول النامية والمتطورة في أعقاب الأزمات المالية والبنكية المتتالية". *مجلة المنهل الإقتصادي* 2.2 (2019): 63–80.

الدراسة على أن وجود إطار مؤسسي مرن يتيح تنفيذ إصلاحات هيكلية مدعومة من المؤسسات الدولية هو عامل جوهري لاستقرار الاقتصاد الكلي وتعزيز القدرة على مواجهة الأزمات المالية المستقبلية.³⁵²

• في دراسة حول الأزمة المالية العالمية 2007-2008، يعرض **Allen و Carletti (2010)** إطاراً شاملاً يشرح الأسباب الهيكلية والمباشرة للأزمة، والتي تمثلت أساساً في التوسع الائتماني غير المنضبط، ضعف الرقابة المصرفية، تعقيد المنتجات المالية المشتقة، وانهايار الثقة في النظام المالي العالمي. وقد أبرزت الدراسة الطبيعة النظامية للأزمة، حيث لم تقتصر تبعاتها على الولايات المتحدة أو أوروبا، بل امتدت لتصيب النظام المالي العالمي بأكمله، من خلال قنوات العدوى المرتبطة بأسواق المال العابرة للحدود. كما ناقش المؤلفان إخفاق المؤسسات الرقابية في توقع حجم الأزمة وتعقيدها، مؤكدين الحاجة إلى إصلاحات جذرية في بنية الحوكمة المالية الدولية.

وعلى الرغم من أن جذور الأزمة نشأت في الاقتصادات المتقدمة، إلا أن الدراسة تطرقت إلى الانعكاسات العميقة التي لحقت بالاقتصادات الناشئة، والتي تمثلت في تقلص تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، وتراجع حجم الصادرات، وارتفاع تكاليف الاقتراض الخارجي، لا سيما في البلدان التي تعتمد على التمويل الخارجي قصير الأجل أو التي تعاني من هشاشة في نظامها المصرفي. ومع ذلك، أشارت الورقة إلى أن بعض الدول الناشئة الكبرى مثل الصين، الهند، والبرازيل، أظهرت مرونة نسبية نتيجة احتفاظها بهوامش سياسة نقدية ومالية، وتدخلها السريع لدعم الطلب المحلي. وتعد هذه الدراسة من الأعمال المرجعية التي تبرز الطابع العالمي للأزمات المالية، وضرورة إدماج الاقتصادات الناشئة في عملية إصلاح النظام المالي الدولي من خلال أطر أكثر شمولاً وعدالة مثل مجموعة العشرين (G20).³⁵³

• ضمن الأدبيات التي تناولت ديناميكيات النمو الاقتصادي في الدول الناشئة، تبرز دراسة **Herr و Sonat (2014)**، والتي حللت تجربة الاقتصاد التركي خلال الفترة 2002-2012، باستخدام منهج تحليلي بنيوي كمي يعتمد على مؤشرات اقتصادية كلية. ركزت الدراسة على كيفية تطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في ظل إصلاحات اقتصادية واسعة تبنتها تركيا بعد أزمتها المالية في 2001، واستعرضت العلاقة بين معدلات النمو وبين اختلالات التوازنات الكلية، لا سيما العجز المزمن في الحساب الجاري، ضعف الادخار المحلي مقارنة بالاستثمار، تقلبات سعر الصرف، ومعدلات البطالة المرتفعة.

³⁵² G. Russell Kincaid and Charles Collyns, eds., *Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons for Latin America*, International Monetary Fund, Occasional Paper no. 217, 2003. <https://doi.org/10.5089/9781589062085.084>

³⁵³ Franklin Allen and Elena Carletti, "An Overview of the Crisis: Causes, Consequences, and Solutions," *International Review of Finance* 10, no. 1 (2010): 1-26.

وأوضحت النتائج أن النمو المرتفع في تلك الفترة لم يكن مستدامًا، إذ ظل هشًا بسبب اعتماده الكبير على تدفقات رأس المال الأجنبي، وتوسع الاستهلاك الخاص أكثر من الاستثمار الإنتاجي.

تكتسب هذه الدراسة أهمية خاصة بالنسبة لموضوع هذا البحث، الذي يهدف إلى تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية والتوازنات الكبرى خصوصًا الميزان التجاري، وفجوة الادخار والاستثمار على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في مجموعة من الاقتصادات الناشئة، من بينها تركيا. فنتائج Herr و Sonat تبرز كيف يمكن لاختلال هذه التوازنات أن يقوّض قاعدة النمو رغم تحقيق معدلات مرتفعة ظاهريًا، مما يدعم الطرح الذي ينطلق منه هذا البحث، والمتمثل في ضرورة تقييم النمو الاقتصادي من خلال بنيته الكلية لا من خلال أرقامه فقط، لاسيما في ظل الاعتماد المفرط على التمويل الخارجي والطلب المحلي غير المتوازن.³⁵⁴

• تعد دراسة **Damill, Frenkel, & Rapetti (2015)** من الدراسات المحورية التي تناولت أثر السياسات الاقتصادية الكلية على أداء الاقتصاد الكلي في دولة ناشئة عرفت تحولات عميقة بعد أزمة حادة. ركزت الدراسة على تحليل مسار السياسة الاقتصادية في الأرجنتين خلال الفترة 2002-2013، حيث بينت كيف ساهمت السياسات القائمة على الحفاظ على سعر صرف حقيقي تنافسي وتحقيق فائض في الميزانين المالي والخارجي، في دعم نمو الناتج المحلي خلال النصف الأول من العقد المدروس. كما ربطت الدراسة بوضوح بين استقرار التوازنات الكلية، خاصة التوازن الخارجي، وتحقيق نمو اقتصادي قوي، في ظل استمرار فجوة ادخار/استثمار تدار بفعالية من خلال سياسات مالية توسعية منضبطة.

غير أن الدراسة سجلت تغيرًا ملحوظًا في نتائج الأداء الاقتصادي ابتداءً من 2011، حيث قاد التحول نحو سياسات شعبية إلى تدهور الفوائض التوأم وتفاقم فجوة الادخار المحلي مقابل الاستثمار، مما ساهم في تعميق الاختلالات الخارجية وظهور بوادر أزمة ميزان مدفوعات. كما أبرزت كيف ساهمت هذه الاختلالات، إلى جانب تصاعد عدم اليقين وتراجع تدفقات رؤوس الأموال، في الدخول في ركود تضخمي هيكلي. وتسهم هذه الدراسة، في سياق البحث الحالي، في توضيح كيف أن غياب التوازن بين الادخار والاستثمار المحلي في بيئة ذات سعر صرف غير مستقر يمكن أن يقوّض استدامة النمو، ما يبرز أهمية استهداف توازنات الاقتصاد الكلي، لا سيما في الدول الناشئة المعرضة للصدمات الخارجية.³⁵⁵

³⁵⁴ Hansjörg Herr and Zeynep M. Sonat, "The Fragile Growth Regime of Turkey in the Post-2001 Period," *New Perspectives on Turkey*, no. 51 (2014): 35-68.

³⁵⁵ Mario Damill et al., "Macroeconomic Policy in Argentina During 2002-2013," *Comparative Economic Studies* 57 (2015): 369-400.

• في دراسة قياسية قام **Tchikou و Belhia (2018)** بتحليل العلاقة بين أزمات العملة والنمو الاقتصادي في تركيا، باعتبارها نموذجا لاقتصاد ناشئ تأثر بعدة أزمات صرف خلال العقود الماضية. استخدمت الدراسة بيانات سنوية للفترة 1970-2017، حيث تم اعتماد الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمؤشر للنمو الاقتصادي، في مقابل مؤشر مركب لأزمات العملة يمثل المتغير المستقل الأساسي. ومن أجل دراسة العلاقة الديناميكية بين المتغيرين، استخدم نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، نظرا لقدرته على تحليل العلاقات في الأجلين القصير والطويل بين سلاسل زمنية متكاملة من مراتب مختلفة.

أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية ومعنوية في الأجل الطويل بين أزمات العملة ومعدل النمو الاقتصادي، بما يعكس الأثر التراكمي لاختلالات القطاع الخارجي على النشاط الاقتصادي الحقيقي. في المقابل، لم تظهر النتائج وجود تأثير معنوي في الأجل القصير، وهو ما يعكس تأخر آلية انتقال أثر الأزمة النقدية إلى مؤشرات النمو الحقيقي. وقد خلصت الدراسة إلى أهمية الحفاظ على استقرار سعر الصرف كأداة مركزية في تعزيز النمو، مع الدعوة إلى تقوية الأساسيات الاقتصادية (مثل احتياطات النقد الأجنبي والانضباط المالي) للوقاية من الأزمات مستقبلا. تعد هذه الدراسة مساهمة قيّمة في الأدبيات الاقتصادية من حيث ربطها بين الصدمات الخارجية وأداء الاقتصاد الكلي في دولة نامية ضمن نموذج زمني طويل المدى.³⁵⁶

• تعد دراسة **Lartey (2019)** من الأعمال التطبيقية الرائدة التي تناولت العلاقة بين التحويلات المالية ورصيد الحساب الجاري في الاقتصادات النامية والناشئة. استندت الدراسة إلى عينة واسعة تشمل 93 دولة خلال الفترة 1970-2014، و استخدم الباحث نماذج بيانات بانل ديناميكية مع تقنيات التقدير بواسطة الطريقة المعممة للحظات (GMM) لتقييم أثر التحويلات على الحساب الجاري، مع تصنيف الدول وفق نظام سعر الصرف. وقد أظهرت النتائج أن التحويلات تسهم في تعزيز رصيد الحساب الجاري في الأجل القصير، غير أن هذا التأثير قد ينعكس سلبا في الأجل الطويل، خاصة في الدول ذات أسعار الصرف المرنة، حيث تؤدي تدفقات التحويلات إلى ضغوط تصاعدية على سعر الصرف الحقيقي، مما يضعف تنافسية الصادرات.

وتجدر الإشارة إلى أن عددا من الدول المشمولة في دراسة Lartey تتقاطع مع عينة البحث الحالي، بما في ذلك المكسيك، البرازيل، الأرجنتين، الفلبين، إندونيسيا، تايلند، ماليزيا وتركيا، وهي دول ذات خصائص

³⁵⁶ F. Tchikou and Y. Belhia, "Currency Crises and Economic Growth of Emerging Countries: An Analysis for Turkish Economy in 1970-2017," *مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة*, no. 2 (2018): 245-260. <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/93373>.

اقتصادية وبنوية متباينة، لكنها تشترك في كونها من الاقتصادات الصاعدة التي تستقبل تحويلات مالية مهمة من الخارج. ويساهم هذا التقاطع في تعميق المقارنة وتحقيق قدر من التكامل بين النتائج السابقة والتحليل الراهن، لاسيما في ما يتعلق بتأثير التحويلات ضمن سياقات اقتصادية متميزة بسياسات صرف مختلفة ومستويات متفاوتة من الانكشاف الخارجي.³⁵⁷

• في دراسة تناولت الاقتصاد المكسيكي خلال الفترة 1993-2017، قامت **Tchiko و Belhia (2019)** بتحليل العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية المرتبطة بالأزمات المالية والنمو الاقتصادي، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL). حيث اعتبر الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (GDP) المتغير التابع، في حين شملت المتغيرات المستقلة كلا من سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REE)، ومعدل التضخم (INF)، والحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (CA)، وسعر الفائدة الحقيقي (TR)، والاستثمار الأجنبي المباشر (FDI)، والادخار الإجمالي (GS)، والصادرات كنسبة من الناتج المحلي (T_EXPO).

أظهرت نتائج اختبار الحدود وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، ما يبرر استخدام نموذج ARDL لتقدير العلاقة في الأجلين القصير والطويل. وقد بينت التقديرات طويلة الأجل وجود تأثير إيجابي ومعنوي لكل من سعر الصرف الفعلي الحقيقي، والتضخم، والادخار على النمو الاقتصادي، بينما سجل تأثير سلبي لكل من الحساب الجاري، والاستثمار الأجنبي المباشر، وسعر الفائدة الحقيقي. توصلت الدراسة إلى أن استقرار المتغيرات الاقتصادية الكلية وتعزيز فعالية الادخار المحلي يشكلان محددات رئيسية للنمو المستدام في المكسيك، خاصة في سياق ما بعد الأزمة المالية التي عرفت البلاد منتصف التسعينات.

358

• دراسة **Gomes, Luiz (2020)**، تعد من الدراسات البارزة التي تناولت أثر السياسات الاقتصادية الكلية على مسار النمو في الأسواق الناشئة، وخاصة في السياق البرازيلي خلال الفترة 1999-2019. انطلقت الدراسة من الإطار النظري الكينزي الهيكلي، لتقييم مدى فعالية استراتيجية النمو المعتمدة على تدفقات رأس المال الأجنبي. وقد خلصت الدراسة إلى أن هذه الاستراتيجية، التي سعت إلى تعويض نقص الادخار المحلي عبر الاستدانة الخارجية، أسفرت عن ضغوط مستمرة لتقدير سعر صرف العملة المحلية، مما أثر سلباً على القدرة التنافسية للقطاع الصناعي وأسهم في تفاقم ظاهرة "المرض الهولندي".

³⁵⁷ Emmanuel KK Lartey, "The Effect of Remittances on the Current Account in Developing and Emerging Economies," *Economic Notes: Review of Banking, Finance and Monetary Economics* 48, no. 3 (2019). <https://doi.org/10.1111/ecno.12149>.

³⁵⁸ Yamina Belhia and Faouzi Tchiko, "Financial Crises and Growth: An Empirical Analysis from Emerging Mexican Economy A Long Run Perspective," *المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية* 6, no. 2 (2019): 341-354.

كما أكدت الدراسة أن هذا النموذج التنموي أدى إلى تفاقم اختلالات الاقتصاد الكلي، لا سيما من حيث تدهور الميزان الخارجي وارتفاع فجوة الادخار والاستثمار. فقد أدت التدفقات الرأسمالية إلى ضعف الحافز على زيادة الادخار المحلي، مما جعل الاقتصاد عرضة للتقلبات الخارجية، وحد من قدرته على تحقيق نمو مستدام. ومن هنا، تبرز نتائج هذه الدراسة أهمية تبني استراتيجيات تنموية تعتمد على التوازن الداخلي وتعزيز الادخار المحلي، الأمر الذي يعد ذا صلة مباشرة بموضوع البحث الحالي المتعلق بتحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على النمو الاقتصادي وتوازن الحساب الجاري في الدول الناشئة مثل البرازيل.³⁵⁹

• تناولت دراسة **Agarwal و Vandana (2021)** تجارب الأزمات في أسعار الصرف في كل من أمريكا اللاتينية، شرق آسيا، والهند، مركزة على التفاعلات بين اختلال التوازنات الكلية، ضعف الاحتياطيات الأجنبية، وارتفاع معدلات العجز المالي. بينت الدراسة أن الأزمات في المكسيك والبرازيل خلال التسعينيات يمكن تفسيرها ضمن إطار نموذج الجيل الأول، حيث أدت السياسات المالية التوسعية غير المستدامة إلى فقدان الثقة في نظام سعر الصرف الثابت، مما أدى إلى هروب رؤوس الأموال وانحيار العملة. في المقابل، رصدت الدراسة تعقيدا أكبر في أزمات شرق آسيا، مثل كوريا الجنوبية وإندونيسيا، حيث لعبت الاختلالات في القطاع المالي والانكشاف المفرط على التمويل الخارجي دورا أكبر، ما استدعى استخدام نماذج متعددة الأجيال. كما ناقشت الدراسة ما بعد الأزمة، مشيرة إلى أن البلدان التي تبنت إصلاحات هيكلية، وحافظت على انضباط مالي وتحولت إلى نظم صرف أكثر مرونة، مثل كوريا الجنوبية، حققت تعافيا سريعا في النمو الاقتصادي وتحسنا في الحساب الجاري، على عكس بعض دول أمريكا اللاتينية التي استمر فيها التباطؤ بسبب هشاشة الإطار المؤسسي وضعف الحوكمة الاقتصادية.³⁶⁰

• في دراسة **Mamun, Bal و Basher (2021)** قاموا بتحليل أثر اختلال سعر الصرف الحقيقي على النمو الاقتصادي التركي خلال الفترة 1980-2016. اعتمدت الدراسة على تقدير سعر الصرف التوازني باستخدام منهجية المعادلة الواحدة وتقنية التكامل المشترك لجوهانسن، ثم استخدمت نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لتحليل العلاقة بين اختلال سعر الصرف والنمو الاقتصادي. شملت المتغيرات الأساسية الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، سعر الصرف الحقيقي، صافي الأصول الأجنبية، الانفتاح التجاري، فروق الإنتاجية، وشروط التبادل التجاري.

³⁵⁹ Luiz Gomes, *Brazil's Economic Growth Strategy: The Last Two Decades (1999-2019)*, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper no. 963, 2020.

³⁶⁰ Manmohan Agarwal and T. R. Vandana, "Exchange Rate Crises: Experiences of Latin America, East Asia and India," *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance* 10, no. 2 (2021): 158-178.

توصلت النتائج إلى أن اختلال سعر الصرف الحقيقي يؤثر بشكل سلبي على النمو الاقتصادي في تركيا، حيث أن تقليل قيمة العملة لا يدعم النمو، في حين أن زيادة قيمة العملة تسهم في تعزيزه، في تناقض جزئي مع الأدبيات التقليدية التي تروج لفوائد تخفيض قيمة العملة في دعم التنافسية. وخلصت الدراسة إلى ضرورة اتباع سياسات صرف متوازنة تضمن استقرار السعر الحقيقي للعملة وتجنب اختلالاته المزمنة، نظرا لتأثيره الهيكلي على ديناميات النمو في الاقتصاد التركي.³⁶¹

• قدمت دراسة **Wu و Pan (2021)** تحليلا مقارنا لديناميكيات النمو الاقتصادي في بلدان الأسواق الناشئة، مركزة على التحولات الهيكلية التي شهدتها بعد الأزمات المالية، خصوصا في آسيا. وأبرزت أن استدامة النمو ترتبط بعوامل هيكلية كارتفاع الادخار، تحسن إنتاجية العمل، والانفتاح التجاري المدروس، في مقابل هشاشة بعض الاقتصادات أمام الصدمات الخارجية بسبب ضعف الحوكمة والاعتماد على صادرات أولية.

اعتمدت الدراسة على بيانات كلية من مصادر دولية دون الاختصار على دول معينة، مما منحها طابعا شموليا، مع إبراز الفروقات البنيوية بين مناطق الأسواق الناشئة. وتكمن أهميتها في تحليلها للتفاعل بين السياسات الاقتصادية الداخلية والظروف الخارجية، بما يتيح فهما أعمق لمحددات النمو في بيئات اقتصادية ناشئة ومعرضة للتقلبات.³⁶²

• في دراسة **Amatyakul et al. (2021)** طور الباحثين نموذجا ديناميكيا عشوائيا للتوازن العام (DSGE) مخصصا لاقتصاد تايلند، بغرض تحليل أكثر تكاملا للسياسات الاقتصادية، مع التركيز على السياسة النقدية وتفاعلها مع المتغيرات الكلية. اعتمد الباحثون على بيانات ربع سنوية لتايلند خلال فترة الألفينيات خاصة في فترة الأزمة المالية العالمية 2008 و خلال أزمة كوفيد-19، وقاموا بمعايرة النموذج على الخصائص البنيوية للاقتصاد المحلي، آخذين بعين الاعتبار هيكل السوق، سلوك الوكلاء الاقتصاديين، والصدمات الخارجية. وشملت المتغيرات الأساسية في النموذج: الناتج المحلي الحقيقي، التضخم، سعر الفائدة، الفجوة الإنتاجية، والميزان التجاري، مما مكنهم من تتبع آلية انتقال السياسة النقدية وقياس فعاليتها في بيئات مختلفة من عدم اليقين.

توصلت الدراسة إلى أن السياسة النقدية في تايلند تظل فعالة نسبيا في استقرار التضخم والناتج، إلا أن أثرها على توازن الحساب الجاري وفجوة الادخار والاستثمار يعتمد على طبيعة الصدمة الاقتصادية ونوع

³⁶¹ Abdulla Hil Mamun et al., "Does Currency Misalignment Matter for Economic Growth?—Evidence from Turkey," *EuroMed Journal of Business* 16, no. 4 (2021): 471-486.

³⁶² Shuyu Wu and Qingzhong Pan, "Economic Growth in Emerging Market Countries," *Global Journal of Emerging Market Economies* 13, no. 2 (2021): 192-215.

الاستجابة السياسية المصاحبة. وأظهرت النتائج أهمية دمج السياسة النقدية ضمن إطار تحليلي متكامل يأخذ بعين الاعتبار التفاعلات بين أدوات السياسة المختلفة، لا سيما في ظل بيئة اقتصادية تتسم بالتقلبات الخارجية. ويعد هذا الطرح مهماً لبحثي، إذ يبرز كيف يمكن للسياسات الكلية، وبخاصة النقدية، أن تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على التوازنات الخارجية والنمو في دول ناشئة، ما يعزز المقارنة بين تجربة تايلند ودول أخرى كالبرازيل والمكسيك وماليزيا ضمن نطاق الدراسة.³⁶³

• في دراسة **Sek، Ariç، و Rocha de Sousa (2021)** قاموا بتحليل محددات ميزان الحساب الجاري في دول آسيوية ناشئة هي: الهند، إندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، وتايلاند، وذلك خلال الفترة 1986-2015. استخدمت الدراسة نماذج بيانات بانل وتقنيات التكامل المشترك والسببية لتقدير العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات الكلية وميزان الحساب الجاري. وقد ركز الباحثون على اختبار تأثير النمو الاقتصادي، الإنفاق الحكومي، أسعار الفائدة الحقيقية، وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، سعيًا لتحديد العوامل التي تفسر التفاوت في أداء الحساب الجاري بين هذه الدول الناشئة.

أظهرت النتائج أن النمو الاقتصادي والإنفاق الحكومي لهما تأثير معنوي طويل الأجل على ميزان الحساب الجاري في أغلب الدول المدروسة، مما يشير إلى أن التغيرات في معدلات الادخار المحلي والسياسات المالية تلعب دوراً محورياً في استدامة التوازنات الخارجية. في المقابل، لم تكن أسعار الفائدة الحقيقية وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ذات دلالة إحصائية ثابتة في معظم النماذج. وتكتسب هذه النتائج أهمية خاصة في ضوء موضوع الدراسة الحالية التي تبحث في أثر المتغيرات الكلية، وخاصة فجوة الادخار والاستثمار على النمو الاقتصادي وتوازن الحساب الخارجي في دول ناشئة، ما يعزز من أهمية السياسات الهيكلية الكفيلة بتحسين قدرة هذه الدول على امتصاص الصدمات الخارجية.³⁶⁴

• تعد دراسة **Osipian (2023)**، مساهمة بنيوية في فهم العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء الناتج المحلي الحقيقي في الاقتصاد الروسي خلال الفترة 1990-2020. تناولت الدراسة تطور مكونات الطلب الكلي، خاصة الاستهلاك الخاص والاستثمار الثابت الإجمالي، وبيّنت أنهما شكلا المحركين الأساسيين للنمو الاقتصادي الروسي خلال العقود الثلاثة الماضية. كما ناقشت الدراسة دور المتغيرات النقدية، مثل التضخم وأسعار الفائدة وسعر الصرف، وأثرها على القدرة الشرائية والاستثمار، فضلاً عن تحليل اتجاهات البطالة وفعاليتها كمؤشر لقياس كفاءة استخدام الموارد. وتبرز الدراسة كيف

³⁶³ Pongpitch Amatyakul et al., *Revisiting Thailand's Monetary Policy Model for an Integrated Policy Analysis*, Puey Ungphakorn Institute for Economic Research, no. 164, 2021.

³⁶⁴ Kivanç Halil Ariç et al., "Current Account Balance in Emerging Asia," *Studies in Business & Economics* 16, no. 1 (2021): 23-35.

أن الديناميكية بين هذه المتغيرات خلقت تفاوتات في النمو الحقيقي، خاصة في الفترات التي شهدت اختلالات بين الادخار المحلي ومستويات الاستثمار أو تقلبات في الميزان التجاري.

تعد هذه النتائج وثيقة الصلة بموضوع البحث الحالي، الذي يهدف إلى قياس أثر مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في عشر اقتصادات ناشئة، من بينها روسيا . وتقدم دراسة Osipian إطاراً تحليلياً ثرياً يمكن توظيفه لفهم آليات انتقال الأثر من اختلالات التوازن الكلي إلى تقلبات في الناتج الحقيقي، خصوصاً في الاقتصادات التي تمر بمرحلة تحول هيكلية وتعتمد على التفاعل بين قوى السوق والسياسات الاقتصادية.³⁶⁵

• في دراسة حديثة أجراها **Lastauskas و Nguyen (2024)**، تم تحليل الآثار غير المباشرة للسياسة النقدية الأمريكية على اقتصادات الأسواق الناشئة، وذلك في ظل فترات تتسم بارتفاع مستويات عدم اليقين المرتبط بتوجهات السياسة النقدية. استخدم الباحثان نموذج الانحدار الذاتي العالمي المصحوب بتقلبات عشوائية (GVAR-SV)، الذي يسمح برصد التأثيرات المتبادلة عبر الاقتصادات ضمن بيئة ديناميكية تأخذ في الحسبان الصدمات غير المتوقعة وتفاوت الاستجابات عبر الزمن. وقد شملت العينة 32 اقتصاداً، من بينها 17 دولة ناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية، تغطي فترة زمنية طويلة تمتد من أوائل الألفية الثانية حتى ما بعد جائحة كوفيد-19، مما يعزز مصداقية النتائج وارتباطها بالتحويلات الكبرى في الاقتصاد العالمي.

أظهرت نتائج الدراسة أن تشديد السياسة النقدية الأمريكية، ولا سيما من خلال رفع أسعار الفائدة، يُفضي إلى تراجع في الناتج المحلي الحقيقي وتقلب في أسعار الصرف وتدفقات رأس المال في الدول الناشئة، خاصة في ظل ارتفاع مستوى عدم اليقين بشأن مسار السياسة النقدية في الولايات المتحدة. وقد بينت الدراسة أن هذه التأثيرات تنتقل عبر قنوات متعددة، أبرزها القنوات التجارية والمالية، إضافة إلى قنوات التوقعات والسلوك الاستثماري. كما اتضح أن اقتصادات أمريكا اللاتينية أكثر عرضة لهذه الصدمات مقارنة بنظيراتها الآسيوية. وتؤكد الدراسة بذلك على أهمية تقوية الأطر المؤسسية والسياسات الاحترازية الكلية في الدول الناشئة لمواجهة تداعيات التقلبات العالمية في السياسات النقدية للدول الكبرى.³⁶⁶

• في دراسة حديثة أجراها **Kulikova, Maria V., David R. Taylor, and Gennady Yu Kulikov (2024)**، تم تحليل تطور الكفاءة السوقية في أسواق الأسهم التابعة لدول البريكس (البرازيل،

³⁶⁵ Ararat L. Osipian, "Consumption, Investment, Debt, Inflation, and Unemployment in Russia," in *Sustainable Economic Growth in Russia: A Structuralist Approach* (Springer Nature Switzerland, 2023), 139-157.

³⁶⁶ Povilas Lastauskas and Anh Dinh Minh Nguyen, "Spillover Effects of US Monetary Policy on Emerging Markets Amidst Uncertainty," arXiv preprint arXiv:2402.07266, 2024. <https://doi.org/10.48550/arXiv.2402.07266>.

روسيا، الهند، الصين، وجنوب إفريقيا) خلال الفترة الممتدة من 1995 إلى 2020، مع تركيز خاص على فترات الأزمات الاقتصادية العالمية مثل الأزمة المالية لسنة 2008 وجائحة كوفيد-19. استخدمت الدراسة نماذج انحدار ذاتي بمتغيرات زمنية (TV-AR) مدمجة مع تقلبات مشروطة، إضافة إلى مرشح كالمان لاستخلاص الديناميكيات الزمنية للكفاءة في شكلها الضعيف. وخلصت النتائج إلى أن كفاءة الأسواق الناشئة ليست ثابتة بل تتغير بمرور الزمن، متأثرة بدرجة متفاوتة بالصدمات الاقتصادية الكبرى، وهو ما يدعم فرضية السوق التكيفية³⁶⁷ (AMH).

وقد أظهرت الدراسة تباينا واضحا في استجابة هذه الأسواق للصدمات الخارجية، خاصة ما بين البرازيل وروسيا من جهة، وبقية دول العينة من جهة أخرى. فعلى الرغم من أن السوقيين البرازيلي والروسي تأثرا بالأزمة المالية العالمية، إلا أنهما أظهرتا قدرة نسبية على الصمود وتحقيق استقرار أكبر خلال أزمة كوفيد-19 مقارنة بالأسواق الأخرى. تعكس هذه النتائج وجود آليات محلية مؤسسية ومالية متفاوتة في مواجهة الصدمات العالمية، ما يجعل من تحليل ديناميكيات الكفاءة في هذه الأسواق مسألة مركزية لفهم طبيعة تقلباتها ومدى انكشافها الخارجي. وتكتسي هذه النتائج أهمية خاصة للدراسات التي تهتم بتأثير عدم الاستقرار العالمي على الاقتصادات الناشئة، ولا سيما البرازيل وروسيا، بالنظر إلى دورهما المركزي في المنظومة المالية للدول الناشئة.³⁶⁸

• في دراسة **Yujuan Qiu (2024)** حللت الباحثة العلاقة بين تعميق القطاع المالي والنمو الاقتصادي في عدد من الأسواق الناشئة التي اعتمدت على أنظمة مجلس العملة خلال الفترات 1990-2020، مع التركيز على حالات مثل ماليزيا وهونغ كونغ. تعتمد الدراسة على إطار نظري يدعم وجود علاقة غير خطية بين مؤشرات تطور القطاع المالي (مثل نسبة الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، وحجم التداول في الأسواق المالية) والنمو الاقتصادي الحقيقي. وقد استخدمت الباحثة أساليب قياسية متنوعة مثل نماذج الانحدار الذاتي الموزع (ARDL) وتقنيات العتبة (Threshold Regression) لاختبار ما إذا كان تعميق القطاع المالي³⁶⁹ يعزز النمو ضمن حدود معينة فقط.

³⁶⁷ فرضية السوق التكيفية (AMH) تفترض أن كفاءة الأسواق المالية ليست ثابتة، بل تتغير بمرور الوقت وفقا لتغيرات البيئة الاقتصادية وسلوك المستثمرين. بخلاف فرضية كفاءة السوق التقليدية، ترى AMH أن الأسواق تتكيف مع الصدمات والمعطيات الجديدة، مما يجعل الكفاءة نسبية وديناميكية.

³⁶⁸ Maria V. Kulikova et al., "Evolving Efficiency of the BRICS Markets," *Economic Systems* 48, no. 1 (2024): 101166. <https://doi.org/10.48550/arXiv.2403.05233>.

³⁶⁹ التعميق المالي هو عملية توسيع وتطوير النظام المالي في بلد ما، بحيث تتوفر خدمات مالية أكثر وأفضل للجميع، مما يسهل جمع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار لدعم النمو الاقتصادي.

أما في حالة ماليزيا، فقد أظهرت النتائج تباينا في فعالية القطاع المالي خلال المدة المدروسة، حيث ساهمت التطورات المالية في دعم النمو الاقتصادي خلال فترات الاستقرار الكلي (خصوصا في أوائل الألفينيات)، بينما أدت إلى نتائج معاكسة خلال فترات الأزمات المالية أو ارتفاع معدلات عدم اليقين. توصلت الدراسة إلى أن مدى استفادة الاقتصاد الماليزي من تعميق القطاع المالي يرتبط بشروط الاقتصاد الكلي السائدة، كما أكدت على ضرورة مراعاة الاستقرار المالي والرقابة الكلية عند تصميم سياسات تعميق القطاع المالي في بيئات اقتصادية قائمة على أنظمة ربط العملة أو الاستهداف الصارم لسعر الصرف.³⁷⁰

• في دراسة حول الدين الخارجي لإندونيسيا، يعالج **Chalid و Utama (2024)** إشكالية تطور المديونية الخارجية في سياق التغيرات السياسية والتحولات المالية على مدى ربع قرن. وقد اعتمد الباحثان نموذج التأثيرات الثابتة الديناميكي (Dynamic Fixed-Effect Model) لتحليل بيانات ربع سنوية تغطي الفترة 1999-2023، مع إدراج مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل العجز المالي، الإيرادات الجبائية، التضخم، ومؤشر عدم اليقين العالمي، إضافة إلى متغيرات صورية تمثل تعاقب أربعة أنظمة حكم مختلفة.

توصلت الدراسة إلى أن الدين الخارجي لإندونيسيا يتمتع بدرجة عالية من التبعية الذاتية، ما يشير إلى أهمية العوامل التاريخية في تحديد مستواه. كما أظهرت النتائج أن ارتفاع الإيرادات الجبائية يعزز من قدرة الدولة على الاقتراض الخارجي، بينما لم يكن لعجز الميزانية أو التحولات السياسية أثر دال إحصائيا في معظم النماذج. وتبرز هذه النتائج أهمية الاستقرار المالي ومثانة القاعدة الضريبية كدعائم لضبط فجوة الادخار والاستثمار، وهو ما يجعل هذه الدراسة ذات صلة ببحثنا الذي يناقش أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية، خاصة المديونية الخارجية والتمويل العمومي، على النمو الاقتصادي وتوازن الحساب الخارجي في الدول الناشئة.³⁷¹

• في دراسة حديثة، تناول **Athukorala و Suanin (2025)** موضوع النمو الاقتصادي وتحولات الادخار في آسيا من منظور مقارن، مركزين على التباين بين التجارب الوطنية في دول شرق وجنوب شرق آسيا، بما في ذلك الصين، الهند، إندونيسيا، ماليزيا، الفلبين وتايلاند. هدفت الدراسة إلى تحليل ما إذا كانت هناك مسارات موحدة أو متباينة في علاقة الادخار بالنمو، مستندة إلى إطار نظري يدمج بين فرضيات نموذج سولو للنمو ومقاربة التحول الهيكلي في الاقتصاديات النامية. وقد خلص الباحثان إلى

³⁷⁰ Yujuan Qiu, "Financial Deepening and Economic Growth in Select Emerging Markets with Currency Board Systems: Theory and Evidence," arXiv preprint arXiv:2406.00472, 2024. <https://doi.org/10.48550/arXiv.2406.00472>.

³⁷¹ M. Munip Utama and Phenī Chalid, "Indonesia's External Debt Odyssey: Impact of Fiscal and Political Changes from 1999 to 2023," *Journal of Developing Economies* 9, no. 2 (2024): 282-302.

أن التحول في معدلات الادخار - سواء الخاص أو الحكومي - لعب دوراً محورياً في تفسير ديناميكيات النمو في الأجلين المتوسط والطويل، مع اختلاف كبير في توقيت وشدة هذا التحول بين الدول.

اعتمدت الدراسة على بيانات PANEL تغطي الفترة الممتدة من ستينيات القرن العشرين حتى أوائل 2020، واستخدمت أدوات تحليل اقتصادية قياسية، بما في ذلك اختبارات الجذور والوحدات، ونماذج تصحيح الخطأ، لرصد العلاقة الديناميكية بين معدلات الادخار ومعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. وقد أظهرت النتائج أن البلدان التي تمكنت من تعزيز معدلات الادخار المحلي، لاسيما الادخار الخاص، شهدت أداء اقتصاديا أفضل وأكثر استدامة، في حين ظلت البلدان التي اعتمدت بدرجة أكبر على الادخار الخارجي أو كانت تعاني فجوات كبيرة بين الادخار والاستثمار عرضة لتقلبات خارجية واختلالات في ميزان الحساب الجاري، وهو ما يشكل إطاراً مقارناً ذا صلة مباشرة بتحليل فجوة الادخار والاستثمار في الاقتصادات الناشئة الأخرى.³⁷²

و فيما يلي جدول يجمع عدد من الدراسات السابقة:

الجدول 04: الدراسات السابقة

الباحث والسنة	موضوع الدراسة	العينة والفترة	المنهجية / النموذج	أهم المتغيرات أو محور التحليل	أهم النتائج
Cartapanis, Dropsy & Mametz (1998)	مؤشرات الهشاشة لتفسير الأزمات النقدية	دول من أمريكا اللاتينية وآسيا (1971-1997)	نماذج أحادية ومتعددة الهشاشة	الاحتياطات - الديون - النمو النقدي	مؤشرات الهشاشة فسّرت أزمات أمريكا اللاتينية لكنها فشلت في آسيا
Krugman (1999)	نموذج الجيل الثالث للأزمات المالية	أزمات آسيا	نموذج ميزانيات الشركات والبنوك	سعر الصرف - الديون الأجنبية - ميزانيات الشركات	انخفاض العملة يفاقم الأزمات عبر أثر الميزانيات
Kaminsky & Reinhart (1999)	الأزمات الثنائية (عملات + بنوك)	20 اقتصاد ناشئ	نموذج الإنذار المبكر	الكتلة النقدية - الائتمان - التضخم - سعر الصرف الحقيقي	الأزمة البنكية تسبق أزمات العملة
Loayza, Schmidt-Hebbel & Servén (2000)	محددات الادخار في الدول النامية	100 دولة (1965-1994)	Panel ديناميكي	الادخار الخاص - الديموغرافيا - السياسة المالية	ضعف الادخار يعمق الهشاشة ويقلص الاستثمار
Feldstein (2003)	تحليل مقارن لأزمات التسعينات	المكسيك - آسيا - روسيا - البرازيل	تحليل نوعي	تدفقات رؤوس الأموال - سعر الصرف	الاعتماد على تدفقات قصيرة الأجل أدى لأزمات حادة
Aghion, Howitt & Mayer-Foulkes (2005)	تطور القطاع المالي والنمو	80 دولة (1960-1995)	نموذج نمو داخلي + Panel	تطور النظام المالي - الادخار - الاستثمار	ضعف كفاءة النظام المالي يفاقم الأزمات

³⁷² Prema-chandra Athukorala and Wanissa Suanin, *Economic Growth and Savings Transition in Asia: Unity in Diversity*, Arndt-Corden Department of Economics, Crawford School of Public Policy, ANU College of Asia and the Pacific, no. 2025-03, 2025.

Tchiko (2010)	نموذج متعدد الأبعاد للآزمات المالية	دول ناشئة	إطار نظري + تطبيقي	المديونية – الاحتياطيات – صدمات الفائدة	الآزمات نتيجة تفاعل تراكمات هيكلية وصدمات
Agarwal & Vandana (2021)	مقارنة آزمات الصرف في أمريكا اللاتينية وآسيا	المكسيك – البرازيل – شرق آسيا – الهند	تحليل مقارن + نماذج أجيال متعددة	العجز المالي – الاحتياطيات – الانكشاف الخارجي	آزمات أمريكا اللاتينية تفسر بنموذج الجيل الأول، أما شرق آسيا فيمزج من النماذج
Osipian (2023)	علاقة المتغيرات الكلية بالنمو في روسيا	روسيا (1990–2020)	تحليل تطوري بنيوي	الاستهلاك – الاستثمار – التضخم – الفائدة – سعر الصرف – البطالة	تفسير تذبذب النمو عبر ديناميكية الطلب الكلي وتقلبات الادخار والاستثمار
Yujuan Qiu (2024)	تعميق القطاع المالي والنمو في الأنظمة ذات ربط العملة	ماليزيا – هونغ كونغ (1990–2020)	ARDL + Threshold Regression	الائتمان الخاص – التداول المالي – سعر الصرف	أثر غير خطي: التعميق يفيد فقط ضمن استقرار كلي؛ وقد يضر خلال الآزمات
Athukorala & Suanin (2025)	الادخار والنمو في آسيا	الصين – الهند – إندونيسيا – ماليزيا – الفلبين – تايلند (1960–2020)	Panel – نماذج تصحيح الخطأ	الادخار الخاص والحكومي – النمو – فجوة S-I	الدول التي حسنت الادخار المحلي حققت نمواً أكثر استدامة، بينما كانت الدول المعتمدة على الادخار الخارجي أكثر هشاشة

المصدر: من إعداد الطالب

2. تحليل العلاقة بين المتغيرات الكلية و الناتج المحلي الحقيقي في الدول الناشئة محل الدراسة (2002–2023):

1.2 منهجية الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تطور التوازنات الاقتصادية الكلية في عشر دول ناشئة تعرضت لآزمات مالية حادة خلال تسعينيات القرن الماضي، وهي: المكسيك، تايلند، إندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، كوريا الجنوبية، البرازيل، الأرجنتين، روسيا، وتركيا، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2023. تشمل المنهجية شقين رئيسيين: شقا وصفيا تحليليا يرصد تطور المتغيرات الاقتصادية الكلية و قد تطرقنا إليه في الفصل الثاني، وشقا قياسيا يهدف إلى تقدير أثر هذه المتغيرات على الأداء الاقتصادي الحقيقي، ممثلا في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

1.1.2 مصادر البيانات:

تم جمع البيانات الكمية من مصادر موثوقة وذات مصداقية عالية، تشمل:

• البنك الدولي (World Bank).

• قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي (IMF).

- البنوك المركزية والمؤسسات الإحصائية الوطنية في الدول المعنية.

2.1.2 المتغيرات محل الدراسة وتعريفها:

- الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي³⁷³ (2015 US\$) (Real GDP)

يعبر عن القيمة الإجمالية للسلع والخدمات المنتجة داخل الاقتصاد، بعد استبعاد أثر التضخم. يستخدم كمؤشر للنشاط الاقتصادي الحقيقي.

- معدل البطالة³⁷⁴ (Unemployment Rate)

النسبة المئوية للقوة العاملة القادرة والراغبة في العمل والتي لا تجد عملاً فعلياً. يعد مؤشراً على أداء سوق العمل.

- سعر الصرف الفعلي الحقيقي³⁷⁵ (Real Effective Exchange Rate)

سعر الصرف الفعلي الحقيقي هو سعر الصرف الاسمي الفعلي المعدل وفقاً لمستوى الأسعار النسبية، ويستخدم كمؤشر على القدرة التنافسية الخارجية للاقتصاد.

- فجوة الادخار والاستثمار³⁷⁶ (Saving-Investment Gap as % of GDP)

تعبر عن الفرق بين ما يدخره الاقتصاد وما يستثمره، وتعد مؤشراً على مدى الاعتماد على التمويل الخارجي. وقد قمنا بحسابه بالفرق بين إجمالي الإيداع المحلي % GDP و إجمالي تكوين رأس المال (% من إجمالي الناتج المحلي).

³⁷³ <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD?end=2024&locations=TR-RU-TH-PH-MY-KR-ID-BR-AR-MX&start=2002>

³⁷⁴ <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?locations=MX-BR-AR-TH-ID-MY-PH-KR-TR-RU>

³⁷⁵ <https://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER?locations=BR-MX-MY-PH-KR-RU>
https://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Indice_tipo_cambio_multilateral_i.asp
<https://www.bot.or.th/en/statistics/economic-and-financial-index-and-indicators.html?filter1=FTR102&keyword=real+exchange+rate>
https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds=serieMarket/collapse_2/5868/DataGroup/turkish/bie_rktufey/#collapse_2

<https://fred.stlouisfed.org/series/RBIDBIS>

³⁷⁶ <https://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDS.TOTL.ZS?locations=AR-BR-MX-TH-PH-ID-MY-KR-TR-RU>
<https://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS?locations=MX-BR-AR-TH-PH-ID-MY-KR-TR-RU>

2.2 التحليل القياسي:

• الهدف من التحليل القياسي:

يهدف التحليل القياسي إلى تحديد مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، لفهم ما إذا كانت هذه الاقتصادات قد حسنت مرونتها وقدرتها على امتصاص الصدمات الخارجية، أم أنها لا تزال تعاني من اختلالات هيكلية تعيق نموها.

• الأداة القياسية المستخدمة: الانحدار المربعات الصغرى المعدل بالكامل (Fully Modified OLS – FMOLS)

يعد من أكثر أدوات الاقتصاد القياسي استخداماً لقياس العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، وهو الأسلوب الذي يسمح بمعالجة مشكلات الارتباط الذاتي والانحدار الكاذب في السلاسل الزمنية المدمجة من الدرجة الأولى.

يتم استخدام هذا النموذج لتقدير أثر مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDP) في الدول العشر خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2023، وذلك من خلال الاعتماد على بيانات سنوية تتعلق بمؤشرات سوق العمل، وسعر الصرف، إلى جانب فجوة الادخار والاستثمار. يهدف هذا التحليل إلى تقييم مدى استقرار التوازنات الاقتصادية الكلية وأثرها التراكمي على الأداء الاقتصادي الكلي في دولة نامية.

• توصيف النموذج وتقديره:

تم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعدل بالكامل (Fully Modified OLS – FMOLS) بصيغته التالية:

$$LGDP_{it} = \alpha_i + \beta_1(S - I)_{it} + \beta_2UNEMP_{it} + \beta_3REER_{it} + \varepsilon_t$$

حيث:

• **LGDP** : اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للدولة i في السنة t ، ويمثل النمو الاقتصادي.

تم أخذ اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LGDP) دون تطبيقه على المتغيرات المستقلة، وذلك لأن بعض المتغيرات (مثل فجوة الادخار-الاستثمار) قد تتخذ قيماً سالبة، مما يجعل اللوغاريتم غير

معرف. وبهذا، يمثل النموذج شبه لوغاريتميا (Semi-log Model) يسمح بتفسير المعاملات كنسب تغير في الناتج الحقيقي استجابة لتغير وحدة واحدة في المتغيرات التوضيحية.

- **UNEMP** : معدل البطالة.
- **REER** : سعر الصرف الفعلي الحقيقي.
- **S – I** : الفجوة بين الادخار والاستثمار كنسبة من الناتج المحلي (مع العلم أن القيمة سالبة تعني أن الاستثمار أعلى من الادخار).
- β_t : الحد الثابت.
- ε_t : الحد العشوائي.
- i : الدولة.
- t : الزمن.

1.2.2 اختبار التبعية المقطعية (Cross-sectional dependency)

تم تطبيق ثلاثة اختبارات لقياس وجود الترابط بين مقاطع العينة (الدول العشر)، وهي: اختبار Pesaran (2004)، واختبار Friedman (1937)، واختبار Frees (1995).

الفرضية الصفرية: (H_0) لا توجد تبعية مقطعية بين الدول.

الفرضية البديلة: (H_1) توجد تبعية مقطعية بين الدول.

أظهرت النتائج أن جميع القيم الاحتمالية كانت أقل من 0.01، مما يشير إلى رفض الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود تبعية مقطعية.

بالتالي، فإن اقتصادات الدول العشر تتأثر ببعضها البعض بشكل ملحوظ، ما يعكس وجود ترابط مالي وتجاري متبادل ناتج عن عولمة الأسواق المالية بعد الأزمات الآسيوية. (Pesaran, 2004)

هذا الترابط يجعل من الضروري استخدام اختبارات تأخذ في الحسبان هذا التفاعل، مثل اختبارات الجذر الأحادي والتكامل المشترك المعتمدة على مقارنة CIPS و Westerlund.

الجدول 05: اختبار التبعية المقطعية (Cross-sectional dependency)

```
. xtcsd, pesaran

Pesaran's test of cross sectional independence =      19.487, Pr = 0.0000

. xtcsd, friedman

Friedman's test of cross sectional independence =      143.549, Pr = 0.0000

. xtcsd, frees

Frees' test of cross sectional independence =      5.261
-----|-----
Critical values from Frees' Q distribution
alpha = 0.10 :      0.1174
alpha = 0.05 :      0.1537
alpha = 0.01 :      0.2225
```

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Stata17

2.2.2 اختبار تجانس الميل (Slope Homogeneity Test) :

تم استخدام اختبار **Pesaran and Yamagata (2008)** لتحديد ما إذا كانت معاملات الانحدار متماثلة بين الدول أم لا.

الفرضية الصفرية: (H_0) معاملات الانحدار متماثلة بين الدول (slope homogeneity)

الفرضية البديلة: (H_1) معاملات الانحدار غير متماثلة بين الدول (heterogeneity)

أظهرت النتائج قيمة إحصائية $\Delta = 14.391$ ودرجة معنوية $p = 0.000$ ، بما أن القيمة الاحتمالية أصغر من 0.01، ما يعني رفض فرضية تجانس الميل وقبول فرضية عدم التجانس.

بذلك، تختلف استجابات النمو الاقتصادي للمتغيرات التوضيحية من دولة لأخرى، وهو أمر منطقي نظرا لاختلاف البنى الإنتاجية وعمق الأسواق المالية في العينة.

وبناء عليه، فإن استخدام تقدير مشترك يأخذ هذا التباين في الاعتبار مثل **FMOLS** يعد مناسباً من الناحية المنهجية. (Pesaran and Yamagata, 2008)

الجدول 06: اختبار تجانس الميل (Slope Homogeneity Test)

```
. xthst lgdp SIGDP UNEMP REER
Testing for slope heterogeneity
(Pesaran, Yamagata. 2008. Journal of Econometrics)
H0: slope coefficients are homogenous
```

	Delta	p-value
	14.391	0.000
adj.	16.372	0.000

Variables partialled out: constant

.

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Stata17

3.2.2 اختبار السكون (CIPS Unit Root Tests) :

تم اختبار ثبات السلاسل الزمنية باستخدام اختبار CIPS المقترح من (Pesaran 2007) الذي يسمح بوجود تبعية مقطعية.

الفرضية الصفرية (H_0): السلسلة تحتوي على جذر وحدة (غير ساكنة).

الفرضية البديلة (H_1): السلسلة ساكنة. (Stationary)

النتائج بينت أن:

• متغير LGDP غير ساكن في المستوى لكنه يصبح ساكناً بعد الفرق الأول.

• فجوة S-I ساكنة عند المستوى بنسبة معنوية أقل من 10%.

• UNEMP و REER غير ساكنين في المستوى لكن ساكنان بعد الفرق الأول.

هذا يشير إلى أن المتغيرات مدمجة من الدرجة الأولى (1)، ما يتيح الانتقال إلى اختبار التكامل المشترك لفحص العلاقة طويلة الأجل.

الجدول 07: اختبار السكون LGDP

CIPS unit root test		
Null hypothesis: Unit root		
Test results:		
Statistic	t-stat	p-value
CIPS:	0.00000	>=0.10
Truncated CIPS:	0.00000	>=0.10
Critical values:		
Level	CIPS	Trunc. CIPS
1%	-2.00	-2.00
5%	-1.72	-1.72
10%	-1.58	-1.58

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Eviews12

الجدول 08: اختبار السكون S-I (%GDP)

☐ CIPS Unit Root Tests

CIPS unit root test		
Null hypothesis: Unit root		
Test results:		
Statistic	t-stat	p-value
CIPS:	-2.22334	<0.10
Truncated CIPS:	-2.22334	<0.10
Critical values:		
Level	CIPS	Trunc. CIPS
1%	-2.60	-2.60
5%	-2.34	-2.34
10%	-2.21	-2.21

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Eviews12

الجدول 09: اختبار السكون UNEMP

☐ CIPS Unit Root Tests

CIPS unit root test Null hypothesis: Unit root		
Test results:		
Statistic	t-stat	p-value
CIPS:	-1.25786	≥ 0.10
Truncated CIPS:	-2.23230	< 0.10
Critical values:		
Level	CIPS	Trunc. CIPS
1%	-2.60	-2.60
5%	-2.34	-2.34
10%	-2.21	-2.21

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Eviews12

الجدول 10: اختبار السكون REER

☐ CIPS Unit Root Tests

CIPS unit root test Null hypothesis: Unit root		
Test results:		
Statistic	t-stat	p-value
CIPS:	-2.20966	≥ 0.10
Truncated CIPS:	-2.20966	≥ 0.10
Critical values:		
Level	CIPS	Trunc. CIPS
1%	-2.60	-2.60
5%	-2.34	-2.34
10%	-2.21	-2.21

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Eviews12

4.2.2 اختبار التكامل المشترك (Westerlund Cointegration Test) :

الفرضية الصفرية: (H_0) لا توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات.

الفرضية البديلة: (H_1) توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات.

بما أن القيم الاحتمالية أقل من 0.01، نرفض الفرضية الصفرية ونستنتج وجود تكامل مشترك بين المتغيرات عند مستوى معنوية 1%، حيث بلغت قيمة إحصائية $P\text{-Variance Ratio} = 4.0773$ و $\text{value} = 0.0000$.

تم تأكيد النتيجة عبر النموذج البديل الذي يفرض تجانس المعاملات (All panels demean) بإحصائية 2.7782 واحتمالية 0.0027.

وهذا يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين النمو الاقتصادي، وفجوة الادخار-الاستثمار، والبطالة، وسعر الصرف الحقيقي الفعلي.

الجدول 11: اختبار التكامل المشترك (Westerlund Cointegration Test)

. xtointtest westerlund lgdp REER UNEMP SIGDP

Westerlund test for cointegration

Ho: No cointegration	Number of panels	=	10
Ha: Some panels are cointegrated	Number of periods	=	22

Cointegrating vector: Panel specific
 Panel means: Included
 Time trend: Not included
 AR parameter: Panel specific

	Statistic	p-value
Variance ratio	4.0773	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Stata17

الجدول 12: اختبار التكامل المشترك البديل

(Westerlund Cointegration All panels demean Test)

. xtointtest westerlund lgdp REER UNEMP SIGDP, allpanels demean

Westerlund test for cointegration

Ho: No cointegration Number of panels = 10
Ha: All panels are cointegrated Number of periods = 22

Cointegrating vector: Panel specific

Panel means: Included
Time trend: Not included
AR parameter: Same

Cross-sectional means removed

	Statistic	p-value
Variance ratio	2.7782	0.0027

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Stata17

5.2.2 نتائج نموذج FMOLS وتحليلها:

تم تقدير النموذج باستخدام طريقة FMOLS المناسبة للنماذج المدمجة من الدرجة الأولى والمتكاملة مشتركا.

الفرضية الصفرية: (H_0) لا يوجد أثر معنوي للمتغير المستقل على النمو الاقتصادي (المعامل = 0).

الفرضية البديلة: (H_1) يوجد أثر معنوي (المعامل $\neq 0$).

النتائج كانت كما يلي:

الجدول 13: نتائج نموذج FMOLS

المتغير	المعامل	القيمة الاحتمالية
(S-I)	-0.010687	0.000
UNEMP	-0.020464	0.000
REER	-0.000171	0.510

المصدر: من إعداد الطالب

وبالتالي، تقبل الفرضية البديلة فقط للمتغيرين الأولين، مما يعني أن العجز التمويلي والبطالة هما المحددان الرئيسيان للنمو الاقتصادي في العينة، بينما سعر الصرف ليس عاملاً حاسماً.

القيمة العالية لمعامل التحديد $R^2=0.9234$ تدل على أن المتغيرات المستقلة تفسر أكثر من 92% من التباين في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

وتعد هذه النتيجة مؤشراً قوياً على متانة النموذج وقدرته التفسيرية العالية.

تفسير المعاملات:

- المعامل السالب لـ S-I يؤكد أن اتساع فجوة التمويل (عجز الادخار عن الاستثمار) يسهم في زيادة النمو الاقتصادي على المدى القصير، لكنه في المقابل يعكس اعتماداً مرتفعاً على التمويل الخارجي، مما يزيد من هشاشة الاقتصاد أمام الأزمات.
- المعامل السالب والمهم لمتغير البطالة UNEMP يؤكد العلاقة العكسية بين النمو والتشغيل، بما يتوافق مع قانون أوكن.
- بينما يظهر أن أثر سعر الصرف الحقيقي الفعلي REER غير معنوي، مما قد يشير إلى أن السياسات النقدية والمرونة السعرية لم تعد محدداً حاسماً للنمو مقارنة بالعوامل البنوية.

الجدول 14: اختبار نموذج FMOLS

Dependent Variable: LGDP

Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)

Date: 10/25/25 Time: 11:24

Sample (adjusted): 2003 2023

Periods included: 21

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 210

Panel method: Pooled estimation

Cointegrating equation deterministics: C

First-stage residuals use heterogeneous long-run coefficients

Coefficient covariance computed using default method

Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S_I_____GDP_	-0.010687	0.001173	-9.113315	0.0000
UNEMP	-0.020464	0.003174	-6.447659	0.0000
REER	-0.000171	0.000260	-0.659633	0.5103
R-squared	0.923438	Mean dependent var	11.84366	
Adjusted R-squared	0.918774	S.D. dependent var	0.295776	
S.E. of regression	0.084297	Sum squared resid	1.399869	
Long-run variance	0.003071			

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Eviews12

6.2.2 تحليل العلاقة بين النمو والعجز في التمويل وكفاءة تشغيل الموارد المالية:

أظهرت نتائج نموذج FMOLS أن فجوة الادخار-الاستثمار $S-I$ ترتبط سلباً وبشكل معنوي بنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي معامل -0.010687 . وبما أن المتغير التابع في النموذج هو الناتج المحلي الحقيقي (LGDP)، والمتغير المستقل هو فجوة الادخار والاستثمار ($S-I$)، فإن الاتجاه السببي في هذه الدراسة يشير إلى أن الفجوة التمويلية تؤثر في النمو الاقتصادي. أي أن التغيرات في مستويات الادخار والاستثمار والعجز أو الفائض بينها، تمثل أحد محددات النمو في المدى الطويل.

تشير النتائج إلى أن اتساع الفجوة السالبة (أي تجاوز الاستثمار للادخار المحلي) يؤدي إلى ارتفاع مؤقت في الناتج المحلي الإجمالي، لكنه يعكس نمطا من النمو غير المستدام، قائما على التمويل الخارجي الذي قد يعرض الاقتصاد لاحقا لمخاطر الانكماش في حال تقلص تدفقات رؤوس الأموال.

تحليل المتوسطات السنوية للفجوة خلال الفترة 2002-2023 يظهر تباينا واضحا في أنماط التمويل بين الدول العشر. فقد سجلت ماليزيا $+12.94\%$ ، روسيا $+8.28\%$ ، وتايلند $+6.10\%$ فوائض ادخار كبيرة، بينما حققت كوريا الجنوبية $+2.87\%$ ، الأرجنتين $+3.05\%$ ، إندونيسيا $+1.55\%$ ، والبرازيل $+0.41\%$ فجوات قريبة من التوازن، في حين استمرت تركيا -2.35% ، المكسيك -3.23% ، والفلبين -5.30% في تسجيل فجوات سالبة، أي اعتماد واضح على التمويل الخارجي لتغطية الاستثمار المحلي.

لا تظهر هذه القيم فقط درجة الاعتماد على الخارج، بل تكشف أيضا كفاءة تشغيل التمويل المحلي. فالدول ذات الفوائض الكبيرة مثل ماليزيا وروسيا وتايلند تعبر عن قدرة مرتفعة على تعبئة المدخرات، لكنها تواجه قصورا في تحويل هذا الادخار إلى استثمار منتج داخلي، ما يؤدي إلى تراكم فوائض مالية غير موظفة أو تسربها إلى الخارج عبر الاستثمارات الأجنبية أو الاحتياطات النقدية. هذا الوضع يخلق نموا مكبوحا دون الإمكانيات الحقيقية المتاحة، لأن الموارد المالية لا تستخدم بكفاءة لتعزيز الإنتاجية المحلية.

أما الدول التي تقترب فجواتها من الصفر، مثل كوريا الجنوبية، إندونيسيا، البرازيل والأرجنتين، فتمثل ما يمكن وصفه بالتشغيل الأمثل للتمويل المحلي. فكل وحدة من الادخار تحول تقريبا إلى استثمار منتج داخل الاقتصاد، مما يؤدي إلى نمو مستقر وقابل للاستدامة. هذه الاقتصادات استفادت من إصلاحات التسعينات عبر تحسين كفاءة النظام المالي وتوجيه الموارد إلى قطاعات إنتاجية ذات قدرة تصديرية، وهو ما عزز مرونتها تجاه الصدمات الخارجية.

في المقابل، تظهر الاقتصادات ذات الفجوات السالبة المستمرة تركيا، المكسيك، والفلبين أنماط نمو تعتمد على التمويل الخارجي لتوسيع الاستثمار المحلي. ورغم أن هذا النمط قد يرفع النمو مؤقتا، إلا أنه يضعف

الأسس الهيكلية للاستدامة، إذ يجعل الناتج المحلي مرتبطا بتقلبات أسعار الفائدة وأسواق رأس المال العالمية. هذا الارتباط يعكس بوضوح أن النمو الاقتصادي في هذه الاقتصادات مرتبط بالعجز التمويلي، أي أن استمرار النمو مشروط بتوافر تمويل خارجي مستمر، ما يجعلها أكثر عرضة للأزمات في حال تغير الظروف المالية الدولية.

بناء على ما سبق، يمكن القول إن كفاءة تشغيل التمويل هي العامل الجوهرية الذي يحدد نمط العلاقة بين الفجوة والنمو:

- الدول ذات الفائض الكبير تواجه ركودا في تحويل المدخرات إلى استثمارات منتجة مما يكبح النمو.
 - الدول ذات الفجوة القريبة من الصفر تحقق توازنا مثاليا بين الادخار والاستثمار يعزز الاستقرار والمرونة.
 - أما الدول ذات الفجوة السالبة المستمرة فتظهر نموا مرتقعا هشا وغير مستدام يعتمد على التمويل الخارجي.
- وبالتالي، فإن نتائج الدراسة تؤكد أن الفجوة التمويلية ليست مجرد متغير مالي بل محدد بنيوي للنمو، وأن الإصلاحات التي تركز على رفع كفاءة تشغيل المدخرات داخليا تمثل الطريق الأنجع لتعزيز مرونة الاقتصادات أمام الصدمات، وتحويل النمو من نمط "مدفوع بالتمويل" إلى نمط "مدفوع بالإنتاجية".

7.2.2 تحليل مرونة التشغيل:

إذا تم حساب مرونة التشغيل استنادا إلى تقديرات FMOLS، نجد أن التأثير التراكمي للبطالة على النمو (-0.020464) يعادل تقريبا انخفاضا في الناتج الحقيقي بنسبة 2% لكل نقطة بطالة إضافية، غير أن هذا المتوسط يخفي تباينا مهما بين الدول:

ففي كوريا الجنوبية، وبفضل مستويات البطالة المنخفضة والمستقرة بين 2.7% و 3.9%، يؤدي أي انخفاض إضافي في البطالة إلى تحسن مباشر في النمو، ما يعكس هيكلًا إنتاجيًا قادرًا على الاستفادة من زيادة التشغيل.

و في تركيا، التي تراوحت فيها البطالة بين 9% و 14%، يبقى أثر تحسن البطالة على النمو محدودا بسبب اعتماد الاقتصاد على التمويل الخارجي ونمو غير مولد للتشغيل، مما يضعف انتقال تحسن ظروف العمل إلى الناتج.

تؤكد هذه النتيجة أن الاختلال في سوق العمل أحد العوامل البنيوية المفسرة لاستمرار هشاشة الاقتصادات المدروسة أمام الأزمات.

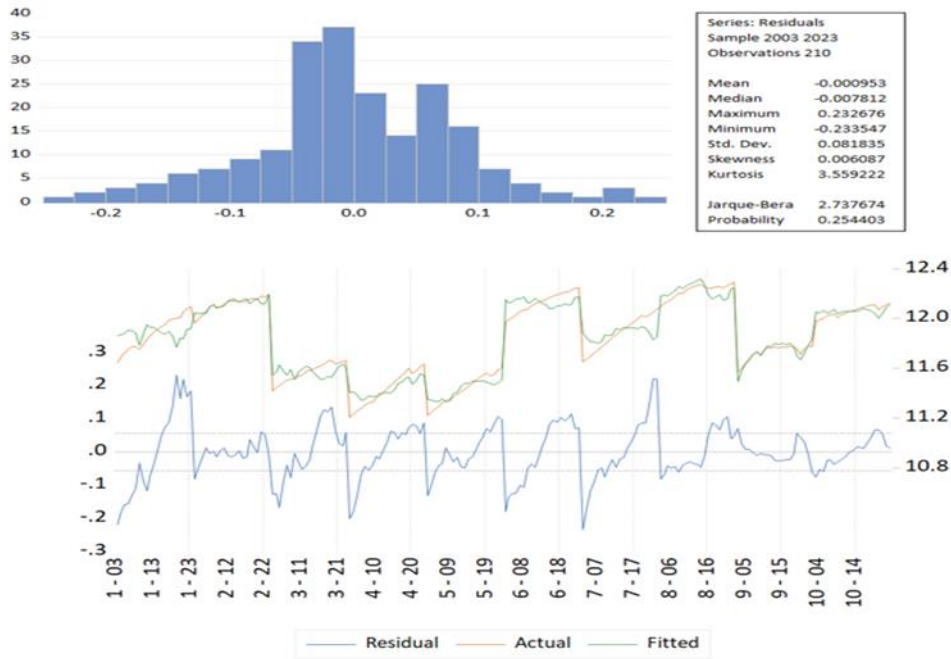
ففي حين نجحت بعض الدول في تحقيق نمو مدفوع بالادخار المحلي والاستثمار المنتج، لا يزال جزء من العينة يعاني من نمو غير مولد للتشغيل، يعتمد على تدفقات رأسمالية خارجية.

8.2.2 اختبارات ما بعد التقدير:

أظهرت نتائج اختبار توزيع البواقي أن القيم المعيارية تتبع توزيعاً طبيعياً.

حيث بلغت قيمة اختبار $Jarque-Bera = 2.7376$ مع احتمال $0.05 > 0.254$ ، مما يؤكد ملائمة النموذج وعدم وجود انحرافات هيكلية. كما تظهر الرسوم البيانية تقارب القيم الفعلية والمتوقعة للنمو، ما يعزز من صلاحية النموذج للتنبؤ.

البيان 52: اختبارات ما بعد التقدير



المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Eviews12

خلاصة:

أظهرت أدبيات أزمة التسعينات أن جذور الصدمات في الاقتصادات الناشئة كانت قائمة على اتساع الفجوة بين الادخار المحلي والاستثمار، وفتح الحسابات الرأسمالية قبل إتمام الإصلاح المؤسسي، ما أفضى إلى تراكم تمويل قصير الأجل ومضاربات على أسعار الصرف وانهيار ثقة المستثمرين، فتجلت الآثار في انكماش الناتج وارتفاع البطالة وتراجع مستويات المعيشة؛ وردت الحكومات بإصلاحات هيكلية شملت تعزيز الصرامة المالية وإصلاح القطاع المصرفي وتبني أطر رقابية واحترازية أحدثت تحسنا نسبيا بعد عام 2002، لكن الأدلة اللاحقة بينت تفاوتاً إقليمياً في النتائج: فالدول الآسيوية ككوريا الجنوبية طورت أسواق تمويل محلية أكثر قدرة على تحويل الادخار إلى استثمار منتج، بينما ظلت بعض دول أمريكا اللاتينية كالمكسيك تعتمد بدرجة أكبر على تقلبات التدفقات الخارجية، ما دفع الباحثين Prasad et al. (2007) و Aizenman & Noy (2013)، إلى التأكيد أن الاستدامة لا تتحقق بمجرد إصلاح السياسات الكلية بل عبر رفع كفاءة تعبئة الموارد المحلية وتدعيم سوق العمل.

تعمق تقديرنا القياسي بطريقة FMOLS هذه الصورة بإظهار علاقة هيكلية طويلة الأجل بين النمو الحقيقي والفجوة التمويلية: المعامل السالب لفجوة الادخار-الاستثمار يشير بقوة إلى أن اتساع العجز التمويلي يولد نمواً مؤقتاً قائماً على تمويل خارجي معرض لتقلبات رؤوس الأموال العالمية، وهو ما يتسق مع استنتاجات Feldstein & Horioka (1980) بأن ضعف ارتباط الادخار المحلي بالاستثمار الوطني يعكس هشاشة مالية تزيد احتمال الأزمات. وبمنظرة تصنيفية، تبرز ثلاثة مجموعات في العينة: دول ذات فائض ادخاري نسبي مالياً، روسيا، وتايلند التي تعاني ضعف كفاءة تحويل المدخرات إلى استثمار منتج؛ دول تقترب فجواتها من الصفر ككوريا الجنوبية، إندونيسيا، البرازيل والأرجنتين التي تحقق توازناً تمويلياً واستقراراً نسبياً؛ وأخيراً دول ذات فجوات سالبة مستمرة تركيا، المكسيك، والفلبين التي تعتمد على تمويل خارجي يغذي نمواً لا يولد خلق وظائف مستدامة. يتقاطع هذا التحليل مع نتائج الدراسات المتعلقة بسوق العمل والتمويل Aghion & al (2005) التي توضح أن بنية التمويل تؤثر على مرونة التشغيل واستدامة النمو؛ ومن هنا ينبثق الاستنتاج بأنه لا يكفي التقليل من العجز، بل يجب رفع كفاءة تعبئة الموارد المحلية وتوجيهها نحو استثمارات إنتاجية وتعزيز البنى المالية وسياقات سوق العمل لتمكين اقتصادات العينة من مقاومة الصدمات الخارجية وتحقيق نمو مستدام وشامل لتجنب الصدمات و تقليل العرضة للأزمات.

الخاتمة العامة

لقد سعت هذه الأطروحة إلى تناول أحد المواضيع المحورية في الاقتصاد الكلي والمالي، والمتمثل في تحليل توازنات الاقتصاد الكلي في الدول الناشئة التي تعرضت لأزمات مالية حادة خلال تسعينات القرن الماضي، مع تقييم أدائها خلال العقدین اللاحقین (2002-2023)، وذلك من خلال الجمع بين التحليل النظري والتاريخي والتحليل القياسي. وقد توزعت فصولها على ثلاثة محاور رئيسية: الإطار المفاهيمي والنظري للأزمات، تحليل التوازنات الاقتصادية الكلية، ثم اختبار العلاقة بين المتغيرات الكلية والنمو الاقتصادي في هذه الدول.

أولاً: خلاصات نظرية وتاريخية

بيّن الفصل الأول أن الأزمات المالية ليست حوادث طارئة أو استثنائية، بل هي ظواهر متكررة ومتعددة الأسباب، تتشابه فيها عوامل اقتصادية، مؤسسية، وسلوكية. وقد كشفت النماذج النظرية المختلفة من الجيل الأول إلى الثالث أن هشاشة الأساسيات الاقتصادية، المضاربات، سلوك القطيع، وضعف الإشراف المالي، جميعها عوامل تساهم في خلق بيئة خصبة لحدوث الأزمات. وقد بين الاستعراض التاريخي أن الدول الناشئة كانت الأكثر عرضة لهذه الأزمات، نظراً لانفتاحها السريع على الأسواق المالية العالمية دون تأهيل مؤسسي كافٍ.

أظهرت دراسة تجارب عشر دول ناشئة من أمريكا اللاتينية، آسيا، وأوروبا الشرقية أن أزمات التسعينات كانت لحظات مفصلية، كشفت عن اختلالات عميقة في التوازنات الاقتصادية الكلية، من عجز مزدوج (داخلي وخارجي)، إلى هشاشة مصرفية واعتماد مفرط على التمويل الخارجي. ورغم تنوع السياقات، فقد اتسمت معظم الأزمات بطابع مفاجئ وحاد، وأدت إلى تباطؤ اقتصادي طويل الأمد وارتفاع البطالة.

ثانياً: نتائج تحليل التوازنات الكلية بعد الأزمات

أظهر الفصل الثاني أن أداء الدول المدروسة بعد الأزمات تفاوت بشكل ملحوظ. فقد سجلت بعض الدول، مثل كوريا الجنوبية وماليزيا، تحسناً واضحاً في مؤشرات التوازنات الكلية، بفضل إصلاحات هيكلية عميقة، تعزيز استقلالية السياسة النقدية، وتحسين إدارة الحساب الخارجي. بينما ظلت دول أخرى، كالمكسيك وتركيا، تعاني من اختلالات بنيوية مستمرة، أبرزها التضخم المزمن، هشاشة سوق العمل، وعجز الحساب الجاري، ما يجعلها أكثر عرضة لتجدد الأزمات.

وقد أظهر التحليل للفترة 2002-2023 أن الدول التي استطاعت الحفاظ على توازن بين الادخار والاستثمار الداخلي، وتحقيق استقرار في سعر الصرف ومعدلات التضخم، كانت أقل عرضة للصدمات، وأكثر قدرة على استعادة النمو. كما كشفت الدراسة عن أهمية السياق المؤسسي والسياسات المعتمدة في تفسير مدى صلابة أو هشاشة الاقتصاد الكلي، مما يؤكد أن تجاوز الأزمة لا يعني بالضرورة زوال عوامل الهشاشة، ما لم تعالج جذورها بشكل مستدام.

ثالثاً: النتائج القياسية وتحليل العلاقة بين المتغيرات الكلية والنمو الاقتصادي

أظهرت نتائج النموذج القياسي المقدر بطريقة **FMOLS** أن العلاقة بين النمو الاقتصادي الحقيقي والفجوة التمويلية (الادخار - الاستثمار) في الدول العشر التي واجهت أزمات التسعينات المكسيك، الأرجنتين، البرازيل، إندونيسيا، كوريا الجنوبية، ماليزيا، الفلبين، تايلند، روسيا، وتركيا هي علاقة طويلة الأجل وبنائية، ما يعكس ارتباط النمو بالهيكل المالي الداخلي ومدى اعتماده على مصادر تمويل مستقرة. فالمعامل السالب والمعنوي للفجوة التمويلية عند مستوى دلالة 1% يدل على أن اتساع العجز التمويلي يؤدي إلى ارتفاع مؤقت في الناتج المحلي الإجمالي، غير أنه يكشف عن نمط نمو غير مستدام قائم على التمويل الخارجي، يجعل الاقتصادات المدروسة أكثر تعرضاً لتقلبات الأسواق المالية العالمية. وهذه النتيجة تتوافق مع ما أكدته **Feldstein و Horioka (1980)** بشأن ضعف الترابط بين الادخار المحلي والاستثمار الوطني في الاقتصادات المنفتحة، و أن الاقتصادات التي تحقق توازناً طويلاً الأجل بين الادخار والاستثمار تكون أقل هشاشة أمام الصدمات الخارجية.

وقد سمح تحليل فجوة الادخار والاستثمار بتصنيف الدول المدروسة إلى ثلاث فئات رئيسية تختلف في كفاءتها التمويلية ومرونتها الاقتصادية:

1. **دول الفائض الادخاري الكبير** ماليزيا، روسيا، وتايلند حيث يفوق الادخار المحلي الاستثمار الداخلي بفارق واسع (+6% إلى +13%). هذه الاقتصادات تمتلك قدرة مرتفعة على تعبئة المدخرات لكنها تواجه صعوبة في تحويلها إلى استثمارات إنتاجية داخلية، ما يؤدي إلى تراكم فوائض مالية غير موظفة أو تسربها إلى الخارج. ويعكس هذا الوضع ما أشار إليه **Aghion et al. (2005)** بأن فائض الادخار غير المستغل يضعف الإنتاجية الحدية لرأس المال ويقيد النمو رغم وفرة الموارد.

2. دول التوازن التمويلي النسبي كوريا الجنوبية، الأرجنتين، إندونيسيا، والبرازيل التي تراوحت فجواتها بين $+0.4\%$ و $+3\%$. تمثل هذه الفئة نموذجًا للتشغيل الأمثل للتمويل المحلي، حيث تتحول المدخرات تقريبًا إلى استثمارات منتجة داخل الاقتصاد، ما يعزز استدامة النمو ويقلص الاعتماد على التمويل الخارجي. وتتسجم هذه النتيجة مع ما بينه **Loayza et al. (2000)** من أن تحقيق التوازن بين الادخار والاستثمار هو محدد جوهري لاستقرار النمو في الاقتصادات النامية.

3. دول العجز التمويلي المستمر تركيا، المكسيك، والفلبين حيث يتجاوز الاستثمار المحلي الادخار الوطني بفجوة سالبة تتراوح بين -2% و -5% . وتعتمد هذه الاقتصادات على التمويل الخارجي لتغطية الفجوة، ما يؤدي إلى نمو مرتفع في المدى القصير لكنه هش وغير مستدام في المدى الطويل. وتتفق هذه النتائج مع ما خلص إليه **Aizenman & Noy (2013)** من أن الاعتماد المفرط على التمويل الخارجي يضاعف هشاشة الاقتصادات أمام الصدمات المالية العالمية.

أما العلاقة بين النمو والبطالة فقد جاءت سالبة ومعنوية (-0.020464)، وهو ما يتوافق مع قانون أوكن (1962) الذي يقر بالعلاقة العكسية بين البطالة والناجح الحقيقي. إلا أن مرونة هذه العلاقة تختلف تبعاً لمصدر التمويل:

ففي الاقتصادات الآسيوية كوريا الجنوبية و تايلند حيث يسود التمويل الداخلي المنتج، يتم خلق فرص عمل حقيقية و تقلل هشاشة سوق العمل؛ بينما في تركيا، التي يعتمد نموها على التمويل الخارجي، يظل التشغيل ضعيفاً، ويتجسد في ما يسميه **Rodrik (2011)** بـ "النمو غير الشامل".

في ضوء هذه النتائج، يمكن القول إن الفرضية الرئيسة للدراسة قد تأكدت جزئياً؛ إذ رغم تنفيذ إصلاحات هيكلية ومالية ونقدية منذ التسعينات، لا يزال عدد من الاقتصادات الناشئة المدروسة تعاني من اختلالات تمويلية وهيكلية تحد من استدامة نموها وتبقيها عرضة لتكرار الأزمات الاقتصادية.

فقد نجحت بعض الاقتصادات ككوريا الجنوبية، إندونيسيا، البرازيل و الأرجنتين في تقليص فجوتها التمويلية وتحسين كفاءة تشغيل مواردها المحلية، مما عزز مرونتها في مواجهة الصدمات، بينما ظلت اقتصادات أخرى خاصة في المكسيك وتركيا والفلبين رهينة لاعتماد مفرط على التمويل الخارجي، ما يجعل استقرارها هشاً ومؤقتاً ويزيد قابليتها للتعرض للأزمات عند أي اضطراب مالي عالمي.

وبذلك، تؤكد الدراسة أن الإصلاحات كانت ضرورية لكنها غير كافية لتحقيق استقرار هيكلي طويل الأجل، وأن تحقيق مرونة اقتصادية حقيقية يستلزم إدماج التحليل المالي الهيكلي في نماذج تقييم الاستقرار الكلي، بحيث يتم الانتقال من تقييم مؤشرات الأداء الظرفي إلى تحليل البنية التمويلية التي تولدها.

رابعاً: استخلاصات

تدعم هذه النتائج الاستنتاج العام للأطروحة، وهو أن الإصلاحات التي تلت أزمات التسعينات، رغم مساهمتها في تحسين بعض المؤشرات الكلية، لم تحقق تحولاً بنيوياً دائماً في بعض الدول الناشئة. وفي ضوء ما سبق، يمكن استخلاص ما يلي:

1. لا تزال مواطن الهشاشة الكلية قائمة في عدد من الاقتصادات الناشئة، خصوصاً في الدول ذات العجز التمويلي المزمّن مثل تركيا، المكسيك، والفلبين، مما يؤكد صحة فرضية الدراسة حول استمرار التعرض لمخاطر الأزمات رغم الإصلاحات.

2. الإصلاحات الهيكلية ساهمت في تحسين المرونة في بعض الدول ك كوريا الجنوبية، الأرجنتين، البرازيل، وإندونيسيا.

3. لا يمكن الحديث عن استدامة للنمو دون تقليص الفجوة التمويلية وتحسين كفاءة تحويل الادخار إلى استثمار إنتاجي.

4. تؤكد التجربة المقارنة أن كفاءة الوساطة المالية المحلية هي المحدد الأهم لمرونة الاقتصاد؛ فكلما ارتفعت كفاءة تعبئة وتشغيل الموارد، زادت قدرة الاقتصاد على امتصاص الصدمات.

5. يتعين على الدول الناشئة الانتقال من نموذج "النمو الممول خارجياً" إلى "النمو القائم على الإنتاجية المحلية" من خلال سياسات تركز على الادخار الوطني، وتطوير أسواق المال المحلية، وتحسين بيئة الاستثمار.

خامساً: آفاق البحث والتوصيات المستقبلية

تفتح نتائج هذه الأطروحة آفاقاً بحثية جديدة أمام الباحثين وصانعي القرار، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- ضرورة تبني مقاربة استباقية لرصد المؤشرات التحذيرية للأزمات، مع بناء قواعد بيانات ديناميكية لمتابعة الفجوة التمويلية وتطور التوازنات الكلية.

- التوسع في الدراسات التطبيقية التي تعتمد نماذج ARDL و VECM لتحليل العلاقة الديناميكية بين الادخار، الاستثمار، والنمو في الأجلين القصير والطويل.
- دراسة تأثير هيكل التمويل الداخلي مقابل الخارجي على مرونة سوق العمل وجودة النمو الاقتصادي في الدول الناشئة.
- تشجيع السياسات التي ترفع كفاءة تعبئة الموارد المحلية وتوجه المدخرات نحو الاستثمار المنتج بدل الاعتماد على التدفقات الرأسمالية الأجنبية.
- توسيع نطاق المقارنات الإقليمية لتشمل اقتصادات عربية وإفريقية ناشئة، بهدف اختبار مدى قابلية النتائج الحالية للتعميم في بيئات مؤسسية مختلفة.
- وأخيراً، ضرورة إدماج التحليل المالي الهيكلي ضمن نماذج تقييم الاستقرار الكلي، باعتباره أحد مفاتيح بناء مناعة اقتصادية مستدامة في عالم دائم التقلب.

المراجع

1. Abdelkrim, Guesmi, and Tchiko Faouzi. "The Impact of the COVID-19 Pandemic Crisis on the Real GDPs of the BRICS Countries and Algeria." *Finance & Business Economics Review* 8, no. 3 (2024): 100–108. <https://asjp.cerist.dz/en/article/254668>. DOI: 10.58205/fber.v8i3.1858.
2. Agarwal, Manmohan, and T. R. Vandana. "Exchange Rate Crises: Experiences of Latin America, East Asia and India." *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance* 10, no. 2 (2021): 158–178.
3. Aghevli, B. "La Crise Asiatique: Causes et Remèdes." *Finance et Développement*, Fonds Monétaire International, 1999, 28–31.
4. Aghion, Philippe, Peter Howitt, and David Mayer-Foulkes. "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence." *Quarterly Journal of Economics* 120, no. 1 (2005): 173–222. <https://doi.org/10.1162/0033553053327515>.
5. Aghion, Philippe, Diego Comin, Peter Howitt, and Isabel Tecu. *When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?* NBER Working Paper No. 12275. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2005.
6. Aggarwal, Laira, et al. "The Argentine Great Depression." *Undergraduate Economic Review* 15, no. 1 (2019): 24. Digital Commons.digitalcommons.iwu.edu/uer/vol15/iss1/24. <https://digitalcommons.iwu.edu/uer/vol15/iss1/24>.
7. Aizenman, Joshua, and Ilan Noy. "Macroeconomic Adjustment and the History of Crises in Open Economies." *Journal of International Money and Finance* 38 (2013): 41–58.
8. — — —. "Macroeconomic Adjustment and the History of Crises in Emerging Markets." *Journal of International Money and Finance* 38 (August 2013): 41–58.
9. Akerlof, George A. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism." In *Uncertainty in Economics*, edited by Peter Diamond and Michael Rothschild, 235–251. Academic Press, 1978.
10. Akyüz, Yilmaz, and Korkut Boratav. "The Making of the Turkish Financial Crisis." *World Development* 31, no. 9 (2003): 1549–1566.
11. Allen, Franklin, and Elena Carletti. "An Overview of the Crisis: Causes, Consequences, and Solutions." *International Review of Finance* 10, no. 1 (2010): 1–26.
12. Amatyakul, Pongpitch, et al. *Revisiting Thailand's Monetary Policy Model for an Integrated Policy Analysis*. Puey Ungphakorn Institute for Economic Research, no. 164, 2021.
13. Ari, Ali, and Raif Cergibozan. "A Comparison of Currency Crisis Dating Methods: Turkey 1990-2014." *Montenegrin Journal of Economics* 12, no. 3 (2016): 19–34.
14. Ari, Ali, and Rüstem Dağtekin. "Early Warning Signals of the 2000/2001 Turkish Financial Crisis." *International Journal of Emerging and Transition Economies* 1, no. 2 (2008): 191–218.
15. — — —. "Les Indicateurs d'Alerte de la Crise Financière de 2000-2001 en Turquie: Un Modèle de Prévision de Crise Jumelle." 2007, 35–50.

16. Arı, Ali, et al. "The Inflation Dynamics of the Turkish Economy in 1990-2011 Period." *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi* 5, no. 9 (2013): 133–156.
17. Ariç, Kıvanç Halil, et al. "Current Account Balance in Emerging Asia." *Studies in Business & Economics* 16, no. 1 (2021): 23–35.
18. Åslund, Anders. *Russia's Capitalist Revolution: Why Market Reform Succeeded and Democracy Failed*. Peterson Institute for International Economics, 2007.
19. Athukorala, Prema-chandra, and Wanissa Suanin. *Economic Growth and Savings Transition in Asia: Unity in Diversity*. Arndt-Corden Department of Economics, Crawford School of Public Policy, ANU College of Asia and the Pacific, no. 2025-03, 2025.
20. Attali, Jacques. "L'ordre par le Bruit." *Communications* 25 (1976): 86–100.
21. Averbug, André, and Fabio Giambiagi. *Brazilian Crisis of 1998-1999: Origins and Consequences*. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2000.
22. Ayadi, Mohamed, et al. "La Contagion de la Crise Asiatique: Dynamiques de Court Terme et de Long Terme." *Économie Internationale* 105, no. 1 (2006): 113–135.
23. Ayres, Joao, et al. *The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960-2016*. National Bureau of Economic Research, no. w25421, 2019.
24. Baig, Taimur, and Ilan Goldfajn. "The Russian Default and the Contagion to Brazil." In *International Financial Contagion*, edited by Stijn Claessens and Kristin J. Forbes, 267–299. Springer US, 2001.
25. Barro, Robert J. *Economic Growth in East Asia Before and After the Financial Crisis*. National Bureau of Economic Research, no. w8330, 2001.
26. Becker, Torbjörn, et al. "Devaluation Expectations and the Stock Market: A New Measure and an Application to Mexico 1994/95." *International Journal of Finance & Economics* 7, no. 3 (2002): 195–214.
27. Belhia, Yamina, and Faouzi Tchiko. "Financial Crises and Growth: An Empirical Analysis from Emerging Mexican Economy A Long Run Perspective." *المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية* 6, no. 2 (2019): 341–354.
28. Bogdanski, Joel, et al. *Inflation Targeting in Brazil: Shocks, Backward-Looking Prices, and IMF Conditionality*. Banco Central do Brasil, Working Paper Series 24, 2001.
29. Bonomo, Marco, and Cristina Terra. *The Political Economy of Exchange Rate Policy in Brazil: 1964-1997*. Department of Economics, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 1999.
30. Bustelo, Pablo, et al. *Global and Domestic Factors of Financial Crisis in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999)*. Instituto Complutense de Estudios Internacionales, 1999.
31. Calomiris, Charles W., and Larry Schweikart. "The Panic of 1857: Origins, Transmission, and Containment." *The Journal of Economic History* 51, no. 4 (1991): 807–834.

32. Camdessus, Michel. "La Crise Financière Mexicaine, ses Origines, la Réponse du FMI et les Enseignements à en Tirer." *Revue d'économie financière*, 1995, 35–45.
33. Caprio, Gerard, and Daniela Klingebiel. "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?" *Annual World Bank Conference on Development Economics* 1996 (1997): 79–108.
34. Cartapanis, André, et al. "Crises de Change et Indicateurs de Vulnérabilité: Le Cas des Pays Émergents d'Amérique Latine et d'Asie." *Économie Internationale* 76, no. 4 (1998): 69–93.
35. Catao, Luis, and Elisabetta Falcetti. "Determinants of Argentina's External Trade." *Journal of Applied Economics* 5, no. 1 (2002): 19–57. <https://doi.org/10.1080/15140326.2002.12040570>.
36. Chang, Ha-Joon, et al., eds. *Financial Liberalization and the Asian Crisis*. Palgrave, 2001.
37. Chang, Roberto, and Andres Velasco. "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy." *NBER Macroeconomics Annual* 14 (1999): 11–58.
38. Chiodo, Abigail J., and Michael T. Owyang. *A Case Study of a Currency of Crisis: The Russian Default of 1998*. Federal Reserve Bank of St. Louis, 2002.
39. Choueiri, Nada, and Graciela Laura Kaminsky. *Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina*. International Monetary Fund, 1999.
40. Chui, Michael KF. *Leading Indicators of Balance-of-Payments Crises: A Partial Review*. Hong Kong Monetary Authority, 2002.
41. Claessens, Stijn, and M. Ayhan Kose. *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*. International Monetary Fund, Working Paper no. 13/28, 2013.
42. Cooper, William H. *Russia's Economic Performance and Policies and Their Implications for the United States*. Congressional Research Service, 2008.
43. Corsetti, Giancarlo, et al. "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?" *Japan and the World Economy* 11, no. 3 (1999): 305–373.
44. Curott, Nicholas A., and Tyler A. Watts. "A Monetary Explanation for the Recession of 1797." *Eastern Economic Journal* 44 (2018): 381–399. <https://doi.org/10.1057/s41302-017-0092-3>.
45. Dabrowski, Marek. "The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies." *CASE Network Reports*, no. 39, 2009.
46. Damill, Mario, et al. "Macroeconomic Policy in Argentina During 2002–2013." *Comparative Economic Studies* 57 (2015): 369–400.
47. De la Torre, Augusto, et al. *Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking*. World Bank, 2002.
48. Dekle, Robert, et al. "Interest Rate Stabilization of Exchange Rates and Contagion in the Asian Crisis Countries." In *Financial Crises in Emerging Markets*, edited by Reuven Glick et al., 177–196. Cambridge University Press, 2001.

49. Desai, Padma. "Why Did the Ruble Collapse in August 1998?" *American Economic Review* 90, no. 2 (2000): 48–52.
50. Dillinger, William. "Brazil's State Debt Crisis: Lessons Learned." *Economica*, 1998.
51. Doctor, Mahrukh, and Luiz Fernando de Paula. "Brazil: Mixed Impact of Financial Crises on Manufacturing and Financial Sectors." In *Power and Politics after Financial Crises: Rethinking Foreign Opportunism in Emerging Markets*, edited by I. Aguilar, 144–167. Palgrave Macmillan, 2008.
52. Domaç, İlker. "Explaining and Forecasting Inflation in Turkey." SSRN Electronic Journal, 2004. ssrn.com/abstract=610331.
53. Dominguez, Kathryn M.E., and Linda L. Tesar. "International Borrowing and Macroeconomic Performance in Argentina." In *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, edited by Sebastian Edwards, 297–348. University of Chicago Press, 2007.
54. Elena, Zinkovskaya. "The Russian Financial Crisis: An Empirical Investigation." *The International Economy* 2008, no. 12 (2008): 52–76.
55. Feldstein, Martin S., ed. *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*. University of Chicago Press, 2003.
56. Feldstein, Martin, and Charles Horioka. "Domestic Saving and International Capital Flows." *Economic Journal* 90, no. 358 (1980): 314–329. <https://doi.org/10.2307/2231790>.
57. Feridun, Mete. "Russian Financial Crisis of 1998: An Econometric Investigation." *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies* 1, no. 4 (2004): 113–122.
58. Fisher, Irving. "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions." *Econometrica* 1, no. 4 (1933): 337–357.
59. Flood, Robert P., and Peter M. Garber. "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples." *Journal of International Economics* 17, no. 1-2 (1984): 1–13. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(84\)90002-3](https://doi.org/10.1016/0022-1996(84)90002-3).
60. Fraga, Arminio. "Monetary Policy During the Transition to a Floating Exchange Rate: Brazil's Recent Experience." *Finance and Development* 37, no. 1 (2000): 16–19.
61. Garcia, Márcio Gomes Pinto, and Alexandre Barcinski. *Capital Flows to Brazil in the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls*. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia, 1996.
62. Gerard, Marc. "Régulation et Crise Monétaires en Régime de Currency Board: Le Cas de l'Argentine 1991-2002." SSRN Electronic Journal, 2024
63. Gerry, Christopher J., and Carmen A. Li. *Vulnerability to Welfare Change During Economic Shocks: Evidence from the 1998 Russian Crisis*. Center for Economic Research and Graduate Education, Academy of Sciences of the Czech Republic, 2002.

64. Glick, Reuven. "Financial Crises in Emerging Markets: An Introductory Overview." In *Financial Crises in Emerging Markets*, edited by Reuven Glick et al., 1–16. Cambridge University Press, 2001.
65. Goldstein, Morris, and Philip Turner. *Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options*. Bank for International Settlements, 1998.
66. Gomes, Luiz. *Brazil's Economic Growth Strategy: The Last Two Decades (1999-2019)*. Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper no. 963, 2020.
67. Gonzalez-Hermosillo, Brenda, et al. "Determinants of Banking System Fragility: A Case Study of Mexico." *Staff Papers* 44, no. 3 (1997): 295–314.
68. Gorton, Gary B. "Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007." SSRN Electronic Journal, 2009. ssrn.com/abstract=1401882.
69. Gurvich, E. T. *Looking Back at Russian Financial Crisis*. Rossiiskaia èkonomicheskaja shkola, 2001.
70. *Hachette le dictionnaire du français*. ENAG, 1992.
71. Hanusch, Horst, and Andreas Pyka, eds. *Elgar Companion to Neo-Schumpeterian Economics*. Edward Elgar Publishing, 2007.
72. Harvey, John T. "Testing Keynes' Aggregate Investment Function." *Journal of Post Keynesian Economics* 45, no. 2 (2022): 246–262. <https://doi.org/10.1080/01603477.2021.1932524>.
73. Herr, Hansjörg, and Zeynep M. Sonat. "The Fragile Growth Regime of Turkey in the Post-2001 Period." *New Perspectives on Turkey*, no. 51 (2014): 35–68.
74. Hochraich, Diana. "Crise Financière et Compétitivité dans les Pays d'Asie. Au-delà de la Crise Monétaire." *Les Études du CERI*, no. 42 (1998): 2–49.
75. Hornbeck, John F. *Argentina's Post-Crisis Economic Reform: Challenges for US Policy*. Congressional Research Service, 2013.
76. Hornbeck, John F., and Meaghan K. Marshal. *The Argentine Financial Crisis: A Chronology of Events*. Congressional Research Service, 2002.
77. International Monetary Fund. *World Economic Outlook: Sustaining the Recovery*. Oct. 2009. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Sustaining-the-Recovery>.
78. International Monetary Fund (IMF). *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2019. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>.
79. International Monetary Fund (IMF). *World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2019.
80. Jones, Garrett. "Banking Crises." *Perspectives from the New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, 2016, 15–18.

81. Jones, Stephany Griffith. *Causes and Lessons of the Mexican Peso Crisis*. The United Nations University, WIDER-World Institute for Development Economic Research, Working Paper no. 132, 1997.
82. Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart. "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems." *American Economic Review* 89, no. 3 (1999): 473–500.
83. Kaminsky, Graciela Laura. *Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress*. International Monetary Fund, 1999.
84. Kehoe, Timothy J. "What Happened to Mexico in 1994–95?" In *Modeling North American Economic Integration*, edited by Patrick J. Kehoe and Timothy J. Kehoe, 131–147. Springer Netherlands, 1995.
85. — — —, and Felfe Meza. "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950–2010." *Latin American Journal of Economics* 48, no. 2 (2011): 227–268.
86. Kelly, Robert C. "Understanding General Equilibrium Theory & Its Alternatives." *Investopedia*, 29 Aug. 2024. www.investopedia.com/terms/g/general-equilibrium-theory.asp.
87. Keynes, John Maynard. "The General Theory of Employment." *The Quarterly Journal of Economics* 51, no. 2 (1937): 209–223.
88. Kharas, Homi J., et al. "An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals." *Brookings Papers on Economic Activity* 2001, no. 1 (2001): 1–68.
89. Kincaid, G. Russell, and Charles Collyns, eds. *Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons for Latin America*. International Monetary Fund, Occasional Paper no. 217, 2003. <https://doi.org/10.5089/9781589062085.084>.
90. Kindleberger, Charles P. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Macmillan, 1996.
91. King, Robert G. "The New IS-LM Model: Language, Logic, and Limits." *FRB Richmond Economic Quarterly* 86, no. 3 (2000): 45–104.
92. Kitchin, Joseph. "Cycles and Trends in Economic Factors." *Review of Economics and Statistics* 5, no. 1 (1923): 10–16.
93. Komulainen, Tuomas, and Johanna Lukkarila. "What Drives Financial Crises in Emerging Markets?" *Emerging Markets Review* 4, no. 3 (2003): 248–272.
94. Koselleck, Reinhart. "Crise." *Tracés. Revue de Sciences humaines*, no. 44, 2023. OpenEdition Journals. <http://journals.openedition.org/traces/15384> ; <https://doi.org/10.4000/traces.15384>.
95. Kronfelt, Anders. "Four Financial Crises in Argentina: A Comparative Study into the Causes." Bachelor's Thesis, Lund University, 2015.
96. Krugman, Paul. "A Model of Balance-of-Payments Crises." *Journal of Money, Credit and Banking* 11, no. 3 (1979): 311–325.

97. — — —. "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises." *International Tax and Public Finance* 6 (1999): 459–472.
98. Krugman, Paul. *The Return of Depression Economics*. New York: W. W. Norton & Company, 1999.
99. Krugman, Paul, and Robin Wells. *Macroeconomics*. 5th ed. Macmillan Learning, 2018.
100. — — —. *Macroéconomie*. Translated by Laurent Baechler. 4th ed. De Boeck Supérieur, 2019.
101. Kulikova, Maria V., et al. "Evolving Efficiency of the BRICS Markets." *Economic Systems* 48, no. 1 (2024): 101166. <https://doi.org/10.48550/arXiv.2403.05233>.
102. Lacoste, Odette. *Les Crises Financières: Histoires, Mécanismes et Enjeux*. 2nd ed. Editions Eyrolles, 2015.
103. Laeven, Luc, and Fabian Valencia. "Systemic Banking Crises Database II." *IMF Economic Review* 68, no. 2 (2020): 307–361.
104. Lartey, Emmanuel KK. "The Effect of Remittances on the Current Account in Developing and Emerging Economies." *Economic Notes: Review of Banking, Finance and Monetary Economics* 48, no. 3 (2019): e12149 <https://doi.org/10.1111/ecno.12149>.
105. Lastauskas, Povilas, and Anh Dinh Minh Nguyen. "Spillover Effects of US Monetary Policy on Emerging Markets Amidst Uncertainty." arXiv preprint arXiv:2402.07266, 2024. <https://doi.org/10.48550/arXiv.2402.07266>.
106. Loayza, Norman, Klaus Schmidt-Hebbel, and Luis Servén. "What Drives Private Saving across the World?" *Review of Economics and Statistics* 82, no. 2 (2000): 165–181. <https://doi.org/10.1162/003465300558678>.
107. Malki, Elli. *The Financial Crisis in Russia*. SSRN, 1999.
108. Mamun, Abdulla Hil, et al. "Does Currency Misalignment Matter for Economic Growth?—Evidence from Turkey." *EuroMed Journal of Business* 16, no. 4 (2021): 471–486.
109. Mankiw, N. Gregory. *Macroeconomics*. 5th ed. Worth Publishers, 2003.
110. — — —. *Macroéconomie*. Translated by Jihad C. El Naboulsi. 8th American ed. De Boeck, 2013.
111. — — —. *Macroéconomie*. Translated by Jihad C. El Naboulsi. 8th ed. De Boeck Supérieur, 2019.
112. Minsky, Hyman P. "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster." *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1970.
113. Mishkin, Frederic S. "Anatomy of a Financial Crisis." *Journal of Evolutionary Economics* 2 (1992): 115–130.

114. — — —. *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*. National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 5600, 1996.
115. Musacchio, Aldo. "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995." In *The Encyclopedia of Financial Crises*, edited by Dave Harper, 657–667. Academic Press, 2012.
116. Nataraj, Geethanjali, and Pravakar Sahoo. "Argentina's Crisis: Causes and Consequences." *Economic and Political Weekly* 38, no. 16 (2003): 1641–1644.
117. Neal, Larry. "The 'Big Bang' of Financial Capitalism: Financing and Re-financing the Mississippi and South Sea Companies, 1688–1720." In *A Concise History of International Finance: From Babylon to Bernanke, New Approaches to Economic and Social History*, 72–99. Cambridge: Cambridge University Press, 2015.
118. Obstfeld, Maurice. "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features." *European Economic Review* 40, no. 3-5 (1996): 1037–1047.
119. OCDE. *OECD Economic Surveys: Russian Federation 2004*. OECD Publishing, 2004. https://doi.org/10.1787/eco_surveys-rus-2004-en.
120. Okun, Arthur M. "Potential GNP: Its Measurement and Significance." *Proceedings of the Business and Economic Statistics Section of the American Statistical Association* (1962): 98–104. Washington, D.C.: American Statistical Association.
121. Ortiz, Guillermo. *Recent Emerging Market Crises: What Have We Learned?*. Per Jacobsson Foundation, 2002.
122. Osipian, Ararat L. "Consumption, Investment, Debt, Inflation, and Unemployment in Russia." In *Sustainable Economic Growth in Russia: A Structuralist Approach*, 139–157. Springer Nature Switzerland, 2023.
123. Ozatay, Fatih, and Guven Sak. "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis." *Brookings Trade Forum* 2002, no. 1 (2002): 1–52.
124. Ozkan, F. Gulcin. "Currency and Financial Crises in Turkey 2000–2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?" *The World Economy* 28, no. 4 (2005): 541–572.
125. Öztürk, A. "Dutch Tulip Mania: Tulip Crisis." In *Black Swan: Economic Crises, Volume I*, edited by B. Açıkgöz, 1–14. Springer, 2022. https://doi.org/10.1007/978-981-19-5252-4_2.
126. Paiva, Claudio, and Sarwat Jahan. "An Empirical Study of Private Saving in Brazil." *Brazilian Journal of Political Economy* 40, no. 1 (2020): 124–137.
127. Pesaran, M. Hashem. "A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence." *Journal of Applied Econometrics* 22, no. 2 (2007): 265–312. <https://doi.org/10.1002/jae.951>.
128. Pereira, Luiz Carlos Bresser. "Une Nouvelle Interprétation De l'Amérique Latine: La Crise De l'Etat." *Cahiers des Amériques Latines*, no. 17 (1994): 25–49.
129. Pinto, Brian, and Sergei Ulatov. "Russia 1998 Revisited: Lessons for Financial Globalization." *World Bank-Economic Premise*, no. 37 (2010): 1–4.

130. Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose. "Financial Globalization, Growth, and Volatility in Developing Countries." In *Globalization and Poverty*, edited by Ann Harrison, 457–516. Chicago: University of Chicago Press, 2007.
131. Qiu, Yajuan. "Financial Deepening and Economic Growth in Select Emerging Markets with Currency Board Systems: Theory and Evidence." arXiv preprint arXiv:2406.00472, 2024. <https://doi.org/10.48550/arXiv.2406.00472>.
132. Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs. *What Have We Learned, So Far, from the Asian Financial Crisis?*. Harvard Institute for International Development, 1999.
133. Radelet, Steven, et al. "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects." *Brookings Papers on Economic Activity* 1998, no. 1 (1998): 1–90.
134. Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. "Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison." *American Economic Review* 98, no. 2 (2008): 339–344.
135. — — —. "The Forgotten History of Domestic Debt." *The Economic Journal* 121, no. 552 (2011): 319–350.
136. Rodrik, Dani. *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*. New York: W. W. Norton & Company, 2011.
137. Romer, David. *Advanced Macroeconomics*. 5th ed. New York: McGraw-Hill Education, 2019.
138. Romer, Paul M. "The Trouble with Macroeconomics." *American Economist* 64, no. 1 (2019): 20–33.
139. Salama, Pierre. "Argentine: Chronique d'une Crise Annoncée." Manuscript, Université de Paris XIII, 2002.
140. Salvatore, Dominick, and Fred Campano. "The Asian Financial Crisis and Warning Indicators-Then and Now." *East Asia Law Review* 5 (2010): 1–28.
141. Saxton, Jim. *Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures*. Joint Economic Committee, United States Congress, 2003.
142. Selim, Tarek H. "A Comparative Essay on the Causes of Recent Financial Crises." *The Business Review of Cambridge* 3, no. 2 (2005): 1–10.
143. Sharma, Shalendra D. *The Asian Financial Crisis: New International Financial Architecture, Crisis, Reform and Recovery*. Manchester University Press, 2003.
144. Sinding, R. *Qu'est-ce qu'une Crise?*. Presses Universitaires de France, 1981.
145. Stiglitz, Joseph E., and Andrew Weiss. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *The American Economic Review* 71, no. 3 (1981): 393–410.
146. Stiglitz, Joseph E. "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability." *World Development* 28, no. 6 (2000): 1075–1086.

147. Tandel, Soraia. *Stabilisation et Développement Économique au Brésil: Le Plan Real de 1994 à 1999*. Chaire Téléglobe Raoul-Dandurand en Études Stratégiques et Diplomatiques, 2000.
148. Tanner, Evan. "Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Asia and Latin America in the 1990s." *IMF Staff Papers* 47, no. 3 (2000): 311–333.
149. Tayeb, Benhergal, and Tchiko Faouzi. "The Impact of State Intervention on Economic Development: The Brazilian and Malaysian Experience." *Journal of Economic Growth and Entrepreneurship* 4, no. 5 (2021): 8–18.
150. Tchiko, Faouzi. *Analyse des Crises des Pays Emergents: Proposition d'un Modele Explicatif*. PhD diss., Université de Tlemcen-Abou Bekr Belkaid, 2010.
151. Tchikou, F., and Y. Belhia. "Currency Crises and Economic Growth of Emerging Countries: An Analysis for Turkish Economy in 1970–2017." *مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة*, no. 2 (2018): 245–260. ASJP. <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/93373>.
152. Temin, Peter. *Lessons from the Great Depression*. MIT Press, 1991.
153. Terra, Maria Cristina T. *The Political Economy of Exchange Rate Policy in Brazil: 1964/1997*. Department of Economics, Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Working Paper no. 389, 1998.
154. Thirlwall, Anthony Philip. "Balance of Payments Constrained Growth Models: History and Overview." In *Models of Balance of Payments Constrained Growth: History, Theory and Empirical Evidence*, edited by J. S. L. McCombie, 11–49. Palgrave Macmillan, 2012.
155. Tontz, Robert L. "Farm Crisis, 1919-1923." *Agricultural History* 32, no. 3 (1958): 200–202. JSTOR. www.jstor.org/stable/3740268.
156. Utama, M. Munip, and Pheni Chalid. "Indonesia's External Debt Odyssey: Impact of Fiscal and Political Changes from 1999 to 2023." *Journal of Developing Economies* 9, no. 2 (2024): 282–302.
157. Vasquez, Ian. "The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises." *Cato Journal* 16 (1996): 233.
158. Von Mises, Ludwig. *The Theory of Money and Credit*. 1953. Reprint, Ludwig von Mises Institute, 2009.
159. Wu, Shuyu, and Qingzhong Pan. "Economic Growth in Emerging Market Countries." *Global Journal of Emerging Market Economies* 13, no. 2 (2021): 192–215.
160. Yilmaz, Ensar. "Inflation and Output in the Long and Short Run in Turkey." *Empirica* 37 (2010): 253–269.
161. Westerlund, Joakim. "Testing for Error Correction in Panel Data." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 69, no. 6 (2007): 709–748. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2007.00477.x>.
162. Zettelmeyer, Jeromin. "Lessons from the 2000–2002 Crisis in Argentina for the Sustainability of the Euro." *ifo DICE Report* 16, no. 3 (2018): 21–24.

163. بوشيخي، محمد رضا، وصدوقي غريسي، ورحال ناصر. "تحولات اقتصاديات الدول النامية والمتطورة في أعقاب الأزمات المالية والبنكية المتتالية." *مجلة المنهل الاقتصادي* 2.2 (2019): 63-80.

مواقع الأنترنت:

- https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Indice_tipo_cambio_multilateral_i.asp
- <https://www.bis.org/statistics/cbpol/cbpol.xlsx>
- <https://www.bot.or.th/en/statistics/economic-and-financial-index-and-indicators.html?filter1=FTR102&keyword=real+exchange+rate>
- <https://data.albankaldawli.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=AR-BR-MX-TH-PH-ID-MY-KR-RU-TR>
- <https://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.RINR?locations=BR-MX-AR-TH-ID-MY-PH-KR-TR-RU>
- <https://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS?locations=MX-BR-AR-TH-PH-ID-MY-KR-TR-RU>
- <https://data.albankaldawli.org/indicator/NE.RSB.GNFS.ZS?locations=MX-AR-BR-MY-TH-PH-ID-KR-RU-TR>
- <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD?end=2024&locations=TR-RU-TH-PH-MY-KR-ID-BR-AR-MX&start=2002>
- <https://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDS.TOTL.ZS?locations=AR-BR-MX-TH-PH-ID-MY-KR-TR-RU>
- <https://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER?locations=BR-MX-MY-PH-KR-RU>
- <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?locations=MX-BR-AR-TH-ID-MY-PH-KR-TR-RU>
- https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_2/5868/DataGroup/turkish/bie_rktufey/#collapse_2
- <https://fred.stlouisfed.org/series/RBIDBIS>
- <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr9859>
- https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/ARG/BRA/MEX/INDN/KOR/MYS/PHL/THA/TUR/RUS
- <https://www.imf.org/external/np/loi/1999/070299.htm>

الملاحق

الملحق (01): اختبار التبعية المقطعية (Cross-sectional dependency)

```
. xtcsd, pesaran

Pesaran's test of cross sectional independence =    19.487, Pr = 0.0000

.
. xtcsd, friedman

Friedman's test of cross sectional independence =    143.549, Pr = 0.0000

.
. xtcsd, frees

Frees' test of cross sectional independence =    5.261
-----|
Critical values from Frees' Q distribution
alpha = 0.10 :    0.1174
alpha = 0.05 :    0.1537
alpha = 0.01 :    0.2225
```

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Stata17

الملحق (02): اختبار تجانس الميل (Slope Homogeneity Test)

```
. xthst lgdp SIGDP UNEMP REER
Testing for slope heterogeneity
(Pesaran, Yamagata. 2008. Journal of Econometrics)
H0: slope coefficients are homogenous
```

	Delta	p-value
	14.391	0.000
adj.	16.372	0.000

Variables partialled out: constant

.

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Stata17

الملحق (03): اختبار السكون LGDP

CIPS unit root test		
Null hypothesis: Unit root		
Test results:		
Statistic	t-stat	p-value
CIPS:	0.00000	>=0.10
Truncated CIPS:	0.00000	>=0.10
Critical values:		
Level	CIPS	Trunc. CIPS
1%	-2.00	-2.00
5%	-1.72	-1.72
10%	-1.58	-1.58

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Eviews12

الملحق (04): اختبار السكون S-I (%GDP)

CIPS Unit Root Tests

CIPS unit root test		
Null hypothesis: Unit root		
Test results:		
Statistic	t-stat	p-value
CIPS:	-2.22334	<0.10
Truncated CIPS:	-2.22334	<0.10
Critical values:		
Level	CIPS	Trunc. CIPS
1%	-2.60	-2.60
5%	-2.34	-2.34
10%	-2.21	-2.21

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Eviews12

الملحق (05): اختبار السكون UNEMP

CIPS Unit Root Tests

CIPS unit root test		
Null hypothesis: Unit root		
Test results:		
Statistic	t-stat	p-value
CIPS:	-1.25786	>=0.10
Truncated CIPS:	-2.23230	<0.10
Critical values:		
Level	CIPS	Trunc. CIPS
1%	-2.60	-2.60
5%	-2.34	-2.34
10%	-2.21	-2.21

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Eviews12

الملحق (06): اختبار السكون REER

CIPS Unit Root Tests

CIPS unit root test		
Null hypothesis: Unit root		
Test results:		
Statistic	t-stat	p-value
CIPS:	-2.20966	>=0.10
Truncated CIPS:	-2.20966	>=0.10
Critical values:		
Level	CIPS	Trunc. CIPS
1%	-2.60	-2.60
5%	-2.34	-2.34
10%	-2.21	-2.21

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Eviews12

الملحق (07): اختبار التكامل المشترك (Westerlund Cointegration Test)

. xtointtest westerlund lgdp REER UNEMP SIGDP

Westerlund test for cointegration

Ho: No cointegration	Number of panels	=	10
Ha: Some panels are cointegrated	Number of periods	=	22

Cointegrating vector: Panel specific
 Panel means: Included
 Time trend: Not included
 AR parameter: Panel specific

	Statistic	p-value
Variance ratio	4.0773	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Stata17

الملحق (08): اختبار التكامل المشترك البديل
(Westerlund Cointegration All panels demean Test)

. xtointtest westerlund lgdp REER UNEMP SIGDP, allpanels demean

Westerlund test for cointegration

Ho: No cointegration	Number of panels	=	10
Ha: All panels are cointegrated	Number of periods	=	22

Cointegrating vector: Panel specific

Panel means:	Included
Time trend:	Not included
AR parameter:	Same

Cross-sectional means removed

	Statistic	p-value
Variance ratio	2.7782	0.0027

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Stata17

الملحق (09): اختبار نموذج FMOLS

Dependent Variable: LGDP
Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 10/25/25 Time: 11:24
Sample (adjusted): 2003 2023
Periods included: 21
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 210
Panel method: Pooled estimation
Cointegrating equation deterministics: C
First-stage residuals use heterogeneous long-run coefficients
Coefficient covariance computed using default method
Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S_I____GDP_	-0.010687	0.001173	-9.113315	0.0000
UNEMP	-0.020464	0.003174	-6.447659	0.0000
REER	-0.000171	0.000260	-0.659633	0.5103
R-squared	0.923438	Mean dependent var		11.84366
Adjusted R-squared	0.918774	S.D. dependent var		0.295776
S.E. of regression	0.084297	Sum squared resid		1.399869
Long-run variance	0.003071			

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام Eviews12

المخلص:

تهدف هذه الأطروحة إلى تقييم قدرة الدول الناشئة التي واجهت أزمات حادة في التسعينات على تحقيق توازنات اقتصادية كلية أكثر استدامة خلال الفترة 2002-2023، استناداً إلى فرضية مفادها أن هذه الدول لا تزال عرضة للأزمات. يستعرض الفصل الأول الأسس النظرية والتاريخية للأزمات، مع تحليل أزمات المكسيك، دول شرق آسيا، روسيا، البرازيل، تركيا والأرجنتين، ويوضح أنها نتجت عن تفاعل اختلالات داخلية وخارجية عمقت الاعتماد على تدفقات رؤوس الأموال. أما الفصل الثاني فيحلل تطور مفهوم التوازن الكلي وفجوات الادخار - الاستثمار في عشر دول ناشئة، ليبين أن بعض الدول حسّنت توازناتها، بينما استمرت أخرى مثل تركيا، المكسيك والفلبين في تسجيل عجز تمويلي مزمن يزيد هشاشتها. وفي الفصل الثالث، اعتمدنا نموذج FMOLS لقياس أثر فجوة الادخار - الاستثمار، البطالة وسعر الصرف الحقيقي على النمو، وتظهر النتائج أثراً سلبياً ومعنوياً للفجوة والبطالة، مقابل عدم معنوية سعر الصرف الحقيقي بما يشير إلى انتقال محددات النمو نحو إصلاحات هيكلية. وتخلص الدراسة إلى أن استمرار الفجوات التمويلية السالبة يبقى عدداً من الدول أكثر عرضة للأزمات، وأن تحقيق نمو مستدام يستلزم تعزيز الادخار الوطني وتقوية القدرات الإنتاجية وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي.

Abstract :

This dissertation evaluates the ability of emerging economies that faced severe crises in the 1990s to achieve more sustainable macroeconomic balances during 2002-2023, based on the hypothesis that these countries remain vulnerable to renewed instability. The first chapter presents the theoretical and historical foundations of crises and examines the cases of Mexico, East Asian economies, Russia, Brazil, Turkey, and Argentina, showing that their crises resulted from internal and external imbalances that strengthened dependence on capital inflows. The second chapter analyzes the evolution of the macroeconomic balance concept and the saving-investment gaps in ten emerging economies. It shows that while some countries improved their balances, others including Turkey, Mexico, and the Philippines continued to record persistent financing deficits that heighten their fragility.

The third chapter we adopted the FMOLS model to estimate the effects of the saving-investment gap, unemployment, and the real effective exchange rate on growth. The results reveal a significant negative impact of the gap and unemployment, compared with an insignificant effect of the exchange rate, indicating a shift in growth drivers toward structural rather than price-based factors. The dissertation concludes that continued negative financing gaps keep several economies exposed to crises, and that sustainable growth requires strengthening national saving, improving productive capacity, and reducing reliance on external financing.