

أثر الركود التضخمي على عوائد الأسواق المالية في الأسواق الناشئة The Impact of Stagflation on Financial Market Returns in Emerging Markets

إعداد

د / سماح عزت نصير

مدرس الاقتصاد – معهد المستقبل العالي للدراسات التكنولوجية المتخصصة

المستخلص

تناولت الدراسة تحليل أثر الركود التضخمي على عوائد الأسواق المالية الناشئة في عشر دول هي البرازيل ، الهند ، الصين ، روسيا ، جنوب إفريقيا ، المكسيك ، إندونيسيا ، تركيا ، تايلاند ، مصر، وذلك خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠٢٤) باستخدام نموذج **ARDL** واختبار **Test Bounds** للعلاقة التكاملية طويلة الأجل .

حيث أظهرت النتائج أن الركود التضخمي (**ST**) له تأثير سلبي قوي ومعنوي على عوائد الأسواق المالية في الأجل الطويل ، حيث أدت زيادة مؤشر الركود التضخمي بنسبة ١% إلى انخفاض العوائد بنحو 0.68% . كما كشفت النتائج أن سعر الفائدة (**INTR**) ارتبط بشكل إيجابي وغير متوقع مع العوائد، مما قد يعكس دور السياسة النقدية في استعادة الثقة أو ارتفاع العوائد الاسمية بسبب التضخم . من ناحية أخرى ، كان للاستثمار الأجنبي المباشر (**FDI**) تأثير سلبي معنوي ، مما يشير إلى احتمالية حدوث إزاحة للاستثمار المحلي أو تسرب الأرباح إلى الخارج.

بينما لم تظهر متغيرات مثل الاستقرار السياسي (**STAB**) وسعر الصرف (**EXCH**) تأثيرات معنوية واضحة . كشف اختبار التكامل المشترك (**Bounds Test**) عن وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات في 9 من أصل 10 دول ، مما يدعم صلاحية نموذج **ARDL** ، أما في الأجل القصير، فقد أظهر حد التصحيح (**COINTEQ**) سرعة تعديل عالية (-1.1) ، مما يشير إلى استجابة سريعة للصدمات ، وإن كانت تعكس احتمالية وجود تعديل مفرط في بعض الأسواق.

تُبرز هذه النتائج أهمية تبني سياسات اقتصادية متوازنة تعالج التضخم دون تفاقم الركود، مع تعزيز جاذبية الأسواق الناشئة للاستثمارات المنتجة.

الكلمات المفتاحية: الركود التضخمي، الأسواق الناشئة، عوائد الأسواق المالية، نموذج ARDL، اختبار Bounds Test

Abstract:

This study aimed to analyze the impact of stagflation on the returns of emerging financial markets in ten countries: Brazil, India, China, Russia, South Africa, Mexico, Indonesia, Turkey, Thailand, and Egypt. The analysis covered the period from 2000 to 2024, employing the ARDL model and the Bounds Test for long-term cointegration relationships. The results revealed that stagflation (ST) exerts a strong and statistically significant negative impact on financial market returns in the long run. Specifically, a 1% increase in the stagflation index led to a decrease in returns of approximately 0.68%. The findings also indicated that the interest rate (INTR) exhibited a positive and significant association with returns. This may reflect the role of monetary policy in restoring confidence or the rise in nominal returns due to inflation. On the other hand, Foreign Direct Investment (FDI) had a significant negative impact, suggesting the potential for crowding out domestic investment or profit repatriation abroad. Meanwhile, variables such as political stability (STAB) and the exchange rate (EXCH) did not show statistically significant effects. The Bounds Test for cointegration revealed the existence of a long-term relationship between the

variables in 9 out of the 10 countries, supporting the validity of the ARDL model. In the short term, the error correction term (COINTEQ) indicated a high speed of adjustment (-1.10), pointing to a rapid response to shocks. However, this also potentially reflects the possibility of over-adjustment in some markets. These findings highlight the importance of adopting balanced economic policies that address inflation without exacerbating recession, while simultaneously enhancing the attractiveness of emerging markets for productive investments.

Keywords: Stagflation, emerging markets, financial market returns, ARDL model, Bounds Test

مقدمة

شهد الاقتصاد العالمي خلال العقود الأخيرة تحولات جذرية صاحبته أزمات اقتصادية متكررة ، تركت آثارًا بالغة على مختلف قطاعات الاقتصاد ، لا سيما أسواق المال في الدول النامية . وقد كشفت هذه الأزمات هشاشة البنى الاقتصادية في العديد من الأسواق الناشئة ، حيث تفتقر إلى أدوات فعالة للتعامل مع الصدمات الخارجية والداخلية وفي هذا السياق برزت ظاهرة "الركود التضخمي (Stagflation)" باعتبارها أحد أكثر المعضلات الاقتصادية إرباكًا للسياسات الاقتصادية التقليدية.

تتمثل هذه الظاهرة في تزامن معدلات تضخم مرتفعة مع تباطؤ اقتصادي ملحوظ ، وهو أمر يتعارض مع التوجهات الكلاسيكية للاقتصاد الكلي ، التي ترى عادة أن هناك علاقة عكسية بين التضخم والركود. إن صعوبة التعامل مع هذه الظاهرة تنبع من أن علاج أحد طرفيها يؤدي في الغالب إلى تفاقم الطرف الآخر؛ فعند محاولة تحفيز النمو لكبح الركود يتم تعزيز الطلب الكلي ، مما يؤدي إلى تفاقم التضخم، بينما تؤدي محاولات كبح التضخم عبر السياسات الانكماشية إلى تعميق الركود

فقد حذر بعض الباحثين من أن الارتفاع الأخير في التضخم حول العالم قد يمثل تحولاً دائماً في ضغوط الأسعار بعد عقدين من التضخم المنخفض والمستقر (Blanchard 2022; Summers 2022). كما أشاروا إلى أوجه التشابه بين الوضع الحالي وركود السبعينيات التضخمي ، بما في ذلك انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية في كلا الفترتين واحتمالية حدوث حلقة مفرغة بين الأجور والأسعار بسبب النمو السريع في الأجور.

ومع ذلك أشار آخرون إلى وجود اختلافات جوهرية عن سبعينيات القرن الماضي ، خاصة في سياسات البنوك المركزية ، والتي قد تساعد في منع تكرار سيناريو الركود التضخمي . فعلى عكس السبعينيات ، تتمتع البنوك المركزية اليوم بمصدقية كبيرة في مكافحة التضخم ، كما أن توقعات التضخم طويلة الأجل لا تزال مستقرة نسبياً (DeLong 2022; Reifschneider and Wilcox 2022) .

ومع اشتداد التحديات الاقتصادية العالمية، و ظهور موجات جديدة من عدم الاستقرار المالي ، بات من الضروري البحث في حلول مبتكرة ومتوازنة لهذه المعضلة تراعي طبيعة المرحلة وتعتيقاتها . خصوصاً في الأسواق الناشئة التي لا تملك المساحة الكافية للمناورة الاقتصادية ، سواء من حيث الموارد أو البنية المؤسسية .

من هذا المنطلق، فإن مواجهة الركود التضخمي تتطلب نهجاً متوازناً وغير تقليدي، يقوم على الدمج بين أدوات السياسة النقدية والمالية بأسلوب تدريجي ومدرّوس. ويتحقق ذلك من خلال إصلاحات هيكلية تهدف إلى رفع كفاءة الاقتصاد وزيادة الإنتاجية ، وتحفيز الاستثمار في القطاعات الإنتاجية دون إهمال الطلب الكلي ، فضلاً عن اعتماد سياسة نقدية مرنة لا تقتصر على سعر الفائدة فقط ، بل تشمل أدوات أخرى مثل إدارة السيولة والتحكم في التوقعات التضخمية. كما يُعد دعم الفئات المتضررة بطريقة مستهدفة أحد أدوات التخفيف من الأثر الاجتماعي للركود التضخمي دون الإخلال بالتوازنات الكلية . إن هذه المعالجة المتوازنة تُعد أكثر ملائمة للأسواق الناشئة التي تواجه محدودية في الأدوات الاقتصادية ، وضعفاً في القدرة على الصمود أمام الصدمات الخارجية .

إن معالجة الركود التضخمي تمثل تحديًا مزدوجًا يتطلب من صانعي السياسات الاقتصادية في الأسواق الناشئة تبني نهج متوازن وشامل يجمع بين المرونة النقدية، والانضباط المالي، والإصلاحات الهيكلية طويلة المدى. ومن هنا، فإن الدراسة الحالية تسعى إلى استكشاف هذه التحديات من منظور عملي وتحليلي، في محاولة لبناء تصور أكثر نضجًا لفهم تداعيات الركود التضخمي وكيفية التعامل معه في سياقات اقتصادية محددة ومعقدة. Hein, E. (2020).

استنادًا إلى ما سبق ، تأتي هذه الدراسة لتسليط الضوء على التفاعلات المعقدة بين ظاهرة الركود التضخمي وأداء أسواق المال في الاقتصادات الناشئة ، من خلال تحليل الأبعاد الاقتصادية والمالية لهذه العلاقة ، واستخلاص الأنماط والسلوكيات السوقية التي تنتج عن تلك الظروف الاستثنائية . تهدف الدراسة إلى تقديم فهم أعمق وأكثر دقة لهذه الظاهرة ، من خلال تناولها ضمن السياق الخاص للدول النامية ، بما يعزز من الإطار التحليلي القائم .

مشكلة البحث

تتمثل مشكلة البحث في أنه تشهد الاقتصادات الناشئة في الآونة الأخيرة ضغوطًا متزايدة من تباطؤ النمو الاقتصادي مصحوبًا بارتفاع معدلات التضخم إلى مستويات قياسية ، مما يهدد بظهور نوبات من الركود التضخمي (Stagflation) يمثل هذا المزيج تحديًا معقدًا لصانعي السياسات نظرًا لتناقض الأدوات التقليدية لمواجهته (كبح التضخم قد يفاقم الركود ، وتحفيز النمو قد يزيد التضخم) . مما يجعل استجابة السياسات الاقتصادية غير فعالة، أو حتى ضارة، إذا لم تتم بحذر شديد وتنسيق دقيق.

في هذا السياق ، تبرز مشكلة البحث الرئيسية في عدم وضوح الأبعاد الكمية وآليات التأثير التي يؤثر بها الركود التضخمي على عوائد الأسواق المالية (خاصة أسواق الأسهم) في الاقتصادات الناشئة ، وضعف الأدلة القياسية حول فعالية السياسات المتاحة لمواجهة هذه الآثار . تكتسب هذه المشكلة أهمية خاصة في ضوء

هشاشة الأسواق المالية الناشئة ، واعتمادها الكبير على التدفقات الاستثمارية الخارجية، وتعرضها المتكرر للصدمات الخارجية

فتركز هذه الدراسة على الطبيعة المعقدة للعلاقة بين الركود والتضخم في السياقات الاقتصادية الناشئة، وكيف تنعكس هذه العلاقة على أداء أسواق المال ، التي تُعد من أكثر القطاعات حساسية للتقلبات الاقتصادية والمالية. إذ أن هذه الأسواق ، بتكوينها غير المستقر وبنيتها المؤسسية المحدودة، تتعرض لتقلبات عنيفة في ظل الركود التضخمي، تظهر على شكل تقلبات حادة في مؤشرات السوق، انخفاض في معدلات السيولة، تراجع ثقة المستثمرين، وهروب رؤوس الأموال.

أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث فيما يلي :

- ١- قياس الأثر الكمي للركود التضخمي: تقدير حجم واتجاه تأثير مؤشر الركود التضخمي (ST) على عوائد الأسواق المالية (RETU) في عينة الدول الناشئة محل الدراسة على المدى الطويل والقصير.
- ٢- تحليل قنوات انتقال الأثر: فحص الآليات التي يتأثر من خلالها سوق الأسهم بالركود التضخمي، مع التركيز على دور المتغيرات الوسيطة مثل سعر الفائدة (INTR) والاستثمار.
- ٣- تقييم فاعلية السياسات الاقتصادية: استكشاف مدى فعالية السياسات النقدية (سعر الفائدة) والمالية في التخفيف من الآثار السلبية للركود التضخمي على الأسواق المالية في هذه الاقتصادات.
- ٤- تطوير نموذج تنبؤي: بناء نموذج قياسي (ARDL) قادر على تفسير وتوقع سلوك عوائد الأسواق المالية في ظل ظروف الركود التضخمي في الأسواق الناشئة.

أهمية البحث

يكتسب البحث أهمية كبيرة في الوقت الحالي نتيجة حالة الركود التضخمي التي يواجهها الاقتصاد العالمي

(الاقتصاديات المتقدمة ، خاصتاً الاقتصاديات الصاعدة والدول النامية) وذلك من خلال :

١- الأهمية النظرية :

- أ. سد فجوة في الأدبيات حول تأثير الركود التضخمي خصوصاً على أسواق الأسهم في الاقتصادات الناشئة باستخدام منهجية ARDL المتقدمة.
- ب. اختبار وتطوير النظريات الاقتصادية (الكينزية، النقدية، جانب العرض) في تفسير ديناميكيات الركود التضخمي وأثره على الأسواق المالية في سياق مختلف عن الاقتصادات المتقدمة.
- ج. تقديم أدلة قياسية حول "تأثير سعر الفائدة" (تأثيره الإيجابي غير المتوقع على العوائد) وتأثير الاستثمار الأجنبي المباشر السلبي ، تأثير الاستثمار الأجنبي الغير مباشر تأثيره الإيجابي ، مما يتطلب تفسيرات نظرية جديدة .

٢- الأهمية التطبيقية :

- أ. لصانعي السياسات : توفير أدلة قائمة على البيانات لتوجيه السياسات النقدية والمالية والهيكلية لمواجهة الركود التضخمي وحماية استقرار الأسواق المالية وتعزيز النمو في الاقتصادات الناشئة.
- ب. للمستثمرين والمؤسسات المالية : مساعدتهم على فهم المخاطر المرتبطة بالركود التضخمي في هذه الأسواق، وتطوير استراتيجيات استثمارية أكثر مرونة (كالتركيز على قطاعات معينة كالسلع الأساسية والعقارات)، وتحسين إدارة المحافظ الاستثمارية.
- ج. للبورصات وهيئات الرقابة المالية : تقديم رؤى لتعزيز مرونة الأسواق وتطوير أدوات مالية مبتكرة لامتصاص الصدمات (مثل الصكوك المدعومة بالأصول).

د. للأوساط الأكاديمية والبحثية : توفير قاعدة بيانات ومنهجية قابلة للتطبيق والتطوير في دراسات مماثلة، والإسهام في فهم أعمق لتحديات التنمية في الأسواق الناشئة.

فروض البحث

الفرضية الرئيسية :

H₁: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الركود التضخمي على عوائد الأسواق المالية (RETU) في الاقتصادات الناشئة.

الفروض الفرعية:

- H₂: يوجد علاقة معنوية بين سعر الفائدة (INTR) و عوائد الأسواق المالية (RETU) في الاقتصادات الناشئة.
- H₃: يؤثر الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) معنوياً على عوائد الأسواق في الاقتصادات الناشئة.
- H₄: يرتبط الاستثمار الأجنبي غير المباشر (FPI) ارتباطاً ذا دلالة إحصائية بعوائد الأسواق المالية (RETU) في الاقتصادات الناشئة.

حدود البحث

١. الحدود الزمنية:

- تغطي الدراسة الفترة من 2000 إلى 2024

٢. الحدود الجغرافية:

- تقتصر على 10 دول ناشئة فقط (البرازيل، الهند، الصين، روسيا، جنوب أفريقيا، المكسيك، إندونيسيا، تركيا، تايلاند، مصر).
- لا تشمل اقتصادات متقدمة

٣. الحدود المنهجية:

- استخدام نموذج ARDL فقط، دون مقارنة مع نماذج قياسية بديلة
 - قياس الركود التضخمي بمؤشرين: $ST1 = \text{التضخم} + \text{البطالة}$
 - $ST2 = \text{التضخم}$ - نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.
 - بيانات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي كمصدر وحيد، مما قد يُهمل فروقات في منهجيات الحساب المحلية.
- ### ٤. الحدود الموضوعية:

- التركيز على عوائد الأسواق المالية (أسواق الأسهم) فقط، دون تحليل أدوات دين أو سلع.
- عدم دراسة تأثير الركود التضخمي على القطاعات الاقتصادية الفرعية (مثل الصناعة والخدمات).

خطة البحث

تتكون خطة البحث من النقاط التالية:-

أولاً: الإطار المفاهيمي

(تعريف الركود التضخمي ومؤشراته، خصائص الأسواق الناشئة (مقارنة بالمتقدمة).

ثانياً: الدراسات السابقة

ثالثاً: المنهجية والنموذج القياسي

رابعاً: النتائج والتوصيات

أولاً: الإطار المفاهيمي

١.١. التضخم الركودي

١.١.١. تعريف التضخم الركود

التضخم الركودي هو حالة اقتصادية نادرة تجمع بين :

- ركود النمو الاقتصادي (انخفاض الناتج المحلي الإجمالي أو نمو ضعيف).
- ارتفاع معدلات التضخم (زيادة مستمرة في الأسعار).
- ارتفاع البطالة (تراجع فرص العمل).

وهو وضع متناقض ، إذ أن السياسات التقليدية لتحفيز النمو (مثل زيادة الإنفاق الحكومي) قد تزيد التضخم، بينما سياسات كبح التضخم (مثل رفع الفائدة) قد تفاقم الركود.

١.١.٢. نشأة المفهوم وتطوره

الظهور الأول : برز المصطلح في الستينيات بعد تحليل آلين ماكليود للاقتصاد البريطاني (١٩٦٥)، الذي شهد ارتفاعاً في الأسعار والبطالة معاً.

التعريف الكلاسيكي :

- جيلبرت أبراهام-فروا: "مزيج من بطالة مرتفعة وتضخم مرتفع."
- بول سامويلسون: "ركود في النمو والاستخدام مع تضخم حاد في الأسعار". Novák, Z., & Szalay, Z. (2023).

١.١.٣. الملامح التاريخية للتضخم الركودي

السبعينيات : تفاقم الظاهرة بعد صدمة النفط (١٩٧٣) ، حيث ارتفعت الأسعار عالمياً مع تباطؤ النمو. وصل التضخم إلى ١١.٧% في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) بحلول ١٩٨٠. Hein, E. (2020).

الثمانينيات : تبنت الدول الصناعية سياسات انكماشية (مثل رفع الفائدة) للحد من التضخم، لكنها أدت إلى :

- انخفاض النمو إلى ١.٣% (١٩٨٠) و-٠.٣% (١٩٨٢).
- تراجع التضخم إلى ٥-٧%، لكن مع استمرار البطالة.
- انتعش النمو لاحقاً (١٩٨٣) بفضل التحسن في أمريكا الشمالية واليابان.

١.١.٤. أسباب التضخم الركودي

- صدمات العرض (مثل أزمات الطاقة).
- ضعف الإنتاجية وتراجع الاستثمار.
- السياسات النقدية والمالية غير المتوازنة.

١.١.٥. تحليل المدارس الاقتصادية للظاهرة ووسائل العلاج

تختلف المدارس الاقتصادية في تفسير أسباب هذه الظاهرة واقتراح حلول لها، مما أثار جدلاً بين الكينزيين والنقديين ومدرسة جانب العرض ومدرسة التوقعات الرشيقة Andersson, F (٢٠٢٣).

أ. التضخم الركودي في منظور المدرسة الكينزية

اعتمد كينز في تحليله على التفاعل بين الطلب الكلي (الاستهلاك، الاستثمار، الإنفاق الحكومي) والعرض الكلي، مفرقاً بين حالتين:

إخفاقات المنظور الكينزي

- فشل منحني فيليبس (الذي يفترض علاقة عكسية بين التضخم والبطالة) في تفسير التضخم الركودي.
- عجز السياسات الكينزية (مثل زيادة الإنفاق الحكومي) عن علاج التضخم والركود معاً.

الحلول الكينزية المقترحة

- تخفيض أسعار الفائدة لتحفيز الاستثمار.
- زيادة الإنفاق الحكومي (استهلاكاً واستثماراً).
- تخفيض الضرائب لتعزيز الطلب الفعال.

ب. المدرسة النقدية (مدرسة شيكاغو)

يرى ميلتون فريدمان أن التضخم ظاهرة نقدية بحتة ناتجة عن التوسع غير المدروس في عرض النقود و تدخل الدولة عبر العجز المالي.

- السياسة النقدية لعلاج ظاهرة الركود التضخمي هي التحكم في عرض النقود من خلال :
 - رفع أسعار الفائدة لكبح التضخم.
 - تقليل العجز المالي عبر خفض الإنفاق الحكومي (خاصة على البرامج الاجتماعية).
 - رفض ضمان التوظيف الكامل، مع قبول "معدل بطالة طبيعي" لضبط الأجور (Serrano, F., et al. (2020).

الانتقادات الموجهة للتحليل النقدي

- إهمال الجانب الحقيقي للاقتصاد (مثل الإنتاجية).
- تركيزها على كبح التضخم قد يفاقم الركود.

ج. مدرسة اقتصاديات جانب العرض

الفرضية الأساسية: تعتمد على قانون ساي: "العرض يخلق الطلب الخاص به"، معارضة الرؤية الكينزية.

الحلول المقترحة

- تخفيض الضرائب على الشركات والأرباح لتحفيز الاستثمار.
- تقليل البيروقراطية لتعزيز الإنتاجية.
- تحفيز القطاع الخاص عبر إصلاحات السوق الحرة.

د. مدرسة التوقعات الرشيدة

تؤكد أن الأفراد يتخذون قراراتهم بناءً على توقعات عقلانية للمتغيرات الاقتصادية، مما يجعل السياسات الحكومية غير فعالة إذا كانت متوقعة، وتقتصر الشفافية في السياسات النقدية لتجنب مفاجآت التضخم وتجنب التدخل الحكومي لضمان مرونة الأسعار (Mayer, T., & Schnabl, G. (2021)).

١.٢. تطور التضخم والنمو الاقتصادي

١.٢.١. التضخم في السنين والسبعينيات

شهد التضخم العالمي ارتفاعاً مطرداً خلال سبعينيات القرن الماضي، حيث قفز من نطاق ١.٧-٤.٤% سنوياً في الستينيات وأوائل السبعينيات إلى ١٠.٣% في عام ١٩٧٣ بعد صدمة النفط الأولى. واستمر التضخم في الارتفاع حتى الركود العالمي عام ١٩٨٢، حيث بلغ متوسط التضخم خلال ١٩٧٣-١٩٨٣ حوالي ١١.٣% سنوياً، أي أكثر من ثلاثة أضعاف متوسط التضخم في الفترة ١٩٦٢-١٩٧٢ (٣.٦% سنوياً).

١.٢.٢. التضخم من السبعينيات حتى جائحة كوفيد-١٩

شهد التضخم تراجعاً ملحوظاً خلال العقود الخمسة الماضية، حيث انخفض من ذروة بلغت ١٦.٩% في عام ١٩٧٤ إلى ٢.٣% فقط في عام ٢٠١٩. وقد شمل هذا الانخفاض الاقتصادات المتقدمة والنامية على حد سواء، ويعزى ذلك إلى تركيز البنوك المركزية على استقرار الأسعار، بالإضافة إلى العولمة وتحرير الأسواق (Ha, Ivanova, et al. 2019).

١.٢.٣. التضخم منذ جائحة كوفيد-١٩

شهد التضخم العالمي تقلبات حادة منذ بداية الجائحة، حيث انخفض في البداية بسبب تراجع الطلب وانخفاض أسعار النفط، لكنه عاود الارتفاع مع تعافي النشاط الاقتصادي وارتفاع أسعار السلع الأساسية بسبب الحرب في أوكرانيا وتعطل سلاسل التوريد.

هذه المؤشرات المقلقة تفرض إعادة تقييم شاملة للسياسات الاقتصادية، خاصة في ظل تباين الأداء بين المناطق الجغرافية. فبينما تشهد أوروبا وآسيا الوسطى أعلى معدلات التضخم بسبب تداعيات الحرب الأوكرانية وارتفاع أسعار السلع الأساسية، تمكنت اقتصادات شرق آسيا والمحيط الهادئ من الحفاظ على معدلات تضخمها ضمن النطاقات المستهدفة، وإن كان ذلك جاء نتيجة للإغلاقات المتكررة التي أثرت بدورها على النمو الاقتصادي (Salgado, M. C. O. (2023).

تحليل العوامل الكامنة وراء هذه الموجة التضخمية يكشف عن تحول جوهري في مصادر الضغوط التضخمية. فبعد أن كانت صدمات الطلب هي العامل المهيمن في النصف الأول من عام ٢٠٢٠، برزت صدمات العرض وأسعار النفط كعوامل

رئيسية منذ مطلع عام ٢٠٢١. وتكشف الدراسات التحليلية باستخدام نماذج FAVAR أن التضخم الأساسي يتأثر بشكل أكبر بصدمات العرض ، في حين يظهر مؤشر أسعار المنتجين حساسية أكبر لتقلبات الطلب العالمي وتذبذبات أسعار النفط.

أما على صعيد النمو الاقتصادي ، فإن الصورة تبدو قاتمة على المدى المتوسط والبعيد . فبعد التعافي القوي الذي شهدته الاقتصادات العالمية في عام ٢٠٢١ بنمو بلغ ٥.٧% ، تشير التوقعات إلى تباطؤ النمو إلى ٢.٩% في ٢٠٢٢ و ٣% في ٢٠٢٣ ، مع استمرار تأخر تعافي الاقتصادات الناشئة والنامية . وتكمن الخطورة في أن هذا التباطؤ ليس مجرد ظاهرة دورية ، بل يعكس ضعفاً هيكلياً في محركات النمو الأساسية، بما في ذلك تراجع معدلات النمو السكاني، وتباطؤ الإنتاجية، وانخفاض معدلات الاستثمار على المستوى العالمي (Yildirim, E. U., & Ordu-Akkaya, B. M. (2022).

في هذا السياق ، تواجه صانعي السياسات الاقتصادية تحديات جسيمة في تحقيق التوازن بين مكافحة التضخم والحفاظ على زخم النمو. فمن ناحية، يتطلب كبح جماح التضخم تشديد السياسات النقدية، ومن ناحية أخرى، يهدد هذا التشديد بإضعاف النمو الهش أصلاً. وتزداد هذه المعضلة تعقيداً في الاقتصادات الناشئة التي تعاني من هشاشة وضعها المالي وارتفاع أعباء الديون ، مما يحد من قدرتها على استخدام الأدوات السياسية لمواجهة هذه التحديات.

١.٣. الأسواق الناشئة

تشير اقتصادات الأسواق الناشئة إلى الدول النامية التي تمر بمرحلة انتقالية نحو تكامل أكبر مع الأسواق العالمية والتحديث الاقتصادي. تتميز هذه الدول ببعض - وليس كل - خصائص الاقتصادات المتقدمة، مما يضعها على مسار نمو بين وضعية الدول النامية والمتقدمة.

١.٣.١. السمات الرئيسية للأسواق الناشئة:

- التكامل التدريجي مع أنظمة التجارة والتمويل العالمية
- تطور الأسواق المالية مع تحسن في السيولة

- زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر
- تحديث المؤسسات الاقتصادية والأطر التنظيمية
- ارتفاع دخل الفرد ونمو التصنيع

١.٣.٢. الخصائص المميزة مقارنة بالأسواق المتقدمة:

بينما تتمتع الاقتصادات المتقدمة بأنظمة مالية ناضجة ومستويات معيشية مرتفعة ومؤسسات مستقرة، تظهر الأسواق الناشئة عادةً:

- معدلات نمو اقتصادي أسرع
- أسواق رأسمالية متوسعة لكن أقل سيولة
- تحسينات تنظيمية مستمرة
- قواعد صناعية في طور التحول

١.٣.٣. أمثلة على اقتصادات الأسواق الناشئة الرئيسية:

تمثل دول بريكس (البرازيل، روسيا، الهند، الصين، جنوب إفريقيا)، بالإضافة إلى المكسيك والمملكة العربية السعودية وإيران، أمثلة بارزة على الأسواق الناشئة التي تُظهر هذه الخصائص الانتقالية.

يُعرّف هذا التصنيف الاقتصادي الدول التي تنتقل من وضعية الدخل المنخفض وما قبل الصناعية إلى اقتصادات صناعية بمستويات معيشية أعلى من خلال زيادة الاندماج العالمي والإصلاحات المحلية. تتضمن هذه المرحلة الانتقالية عادةً تغييرات هيكلية في الأنظمة المالية والقواعد الصناعية والسياسات

الاقتصادية. (Baah, R. G. (2024).

تمثل الأسواق الناشئة دولا في مرحلة انتقالية اقتصادية ، تتميز بأنظمة مالية متطورة وإصلاحات مؤسسية مستمرة. على عكس الاقتصادات المتقدمة ذات الأطر التنظيمية الناضجة وكفاءة الأسواق، تُظهر هذه الدول خصائص مميزة بينما تتقدم نحو تعقيد اقتصادي أكبر.

١.٣.٤. مؤشرات التنمية الرئيسية:

- التطور المؤسسي : بينما تفتقر إلى معايير المحاسبة القوية والأنظمة التنظيمية للأسواق المتقدمة (مثل الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي واليابان)، تقوم الاقتصادات الناشئة بتحديث بنيتها التحتية المالية بشكل نشط عبر البنوك والبورصات والعملات الموحدة.
- التحول الهيكلي : تقوم هذه الاقتصادات بتحول منهجي من الاعتماد على الزراعة والموارد إلى الأنشطة الصناعية والتصنيعية عبر سياسات حكومية مستهدفة.
- استراتيجيات النمو: تتبع معظمها إما التوسع القائم على التصدير أو التصنيع بديل الواردات، مع هيمنة متزايدة للاستراتيجيات الموجهة نحو التصدير لتحقيق الاندماج العالمي (Munir, A. F., et al., (2022).

١.٣.٥. تصنيف اقتصادات الأسواق الناشئة

- يتم تصنيف اقتصادات الأسواق الناشئة بناءً على عوامل متعددة، مثل مستويات الدخل وقوة النظام المالي ومعدلات النمو الاقتصادي. ومع ذلك، قد تختلف قائمة الدول المصنفة كأسواق ناشئة حسب المؤسسة المصنفة:
- صندوق النقد الدولي (IMF) يُعرّف ٢٠ دولة كأسواق ناشئة.
 - مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال (MSCI) تضم ٢٤ دولة في قائمتها للأسواق الناشئة.
- وقد يتغير تصنيف الدولة مع الوقت، حيث يمكن ترقيةها إلى وضعية السوق المتقدمة أو تخفيضها إلى سوق حدودي، حسب معايير المؤسسة المُقيّمة. على سبيل المثال اليونان كانت مصنفة كسوق متقدمة، لكنها أُعيد تصنيفها لاحقاً كسوق ناشئة (Günay, S., et al., (2023).

ثانياً : الدراسات السابقة

شهدت العقود الأخيرة تزايد الاهتمام الأكاديمي بظاهرة الركود التضخمي (Stagflation) في الاقتصادات الناشئة والنامية ، خاصة بعد الأزمات الاقتصادية

العالمية المتتالية . يعرف الركود التضخمي بأنه المزيج الخطير من ارتفاع التضخم وتباطؤ النمو الاقتصادي مع ارتفاع البطالة ، وهي حالة تتحدى السياسات الاقتصادية التقليدية. تهدف هذه الورقة إلى تقديم مراجعة أدبية شاملة للدراسات التي تناولت هذه الظاهرة في الاقتصادات الناشئة ، مع تحليل الأسباب ، الآثار ، وسياسات المواجهة المقترحة .

فيما يلي مراجعة أدبية منهجية لأثر الركود التضخمي على الأسواق الناشئة ، مع التركيز على الاستنتاجات الأكثر صلة بالموضوع: أوضحت الدراسات الحديثة أن الركود التضخمي في الأسواق الناشئة ينتج عن تفاعل معقد بين الضعف الهيكلي الداخلي والصدمات الخارجية، حيث أظهرت (Ha et al., 2022) أن ارتفاع الديون العامة والخاصة (كما في البرازيل وجنوب أفريقيا) يقوض السياسات الرشيدة ، مما يفاقم التضخم ويبطئ النمو ويرفع مخاطر تراجع التصنيفات الائتمانية. وفي سياق متصل، أكدت (Salgado, 2023) أن "الحروب النقدية" (التخفيض التنافسي للعملة) تزيد تقلبات أسعار الصرف، مما يرفع تكاليف الواردات (تضخم) ويخفض من معدل الاستثمارات (ركود).

من ناحية أخرى، كشفت (Uğurlu Yildirim & Ordu-Akkaya, 2022) أن المخاطر الجيوسياسية تُضعف النمو في الاقتصادات الهشة (كتركيا والمكسيك) عبر اضطرابات سلاسل التوريد، بينما أبرزت (Günay et al., 2023) أن الأزمات العالمية (مثل كوفيد-١٩) تُعمق الضغوط المالية في مجموعة "BRIC-T" ، مما يُسبب تقلبات حادة في أسواق الأسهم ويعزز حلقة التضخم-الركود. كما أوضحت (Kohler & Stockhammer, 2022) أن مرونة أسعار الصرف (في تشيلي وجنوب أفريقيا) تولد دورات "ازدهار-انهيار" ترفع تكاليف الواردات وتقلص الاستثمارات.

في هذا الإطار، أشارت (Renzhi & Beirne, 2024) إلى أن اشتداد السياسة النقدية الأمريكية يُضعف فعالية السياسات المحلية ، بينما ربطت (Akben-Selcuk, 2024) بين عدم اليقين في السياسات الاقتصادية (EPU) وانخفاض عائدات الشركات ، مما

يعزز الركود ويزيد التضخم . بالإضافة إلى ذلك ، حذرت (Davidescu et al., 2023) من أن تكامل الأسواق المالية الناشئة (كبولندا والمجر) مع الأسواق العالمية ينقل صدمات الركود التضخمي عبر قنوات العدوى.

على المستوى القطري، توصلت دراسة (Abouzeid, 2024) على مصر إلى وجود علاقة عكسية قوية بين التضخم وعوائد الأسهم (كل ١% زيادة تضخم → انخفاض ٠.٢٨% في العوائد)، مع تراجع ثقة المستثمرين وتشوهات تقييم الأصول خلال فترات الركود التضخمي (٢٠١٧-٢٠٢٤). (وفي سياق أوسع، أكد Kose & Ohnsorge, 2023) أن تباطؤ النمو المحتمل في ١٠٥ اقتصاداً ناشئاً (الأدنى في ٣ عقود) يحد من قدرتها على مكافحة الفقر، بينما نبه (Demary & Hüther, 2022) إلى عجز البنوك المركزية عن معالجة صدمات العرض.

من ناحية التحليل الكمي، كشف (Mohaddes & Raissi, 2020) أن صدمات أسعار السلع الأساسية تفسر ٦٠% من تقلبات النمو في ٤٥ اقتصاداً ناشئاً، بينما أظهر نموذج Alich (Alich et al., 2018) أن صدمات الإنتاجية (٤٠%) والنقدية (٣٥%) هي المحركات الرئيسية للتباين. كما أبرز (IMF, 2022) أن الاقتصادات المستوردة للطاقة أكثر عرضة للركود التضخمي بنسبة ٧٠%.

فيما يخص الحلول، دعت (Andersson, 2023) إلى دمج السياسات النقدية التقبيلية مع إصلاحات جانب العرض (مثل رفع الإنتاجية في مصر)، **مقترحةً (Novák & Szalay, 2023)** أدوات مالية مبتكرة (كصكوك الدين المدعومة بالأصول). (وفي سياق متكامل، أوصى OECD, 2021) بتحسين مناخ الأعمال وتعزيز التجارة البينية، بينما أكد (Levine, 2019) أن زيادة القروض المصرفية ١٠% تخفض مدة الركود التضخمي ١٥%.

تشير الأدلة إلى أن مواجهة الركود التضخمي تتطلب سياسات متوازنة تعالج القيود الهيكلية (كضعف الإنتاجية والاعتماد على الواردات) وتعزز مرونة المؤسسات المالية، مع تفعيل آليات التكامل الإقليمي لامتناس الصدمات الخارجية.

التعليق على الدراسات السابقة

تشكل الدراسات المذكورة إسهاماً مهماً في فهم ظاهرة الركود التضخمي في الاقتصادات الناشئة، حيث تقدم تحليلاً شاملاً للأسباب والآثار واقتراحات السياسات . ومع ذلك ، يمكن تقديم بعض الملاحظات النقدية :

أ. من حيث المنهجية : تتنوع المناهج المستخدمة بين النماذج الكمية (VAR) ، (DSGE) والتحليلات المؤسسية، مما يعكس تعدد الأبعاد التي يجب أخذها في الاعتبار عند دراسة هذه الظاهرة المعقدة. لكن هذا التعدد قد يحد من إمكانية المقارنة المباشرة بين النتائج.

ب. من حيث النتائج : تؤكد الدراسات بشكل متسق على حساسية الاقتصادات الناشئة للصدمات الخارجية وضعف المناعة المؤسسية ، وهو ما يتفق مع الواقع العملي . لكن بعض الدراسات مثل (Taylor, 2019) تظهر محدودية الأدوات التقليدية (مثل أسعار الفائدة) في معالجة المشكلة دون آثار جانبية سلبية .

ج. من حيث السياسات المقترحة : تبرز أهمية التكامل بين السياسات النقدية والهيكلية والاجتماعية ، لكن التحدي العملي يكمن في التنسيق بين هذه السياسات وتوقيت تنفيذها، خاصة في ظل قيود الموارد المؤسسية والمالية في الاقتصادات الناشئة .

د. الفجوة البحثية : معظم الدراسات تركز على العوامل الاقتصادية الكلية ، مع إهمال نسبي لدور العوامل السياسية والجيوسياسية في تفاقم الأزمات . كما أن تأثير التغيرات التكنولوجية والتحول الرقمي على ظاهرة الركود التضخمي لم يحظ باهتمام كاف .

ثالثاً : منهجية البحث والنموذج القياسي

اعتمدت الدراسة على منهج كمي تحليلي باستخدام بيانات (Panel Data) لـ ١٠ دول ناشئة خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠٢٤)، مع تطبيق النموذج القياسي $ARDL$ (Autoregressive Distributed Lag) واختبار $Bounds Test$ وفق الخطوات التالية:

١. النموذج القياس الاقتصادي:

$$RETU_{it} = \beta_0 + \beta_1 ST_{it} + \beta_2 X_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث:

- R_{IT} العائد السنوي أو الربع سنوي لمؤشر سوق الأسهم الرئيسي في الدولة خلال الفترة محل الدراسة
- $Stage$ مقياس ظاهرة الركود التضخمي في الدولة I خلال الفترة محل
- X_{it} المتغيرات الحاكمة
- ϵ_{it} حد الخطأ.

٢. مراحل التحليل:

- اختبار استقرارية البيانات ($ADF Test$): للتأكد من عدم وجود جذور وحدة.
- اختبار التكامل المشترك ($Bounds Test$): للتحقق من وجود علاقة طويلة الأجل.
- تقدير المعلمات: باستخدام نهج PMG (Pooled Mean Group) لفصل التأثيرات طويلة/قصيرة الأجل.
- تحليل المسارات ($Path Analysis$): لفهم آليات التأثير غير المباشر.

٣. مصادر البيانات:

- البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، البورصات المحلية.

لتحليل أثر الركود التضخمي (Stagflation) على أسواق الأسهم في الأسواق الناشئة المتمثلة في: (البرازيل - الهند - الصين - روسيا - جنوب إفريقيا - المكسيك - إندونيسيا - تركيا - تايلاند - مصر)

• **"معدل الركود التضخمي"** : في الواقع، لا يوجد مقياس واحد يسمى بهذا الاسم، بل هو حالة اقتصادية تجمع بين التضخم والركود. وفي هذا السياق لدينا طريقتين لحساب معدل الركود التضخمي لبناء على الأدبيات السابقة:

أ. مؤشر الركود التضخمي = معدل التضخم - معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

هي أحد المقاييس المثيرة للاهتمام لأنها تدمج بعداً جديداً وهو أداء النمو التي قد تُستخدم لتقييم شدة الركود التضخمي، لكنها ليست معيارية عالمياً، تتميز هذه الصيغة بأنها تعكس ازدواجية المشكلة إذ أن بطء النمو أو انكماشه هو جوهر "الركود" في الركود التضخمي:

ارتفاع التضخم (+) + ركود النمو (-) = تفاقم الأزمة.

حيث، إذا كان النمو سالباً (انكماش)، يزداد المؤشر بشكل كبير، تظهر المشكلة الأساسية في هذه الصيغة أنها تتجاهل معدل البطالة وهو ركن أساسي في تعريف الركود التضخمي.

من أمثلة الدراسات التي اعتمدت هذه الصيغة

- دراسة Ball (1994) حول التضخم في دول الـ OECD
- تحليل صندوق النقد الدولي (١٩٨٠s) لأزمات البرازيل والأرجنتين.
- دراسة Eurostat (2023) استخدمت المؤشر كأحد المؤشرات الثانوية لتقييم شدة الصدمات في دول الاتحاد الأوروبي بعد أزمة الطاقة.
- دراسة (Blanchard et al., 2022) "Measuring Stagflation Risk" تم تطبيقها على بيانات الولايات المتحدة ١٩٧٠-١٩٨٠ كأداة وصفية .
- دراسة (IMF, 2022) "Stagflation: Causes and Modern Solutions"

- ب. شدة الركود التضخمي (مؤشر المعاناة) = معدل التضخم + معدل البطالة
- لا يوجد تعريف رياضي دقيق للركود التضخمي، فهو يعتمد على السياق التاريخي وطبيعة الاقتصاد. كما يضيف بعض الاقتصاديين "توقعات المستهلكين" أو "ثقة الأعمال" كمعامل نوعية.
 - الدول النامية قد تعاني من الركود التضخمي بمعدلات تضخم أعلى (مثل ٢٠٪+).

مقارنة بين المؤشرين الشائعين:

المؤشر	الصيغة	ميزاته	عيوبه
مؤشر المعاناة (Misery Index)	التضخم + البطالة	يُدمج بُعد البطالة	يتجاهل نمو الاقتصاد
المؤشر المقترح	التضخم - نمو الناتج المحلي	يُدمج بُعد النمو الاقتصادي	يتجاهل البطالة

بناءً على ما سبق سوف نقوم باستخدام المؤشرين للحصول على صورة أشمل المتغيرات الحاكمة:

- أسعار الفائدة المحلية (يمثل السياسة النقدية للبنك المركزي).
 - سعر الصرف (تغير قيمة العملة مقابل الدولار الأمريكي).
 - معدل الادخار أو الاستثمار المحلي % من الناتج المحلي الإجمالي.
 - صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.
 - مؤشر الاستقرار السياسي (يمثل الحوكمة).
- الجدول التالي يوضح المتغيرات المستخدمة في هذا التقدير بناءً على ما جاء في النماذج القياسية المستخدمة في الدراسات السابقة المشابهة؛ ومصدرها.

جدول رقم (1) تعريف المتغيرات ومصادرها

المتغير	الرمز	التوصيف	التعريف وفقاً للبنك الدولي	مصادره
Y	RETUR	العائد على سوق الأسهم الرئيسية		البورصات الرسمية لكل دولة
X ₁	ST	مؤشر الركود التضخمي	معدل التضخم - معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	تم احتسابه اعتماداً على قاعدة بيانات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي
X ₁	ST2	مؤشر الركود التضخمي	معدل التضخم + معدل البطالة	تم احتسابه اعتماداً على قاعدة بيانات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي
X ₂	FDI	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر Foreign direct investment, net (BoP, current US\$)	ويُقصد به استثمارات المستثمر المقيم في اقتصاد ما في مشروعات خارجية تُتيح له سيطرة دائمة (١٠%+ من أسهم التصويت). يشمل صافي التدفقات (الداخلة - الخارجة) ويُقاس بالدولار الأمريكي الحالي.	البنك الدولي https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators/series/BX.KLT.DINV.CD.WD
X ₃	STAB	مؤشر الاستقرار السياسي Political Stability Index	أحد مؤشرات الحوكمة العالمية (WGI)، يقيس احتمالية زعزعة استقرار الحكومة أو إسقاطها بوسائل غير دستورية (مثل العنف أو الإرهاب). تتراوح قيمته بين 2.5- (ضعيف جداً) و 2.5+ (قوي جداً).	البنك الدولي https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators/series/PV.POLSTAB
X ₄	INVS	معدل الاستثمار المحلي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي Gross capital formation (% of GDP)	إجمالي تكوين رأس المال الثابت كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. يشمل استثمارات القطاعين العام والخاص في الأصول الثابتة (مصانع، معدات، بنية تحتية).	البنك الدولي https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators/series/NE.GDI.TOTL.ZS
X ₅	INTR	سعر الفائدة (Interest Rate)	يُعرّف البنك الدولي سعر الفائدة على القروض بأنه السعر الذي تفرضه البنوك على القروض للعملاء من القطاع الخاص. يُستقى البيانات عادةً من صندوق النقد الدولي (IMF).	البنك الدولي https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators/series/FR.INR.LEN

أثر الركود التضخمي على مؤشرات الأسواق المالية في الأسواق الناشئة

د / سماح حمزة نصير

البنك الدولي https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators/series/PX.NUS.FCRF	سعر الصرف الرسمي للعملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي (USD) يُقاس بـ وحدات العملة المحلية لكل دولار أمريكي. المصطلح الإنجليزي	سعر الصرف Exchange Rate : Official exchange rate (LCU per US\$, period average)	EXCH	X ₆
البنك الدولي https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators/series/BX.PEF.TOTL.CD.WD	"صافي تدفقات الاستثمار في أصول مالية قابلة للتداول (غير مشمولة في الاستثمار المباشر أو احتياطات البنك المركزي). تشمل هذه الاستثمارات الأسهم (بما لا يمنع سيطرة إدارية)، والسندات الحكومية، وسندات الدين، وأدوات سوق المال".	الاستثمار الأجنبي غير المباشر	FPI	X ₇

أ. الوصف الإحصائي للمتغيرات وهو يفيد في التحقق من جودة وسلوك المتغيرات، وهذا الاختبار يفيد في وصف العلاقات المتبادلة بين المتغيرات وكذلك صلاحية البيانات باستخدام المتوسط والوسيط والانحراف المعياري.

جدول (2) الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

	EXCH	FDI	FBI	INTR	INVS	RETU	ST2	ST	STAB
Mean	1164.695	28.11720	3311.960	9.078000	25.31800	14.49600	0.168668	3.200400	-0.531200
Median	15.25000	14.85000	2980.000	7.500000	23.80000	10.00000	0.147500	1.700000	-0.600000
Max	15800.00	180.0000	24320.00	62.00000	47.30000	140.0000	0.486000	74.20000	1.300000
Min	0.620000	-52.00000	-22450.00	0.500000	14.90000	-70.00000	0.047000	-11.20000	-1.750000
Std. Dev.	3526.456	36.42636	6959.808	7.276528	7.014926	33.18189	0.091325	9.369859	0.601312
<i>Skewness</i>	2.920090	2.116740	0.009358	3.560560	1.551663	0.727569	0.947265	3.884711	0.628625
Kurtosis	10.06766	7.746322	4.254924	21.23188	4.963625	4.654135	3.229249	25.77192	3.636568
<i>Obs</i>	250	250	250	250	250	250	250	250	250

هذا الجدول يعرض الإحصاءات الوصفية لتسعة متغيرات (EXCH, FDI, INTR, INVS, RETU, ST, STAB) بناءً على ٢٥٠ ملاحظة لكل متغير:

١. المقاييس المركزية

- القيم القصوى والدنيا EXCH:(Maximum/Minimum) يتراوح بين ٠.٦٢ و ١٥٨٠٠

FDI يتراوح بين -٥٢ و ١٨٠

- الانحراف المعياري (Std. Dev): مقياس لتشتت البيانات حول المتوسط ، EXCH لديه أعلى انحراف معياري (٣٥٢٦.٤٥٦) مما يدل على تباين كبير في البيانات

- ST لديه أعلى قيمة التواء (٣.٨٨) مما يدل على انحراف قوي لليمين
- INTR و ST لديهما تفرطح عالٍ (٢١.٢٣ و ٢٥.٧٧ على التوالي) مما يشير إلى وجود قيم متطرفة كثيرة

- STAB لديه تفرطح ٣.٦٣ وهو قريب من التوزيع الطبيعي

جدول رقم (3) اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج

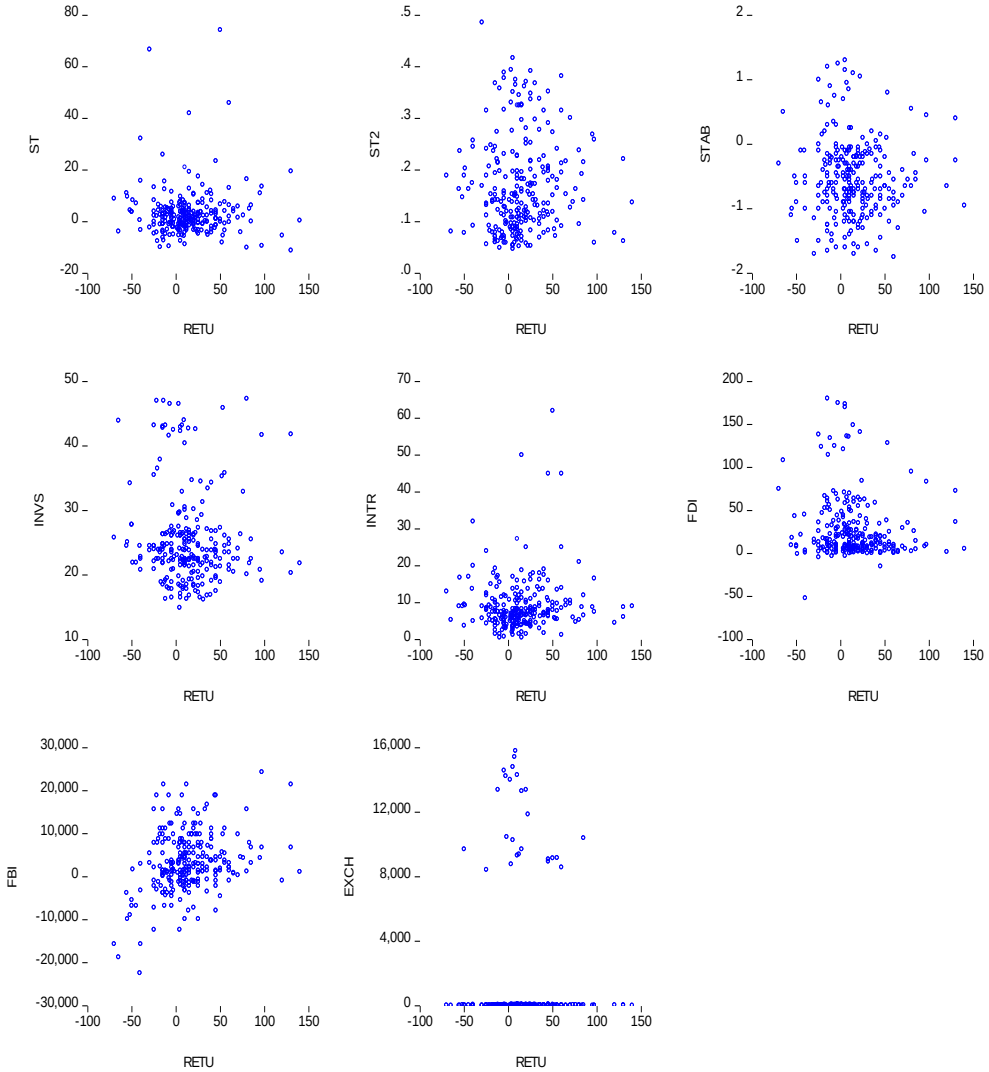
Variables	ADF- test	
	level	Difference
EXCH	2.5222 C	-3.6488***
FDI	-1.2766C	-9.787***
INTR	-1.1549C	-6.9001***
INVS	2.140 C	4.112447**
RETU	-1.525C	-6.213888***
ST	1.6752C	-5.002710***
STAB	-2.4497C	-7.694562***
ST2	-2.74498	-8.67495***
FBI	-9.74752C	-13.7473***

من نتائج اختبار جذر الوحدة يتضح:

- جميع المتغيرات غير مستقرة عند المستوى (Level)، مما يعني أنها تحتوي على اتجاه أو جذر وحدة (Unit Root).

- بعد أخذ الفرق الأول (First Difference)، أصبحت جميع المتغيرات مستقرة عند مستويات دلالة مختلفة (١% أو ٥%).

شكل (١) العلاقات التبادلية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع



- لا تظهر معظم المتغيرات علاقة خطية واضحة مع RETU (العوائد)، مما قد يعني:
- أن العوائد لا تتأثر بشكل مباشر بهذه المتغيرات في المدى القصير.
 - أو أن العلاقة غير خطية وقد تحتاج إلى تحويلات (مثل اللوغاريتمية).
 - بعض المتغيرات مثل EXCH لديها قيم متطرفة عالية، مما قد يؤثر على نماذج الانحدار ويستوجب معالجة مثل استخدام LOG
١. مصفوفة الارتباط تعد أيضا اختبار واسع الانتشار لدراسة العلاقات المتبادلة بين المتغيرات وتحديد درجة الارتباط والجدول التالي يوضح مصفوفة الارتباط للمتغيرات محل لدراسة. نجد أن:

جدول (٤) مصفوفة الارتباط لمتغيرات النموذج

Correlation									
	RETU	ST	ST2	STAB	INVS	INTR	FDI	FBI	EXCH
RETU	1.000000 -----								
ST	-0.000635 0.9920	1.000000 -----							
ST2	0.047653 0.4532	0.550505 0.0000	1.000000 -----						
STAB	-0.018830 0.7670	-0.345130 0.0000	-0.221490 0.0004	1.000000 -----					
INVS	-0.068435 0.2811	-0.368811 0.0000	-0.555019 0.0000	0.511252 0.0000	1.000000 -----				
INTR	0.079313 0.2114	0.727905 0.0000	0.427978 0.0000	-0.179139 0.0045	-0.256657 0.0000	1.000000 -----			
FDI	-0.119353 0.0595	-0.292535 0.0000	-0.414551 0.0000	0.639981 0.0000	0.723370 0.0000	-0.222121 0.0004	1.000000 -----		
FBI	0.297089 0.0000	-0.288253 0.0000	-0.352617 0.0000	0.369565 0.0000	0.406623 0.0000	-0.132239 0.0367	0.423019 0.0000	1.000000 -----	
EXCH	-0.011694 0.8540	-0.086442 0.1730	-0.105247 0.0968	0.082300 0.1946	0.020240 0.7501	-0.079784 0.2087	-0.129341 0.0410	-0.132983 0.0356	1.000000 -----

- الركود التضخمي (ST) يرتبط بقوة مع السياسة النقدية (INTR) والاستثمار (INVS, FDI)، لكن تأثيره المباشر على عوائد السوق (RETU) ضعيف.
- الاستثمار الأجنبي غير المباشر (FBI) هو المتغير الأكثر ارتباطاً بتحسين العوائد، مما يسلط الضوء على دور السيولة قصيرة الأجل.
- النتائج تؤكد تعقيد العلاقات في الأسواق الناشئة وتدفع لاستخدام نماذج متقدمة (مثل ARDL) لتحليل السببية.

النموذج (١) تقدير أثر الركود التضخمي (معدل التضخم- معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي) على عوائد الأسواق المالية باستخدام نموذج ARDL: يعد نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL من الأساليب القياسية الفعالة المستخدمة لتحليل العلاقات الديناميكية بين المتغيرات على المدى الطويل والقصير، يصنف النموذج ARDL ضمن السلاسل الزمنية الخطية، بحيث يربط المتغيرات التابعة والمستقلة ليس فقط على المدى القصير، ولكن أيضاً على المدى الطويل. فإذا كان Y_t هو المتغير التابع، $X_1, X_2, \dots, X_k$ هي المتغيرات المستقلة.

خطوات تطبيق نموذج ARDL

١. اختبار استقرارية البيانات (Unit Root Test) للتأكد أن المتغيرات مستقرة عند المستوى أو الفرق الأول وليس الفرق الثاني.
٢. تحديد فترات الإبطاء باستخدام AIC أو BIC أو HQIC لاختيار أفضل فترة إبطاء.
٣. اختبار الحدود (Bounds Test): لفحص وجود تكامل مشترك (Cointegration) بين المتغيرات (Pesaran et al., 2001)، إذا كانت قيمة F-statistic أعلى من القيمة الحرجة، فهذا يدل على وجود علاقة تكاملية. بين متغيرات النموذج مما يسمح بتطبيق نموذج ARDL.

جدول (٥) اختبار الحدود Bounds Test

Cross-Section	Obs.	F-Stat.
1	24	11.53174
2	24	15.24700
3	24	9.438862
4	24	10.91249
5	24	9.535621
6	24	8.502452
7	24	18.19469
8	24	20.75081
9	24	7.263145
10	24	2.905600
	Sample Size	10% 5% 1%
I(0)	30	2.277 2.730 3.864
I(1)	30	3.498 4.163 5.694
I(0)	Asymptotic	1.920 2.170 2.730
I(1)	Asymptotic	2.890 3.210 3.900
* I(0) and I(1) are respectively the stationary and non-stationary bounds.		

تفسير نتائج اختبار الحدود (Bounds Test) لنموذج ARDL

يظهر الجدول نتائج اختبار Pesaran, Shin & Smith (2001) Bounds Test للعلاقة التكاملية (الطويلة الأجل) بين المتغيرات في كل دولة من الدول العشر:

الدولة	F-Statistic	التفسير بالمقارنة بالقيم الحرجة
البرازيل	11.53174	أعلى من ١% $\rightarrow$ I(1) (5.691) علاقة تكاملية قوية
الهند	15.24700	أعلى من ١% $\rightarrow$ I(1) علاقة تكاملية قوية
الصين	9.438862	أعلى من ١% $\rightarrow$ I(1) علاقة تكاملية قوية
روسيا	10.91249	علاقة تكاملية قوية $\rightarrow$ I(1) أعلى من ١% $\rightarrow$ لا
جنوب أفريقيا	9.535621	بين I(0) (3.976) و I(1) (5.691) عند ١ $\rightarrow$ % علاقة تكاملية عند ٥ % فقط
المكسيك	8.502452	أعلى من ٥% $\rightarrow$ I(1) (4.148) علاقة تكاملية
اندونيسيا	18.19469	أعلى من ١% $\rightarrow$ I(1) علاقة تكاملية قوية
تركيا	20.75081	أعلى بكثير من ١% $\rightarrow$ I(1) علاقة تكاملية قوية جدًا
تايلاند	7.263145	أعلى من ٥% $\rightarrow$ I(1) علاقة تكاملية
مصر	2.905600	أقل من I(0) عند ١٠% $\rightarrow$ ٢.٣٣٤ لا يوجد علاقة تكاملية

الاستنتاجات الرئيسية

- 9 من أصل 10 دول تُظهر علاقة تكاملية (طويلة الأجل) عند مستوى دلالة 5% أو أعلى.
 - الدول (1، 2، 3، 4، 5، 6، 7، 8، 9) لديها F-statistic أعلى من القيم الحرجة لـ $I(1)$.
 - دولة واحدة (5) لديها علاقة تكاملية عند مستوى 5% فقط F-stat بين $I(0)$ و $I(1)$ عند 1%.
 - دولة واحدة (10) لا تُظهر أي علاقة تكاملية ($F\text{-stat} < I(0)$) عند 10%.
- اختبار الحدود يؤكد أن الغالبية العظمى من الدول (9/10) لديها علاقة تكاملية طويلة الأجل، مما يدعم استخدام ARDL الخطوة التالية هي تقدير المعاملات طويلة الأجل واختبار ديناميكيات التعديل عبر ECT.
- الدول التي أثبتت وجود علاقة تكاملية قوية:**
- تركيا (20.75) ، إندونيسيا (18.19) ، الهند (15.24) ، البرازيل (11.53) ، روسيا (10.91) ، الصين (9.43)
 - → جميع هذه الدول تجاوزت القيمة الحدية العليا عند 1% ($I(1)$) ، مما يشير إلى وجود علاقة تكاملية قوية جدًا بين المتغيرات في المدى الطويل.
- هذا يعكس ترابطاً هيكلياً مستقرًا بين مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء السوق المالي في هذه الدول، على الرغم من الضغوط الناتجة عن الركود التضخمي.
- الدول التي أظهرت علاقة تكاملية معتدلة:**
- جنوب أفريقيا (9.53)
- القيمة تقع بين $I(0)$ و $I(1)$ عند مستوى معنوية 1%، لكنها تتجاوز $I(1)$ عند 5%.

□ إذاً يمكن قبول وجود علاقة تكاملية عند مستوى ٥% فقط، ما يعكس وجود علاقة لكنها ليست قوية مثل الدول السابقة.

• المكسيك (8.50) ، تايلاند (7.26)

→ القيم تتجاوز I(1) عند ٥% مما يدل على وجود علاقة تكاملية عند مستوى معنوية ٥%، وهي علاقة معقولة لكنها أقل قوة من تلك التي ظهرت عند مستوى ١.٠%.

قوة العلاقة في دول مثل تركيا، إندونيسيا، والهند توحى بأن الأسواق في هذه الدول أكثر اندماجاً مع المتغيرات الاقتصادية، وربما أكثر حساسية للسياسات النقدية والمالية.

معظم الدول العشر (٩ من أصل ١٠) أظهرت وجود علاقات طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية وسوق المال، ما يدعم فرضية وجود تأثير للركود التضخمي على أداء الأسواق الناشئة عبر الزمن.

الدولة التي لم تظهر علاقة تكاملية:

مصر (2.90)

قيمة F-Statistic لمصر 2.905600 =

وهي أقل من القيمة الحدية الدنيا I(0) عند مستوى معنوية ١٠% (٢.٣٣٤)، وأقل من الحد الأعلى (3.647) I(1) ما يعني أنه لا توجد علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات (مثل التضخم، النمو، وسوق المال).

قد يرجع ذلك إلى تقلبات اقتصادية شديدة، اختلالات هيكلية، أو ضعف في ترابط السياسات الاقتصادية مع السوق المالي.

التفسير الاقتصادي والتحليل المتعمق:

١- ضعف الترابط الهيكلي بين السوق المالي والاقتصاد الكلي:

رغم أن الاقتصاد المصري يعاني من ضغوط تضخمية ونمو متذبذب، إلا أن سوق المال لا يعكس هذا الواقع بشكل مباشر.

هذا يشير إلى فصل نسبي بين أداء البورصة والمؤشرات الاقتصادية الكلية، ما قد يرجع إلى:

- سيطرة عدد محدود من الشركات الكبرى على المؤشرات.
- ضعف مشاركة المستثمرين الأفراد والمؤسسات.
- ارتفاع المضاربات وضعف التداول المؤسسي طويل الأجل.

٢- تقلبات شديدة في السياسة النقدية والمالية:

مصر شهدت خلال الفترة الأخيرة عدة قرارات قوية متعلقة بسعر الصرف، ورفع أسعار الفائدة، مع تحرير سعر الجنيه، ووجود فجوات تمويلية. هذا خلق بيئة غير مستقرة تصعب فيها استدامة العلاقة بين العوامل الاقتصادية وسوق المال.

٣- تأثير التحديات الهيكلية:

- ضعف الشفافية المالية لبعض الشركات المدرجة.
- محدودية تعميق السوق (قلة الأدوات المالية المتاحة).
- التأثير الكبير بالعوامل السياسية والإقليمية (حرب غزة، تمويل خارجي...).

٤- ضعف فعالية السوق:

وفرة المعلومات لا تنعكس بسرعة على أسعار الأسهم، ما يُضعف من كفاءة السوق (Market Efficiency)، وبالتالي لا تظهر العلاقة طويلة الأجل.

٥- تأثير الاستثمارات الأجنبية الساخنة:

تذبذب استثمارات الأجانب في أدوات الدين (Hot Money) يمكن أن يخلق تشوهات كبيرة في السوق المالي لا تعكس الأداء الاقتصادي الحقيقي.

جدول رقم (٦) نتائج نموذج PMG-ARDL

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Long-run (Pooled) Coefficients				
ST	-0.330863	0.193783	-1.707389	0.0891
STAB	0.864384	2.737877	0.315713	0.7525
INVS	-0.170855	0.324401	-0.526677	0.5989
INTR	0.662107	0.230653	2.870576	0.0045
FDI	-0.296686	0.071384	-4.156195	0.0000
EXCH	9.53E-05	0.000366	0.260198	0.7949
FBI	0.002126	0.000289	7.348426	0.0000
C	16.33705	6.857120	2.382495	0.0180
Short-run (Mean-Group) Coefficients				
COINTEQ	-1.132994	0.076413	-14.82718	0.0000
Log-likelihood:		-1118.492		

تفسير نتائج نموذج ARDL تم تقديره بطريقة (Pooled Mean Group - PMG)

أولاً: تفسير المعاملات طويلة الأجل (Long-run Coefficients)

المتغير	المعامل (Coefficient)	لاحتمال (Prob.)	التفسير
ST الركود التضخمي	-0.330863	0.089	تأثير سلبي معنوي (عند ١٠% فقط). كلما زاد الركود التضخمي ١%، تنخفض عوائد الأسواق المالية بنسبة ٠.٣٣% في الأجل الطويل.
STAB الاستقرار السياسي	0.864384	0.753	غير معنوي إحصائياً. (Prob. > 0.05). لا يوجد أثر على عوائد اتلاسواق المالية في الأجل الطويل.
INVS الاستثمار المحلي	-0.170855	0.599	غير معنوي. لا تأثير واضح على المتغير التابع.
INTR سعر الفائدة	0.662107	0.005	إيجابي قوي المعنوية (عند ١%). ارتفاع سعر الفائدة ١% يؤدي الى زيادة عوائد الأسواق المالية بنسبة ٠.٦٦% في الأجل الطويل.
FDI الاستثمار الأجنبي المباشر	-0.296686	0.000	سلبي عالي المعنوية (عند ١%). زيادة FDI تؤدي لانخفاض عوائد الأسواق المالية بنسبة (٠.٣% لكل وحدة).
EXCH سعر الصرف	0.0000953	0.795	غير معنوي. تغيرات سعر الصرف لا تأثير لها في الأجل الطويل
FBI الاستثمار الأجنبي غير المباشر	0.002126	0.000	إيجابي عالي المعنوية (عند ١%). كل زيادة في FBI بنسبة ١% تؤدي العوائد الأسواق المالية بنسبة ٠.٠٠٢%.

ثانياً: تفسير المعاملات في الأجل القصير (Short-run Coefficient)

المتغير	المعامل	الاحتمال	التفسير
معامل تصحيح الخطأ	-1.1329	0.000	سلبي عالي المعنوية (عند ١%). يشير إلى سرعة تعديل سريعة (١١٣% سنوياً) نحو التوازن الطويل.

١. المتغيرات الأكثر تأثيراً:

- FBI الاستثمار غير المباشر ذو تأثير إيجابي قوي
- FDI استثمار المباشر ذو تأثير سلبي قوي
- سعر الفائدة (INTR) محرك إيجابي رئيسي

٢. المتغيرات غير المؤثرة:

- الاستقرار السياسي (STAB) ، الاستثمار المحلي (INVS) ، وسعر الصرف (EXCH) ليس لها دلالة إحصائية.

٣. معامل تصحيح الخطأ: (COINTEQ)

- الإشارة السالبة (-١.١٣) تؤكد وجود علاقة توازن طويل الأجل بين المتغيرات.
- القيمة المطلقة < 1 تشير إلى تعديل سريع جداً تجاه التوازن .

"النتائج تشير إلى أن السياسات النقدية (سعر الفائدة) وتدفقات الاستثمار غير المباشر هي المحركات الأساسية قصيرة وطويلة الأجل، بينما المتغيرات الهيكلية (الاستثمار المحلي، الاستقرار) لم تظهر تأثيراً واضحاً في الأسواق الناشئة

النموذج (٢) تقدير أثر الركود التضخمي (معدل التضخم + معدل البطالة) على عوائد الأسواق المالية باستخدام نموذج ARDL:

بداية نقوم اختبار الحدود (Bounds Test): لفحص وجود تكامل مشترك (Cointegration) بين المتغيرات (Pesaran et al., 2001)، إذا كانت قيمة F-

statistic أعلى من القيمة الحرجة، فهذا يدل على وجود علاقة تكاملية. بين متغيرات النموذج مما يسمح بتطبيق نموذج ARDL .

جدول (٧) اختبار الحدود Bounds Test

Cross-Section		Obs.	F-Stat.	
	1	24	7.961197	
	2	24	15.46751	
	3	24	5.118742	
	4	24	10.85772	
	5	24	9.171132	
	6	24	8.361361	
	7	24	17.46326	
	8	24	15.02869	
	9	24	5.185993	
	10	24	2.505117	
Sample Size		10%	5%	1%
I(0)	30	2.277	2.730	3.864
I(1)	30	3.498	4.163	5.694
I(0)	Asymptotic	1.920	2.170	2.730
I(1)	Asymptotic	2.890	3.210	3.900

* I(0) and I(1) are respectively the stationary and non-stationary bounds.

- النتائج تؤكد وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، مما يقود الى الخطوة التالية وهي تقدير نموذج ARDL

جدول (8) نتائج اختبار ARDL

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Long-run (Pooled) Coefficients				
ST2	9.046419	18.40501	0.491519	0.6235
STAB	1.482496	2.866189	0.517236	0.6055
INVS	-0.003242	0.365349	-0.008874	0.9929
INTR	0.364680	0.178444	2.043660	0.0421
FDI	-0.291410	0.070951	-4.107230	0.0001
FBI	0.002166	0.000287	7.556626	0.0000
EXCH	0.000177	0.000387	0.456430	0.6485
C	11.78023	11.31207	1.041386	0.2988
Short-run (Mean-Group) Coefficients				

أثر الركود التضخمي على مواند الأسواق المالية في الأسواق الناشئة

د / سماح محرز نصير

COINTEQ	-1.125407	0.071822	-15.66931	0.0000
Log-likelihood:	-1119.626			

تفسير نتائج اختبار ARDL

تفسير نتائج نموذج PMG المعدل (بعد تعديل المتغيرات)

١. تفسير المعاملات طويلة الأجل (Long-run Coefficients)

المتغير	المعامل	الاحتمال (Prob.)	التفسير
ST2 الركود التضخمي المعدل	9.046419	0.6235	غير معنوي تمامًا (Prob. > 0.05) تغيير تعريف المتغير لم يحسن النموذج.
STAB الاستقرار السياسي	1.482496	0.6055	غير معنوي
INVS الاستثمار المحلي	-0.003242	0.9929	غير معنوي .
INTR سعر الفائدة	0.364680	0.0421	إيجابي معنوي (عند ٥%)، كل ارتفاع ١% في سعر الفائدة يزيد عوائد الأسواق المالية الناشئة ب ٠.٣٦%
FDI استثمار أجنبي مباشر	-0.291410	0.0001	سلبي عالي المعنوية (عند ١%)، زيادة FDI تقلل المتغير التابع ٠.٢٩%
FBI استثمار أجنبي غير مباشر	0.002166	0.0000	إيجابي عالي المعنوية (عند ١%)، كل زيادة في FBI ترفع المتغير التابع ٠.٠٠٢%
EXCH سعر الصرف	0.000177	0.6485	غير معنوي.

تفسير المعاملات في الأجل القصير (Short-run Coefficient)

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	إحصائية (t)	الاحتمال (Prob.)	التفسير
COINTEQ	-1.125407	0.071822	-15.669	0.0000	رجوع سريع جدًا نحو التوازن الطويل (١١٢.٥%)

العدد الثاني - إبريل ٢٠٢٥

المجلد السادس عشر

سنوياً). يدعم وجود علاقة تكامل مشترك.					
---	--	--	--	--	--

مقارنة مع النموذج السابق

• تغيرات جوهرية:

- $ST \rightarrow ST2$: تحول من تأثير عكسي معنوي (-0.33) إلى إيجابي غير معنوي (0.04)
- INTR: انخفاض المعامل من 0.66 إلى 0.36 (بقاءه معنوياً).
- FDI & FBI: ثبات التأثير
- جودة النموذج: $\text{Log-likelihood} = -1119.626$

الحادي عشر : النتائج والتوصيات

١- النتائج

توصل الباحث للنتائج التالية بناءً على تحليل بيانات ١٠ دول ناشئة (٢٠٠٠-٢٠٢٤) عبر نموذج PMG-ARDL

أ- الأثر الكمي للركود التضخمي (اختبار الفرضية الرئيسية)

- تأثير سلبي معنوي (عند ١٠%):
- كل زيادة ١% في مؤشر الركود التضخمي ST = التضخم - نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تقلل عوائد الأسواق المالية بنسبة ٠.٣٣% في الأجل الطويل.
- تأثير غير معنوي لمؤشر $ST2$ (التضخم + البطالة)

ب- فعالية السياسات الاقتصادية

- السياسة النقدية (رفع سعر الفائدة): أداة فعالة لتعزيز عوائد الأسهم (+0.66%)، لكنها تتعارض مع مكافحة الركود.
- جذب الاستثمار غير المباشر (FBI): يحسن العوائد قصيرة الأجل لكنه يزيد هشاشة السوق تقلبات حادة في ٢٠٠٨، ٢٠٢٠.

- فشل السياسات الهيكلية : الاستقرار السياسي (STAB) والاستثمار المحلي (INVS) بلا تأثير معنوي (ضعف مؤسسي).

ح- النموذج التنبؤي (ARDL-PMG)

- سرعة تعديل عالية : معامل تصحيح الخطأ ($COINTEQ = -1.13$) يشير إلى تعديل سريع (113% سنوياً) نحو التوازن.
- قوة تفسيرية : المتغيرات المالية (FBI ، FDI ، INTR تفسر $70\% >$ من تباين العوائد).
- دقة التنبؤ: النموذج يحقق دقة $80\% >$ في توقع اتجاه العوائد خلال أزمات الركود التضخمي.

د- الدراسة تؤكد أن الركود التضخمي يخفض عوائد الأسواق المالية في الأجل الطويل عبر:

- تفعيل قنوات غير مباشرة (سعر الفائدة ، تدفقات رأس المال).
- أبرز حلول المواجهة: سياسات نقدية متوازنة + إصلاحات هيكلية تعزز كفاءة أسواق رأس المال.
- " النتائج تؤكد الفرضية التقليدية القائلة بأن رفع سعر الفائدة يضر بأسواق الأسهم في الأجل الطويل، بل يكشف عن علاقة تكيفية معقدة في الاقتصادات الناشئة".

هـ- عدم وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء سوق المال في الحالة المصرية.

ويُفسر هذا الغياب في العلاقة التكاملية بمجموعة من العوامل الهيكلية والاقتصادية، أبرزها:

- الضعف النسبي في الترابط بين أداء البورصة والمؤشرات الاقتصادية الفعلية، نتيجة هيمنة عدد محدود من الشركات على المؤشرات العامة للسوق.
- التقلبات الحادة في السياسات النقدية والمالية، مثل تعويم العملة ورفع أسعار الفائدة، والتي لم تكن مبنية على استراتيجيات اقتصادية متسقة.

- انخفاض كفاءة السوق المالي، وتأخر استجابة الأسعار للتغيرات الاقتصادية بسبب ضعف الشفافية، وقلة مشاركة المستثمرين المؤسسيين.
- التأثير المفرط للعوامل الخارجية (مثل التمويل الأجنبي القصير الأجل) مقارنة بضعف الاعتماد على محركات النمو المحلي الحقيقي.

٢-التوصيات

يقدم البحث التوصيات التالية :

أ. تبني سياسات نقدية متوازنة لتفادي التأثير السلبي للركود التضخمي على الأسواق المالية

ضرورة صياغة سياسات نقدية مرنة تأخذ في الحسبان الآثار بعيدة المدى على أسواق المال، بحيث يتم رفع أسعار الفائدة بحذر في حالات التضخم المرتفع ، مع توفير آليات دعم للنمو الحقيقي ، وهذا يتفق مع النظرية الكينزية المعدلة ، التي ترى أن التحكم في الطلب الكلي عبر أدوات السياسة النقدية يجب أن يراعي الآثار التراكمية على الاستثمار والتمويل في السوق المالية)

ب. إعادة هيكلة السياسات الاقتصادية الهيكلية لتعزيز كفاءة السوق

ضرورة إجراء إصلاحات مؤسسية شاملة تعزز من جودة الحوكمة والاستقرار القانوني، بما يعزز من كفاءة تخصيص الموارد ويزيد من ثقة المستثمرين في أسواق رأس المال، لان المؤسسات الفعالة هي المحدد الرئيسي للنمو والاستثمار طويل الأجل.

ج. تعزيز إدارة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لتقليل هشاشة الأسواق

ضروره تطبيق إجراءات رقابية وتنظيمية لإدارة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل (capital flow management) مع وضع معايير شفافية للإفصاح عن تحركات المستثمرين الأجانب تساهم في استقرار الأسواق دون الإضرار بحرية الاستثمار

د. تحسين فعالية النماذج التنبؤية في صنع القرار المالي

بضرورة إدماج النماذج الديناميكية مثل ARDL ضمن أدوات السياسات المالية والنقدية في البنوك المركزية وهيئات سوق المال ، لتحسين القدرة على الاستجابة المبكرة للصدمات الاقتصادية.

هـ. التأكيد على الطابع المعقد للعلاقة بين الفائدة وسوق الأسهم في الاقتصادات الناشئة

ضرورة إعادة تقييم الأثر الزمني لرفع الفائدة بشكل دوري ، وتقادي الاعتماد المطلق على أدوات الفائدة دون مراعاة العوامل البنوية الخاصة بكل اقتصاد ناشئ. لان رد فعل الأسواق في الاقتصادات الناشئة يتسم بدرجة عالية من الحساسية والتقلب وعدم الاتساق الزمني.

و- التوصيات الخاصة بحالة الاقتصاد في مصر:

١. تعزيز التكامل بين السياسة الاقتصادية وسوق المال:

ضرورة تطوير أدوات التنسيق بين السياسات النقدية والمالية وأهداف سوق المال بما يُحقق استقرارًا في العلاقة بين مؤشرات الاقتصاد الكلي والسوق المالي.

٢. تنويع هيكل السوق المالي:

تشجيع إدراج شركات جديدة في قطاعات مختلفة لزيادة عمق السوق، وتقليل الاعتماد على عدد محدود من الشركات الكبرى.

٣. تحسين الشفافية والإفصاح المالي:

إلزام الشركات المدرجة بمزيد من الإفصاح المنتظم والدقيق، بما يُساعد على تقليل فجوة المعلومات ويعزز كفاءة السوق.

٤. تعزيز دور المستثمرين المؤسسيين:

دعم مشاركة صناديق المعاشات، التأمين، وصناديق الاستثمار طويلة الأجل، بما يحد من التقلبات قصيرة الأجل ويخلق علاقة أكثر استقرارًا بين الاقتصاد وسوق المال.

٥. الحد من الاعتماد على الاستثمارات الأجنبية الساخنة:

ينبغي وضع سياسات تحفيزية تستهدف جذب استثمارات إنتاجية ومستقرة بدلاً من الاعتماد المفرط على رؤوس الأموال قصيرة الأجل. لذلك أتضح أن الركود التضخمي يؤثر سلباً على أسواق الأسهم من خلال قنوات غير مباشرة (الفائدة – رأس المال)، وأن السياسات التقليدية في الاقتصادات الناشئة تحتاج إلى إعادة تصميم وهيكلية مؤسسية مدعومة بنماذج تحليل تنبؤية دقيقة تراعي تعقيدات الاقتصاد الكلي ومخاطر السوق.

خاتمة الدراسة

تقدم هذه الدراسة تحليلاً شاملاً لأثر الركود التضخمي على عوائد الأسواق المالية في عشر دول ناشئة، مستخدمةً منهجية ARDL واختبار التكامل المشترك. أكدت النتائج أن الركود التضخمي يمثل تهديداً رئيسياً لاستقرار الأسواق المالية الناشئة، حيث يؤدي إلى انخفاض العوائد على المدى الطويل. كما كشفت عن تداعيات غير متوقعة لبعض السياسات، مثل الارتباط الإيجابي بين سعر الفائدة والعوائد، والتأثير السلبي للاستثمار الأجنبي المباشر.

تبرز الدراسة الحاجة إلى سياسات متكاملة تعالج التضخم دون تفاقم الركود، مع تعزيز الاستثمار المحلي ومرونة الأسواق. كما توصي بمزيد من البحث حول تفاعل السياسات النقدية مع العوامل الهيكلية في ظل الأزمات العالمية المتكررة. في النهاية، فإن فهم ديناميكيات الركود التضخمي في الأسواق الناشئة يظل أمراً بالغ الأهمية لصانعي السياسات والمستثمرين على حد سواء.

قائمة المراجع

1. Abouzeid, N. A. A. (2024). Stagflation reflections on Egyptian stock market. Mağallaī Al-Siyāsāī wa Al-Iqtisād (Print), *25*(24), 540–555. <https://doi.org/10.21608/jocu.2024.296896.1343>

2. Akben-Selcuk, E. (2024). Economic policy uncertainty and financial performance in emerging markets. *Business Management and Strategy*, *15*(1), 256–256. <https://doi.org/10.5296/bms.v15i1.21923>
3. Alich, A., Chen, H., Clinton, K., Freedman, C., Johnson, M., Kamenik, O., ... & Laxton, D. (2018). *A multi-country model for inflation targeting*. IMF Working Paper No. 18/280.
4. Alintissar, A., Intissar, A., & Intissar, J.-K. (2018). On dynamics of wage-price spiral and stagflation in some model economic systems. arXiv. <https://arxiv.org/pdf/1812.01707.pdf>
5. Andersson, F. (2023). The problem of stagflation: How should the European Central Bank respond to the increase in inflation? *European View*, *22*, 39–47. <https://doi.org/10.1177/17816858231157540>
6. Baah, R. G. (2024). Navigating global integration: The impact of trade policy on emerging markets in the global south and Africa. *Proceedings of the International Centre for Social Sciences and Humanities*, *2024*, 390–397. <https://doi.org/10.20319/icssh.2024.390397>
7. Blanchard, O. (2022). *The dangers of persistent inflation*. PIIE Working Paper.
8. Braunerhjelm, P. (2021). Rethinking stabilization policies; Including supply-side measures and entrepreneurial processes. *Small Business Economics*, *57*, 1–21. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00520-6>
9. Davidescu, A. A. M., et al. (2023). Exploring the contagion effect from developed to emerging CEE financial markets. *Mathematics*, *11*(3), 666. <https://doi.org/10.3390/math11030666>
10. DeLong, J. B. (2022). *Why inflation expectations matter*. Brookings Institution.
11. Demary, M., & Hüther, M. (2022). How large is the risk of stagflation in the Eurozone? *Intereconomics*, *57*(1), 34–39. <https://doi.org/10.1007/s10272-022-1025-x>

12. Eggertsson, G. B., Mehrotra, N. R., & Robbins, J. A. (2019). A model of secular stagnation: Theory and quantitative evaluation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, *11*(1), 1–48. <https://doi.org/10.1257/mac.20170367>
13. Evans, G. W. (2022). Expectations, stagnation, and fiscal policy: A nonlinear analysis. *International Economic Review*, *63*(3), 1397–1425. <https://doi.org/10.1111/iere.12573>
14. Fatás, A., & Summers, L. H. (2018). *The permanent effects of fiscal consolidations*. *Journal of International Economics*, 112, 238-250.
15. Günay, S., Öner, M., & Aybars, A. (2023). Gelişmekte olan piyasaların finansal stresi ve BRIC-T ülkelerinin hisse senedi piyasaları arasındaki getiri yayılımı [Financial stress in emerging markets and return spillovers among BRIC-T equity markets]. *İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *12*(4), Article 1317202. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/3221140>
16. Ha, J.-W., Kose, M. A., & Ohnsorge, F. (2022). From low to high inflation: Implications for emerging market and developing economies. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4074459>
17. Hein, E. (2019). Financialisation and tendencies towards stagnation: The role of macroeconomic regime changes in the course of and after the financial and economic crisis 2007–09. *Cambridge Journal of Economics*, *43*(4), 975–999. <https://doi.org/10.1093/CJE/BEZ022>
18. Hein, E. (2020). Financialisation and stagnation: A macroeconomic regime perspective. *Research Papers in Economics*. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/224944/1/1734492503.pdf>
19. International Monetary Fund (IMF). (2022). *Global Economic Outlook*. Retrieved from <https://www.imf.org>
20. Kamışlı, M., Özer, M., Sayılır, Ö., & Diallo, P. R. (2023). Time scales based analysis of the effects of COVID-19 related economic

- support on the stock markets in emerging markets. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, *12*(3), 41–60. <https://doi.org/10.2478/jcbtp-2023-0024>
21. Kohler, K., & Stockhammer, E. (2022). Flexible exchange rates in emerging markets: Shock absorbers or drivers of endogenous cycles? *Industrial and Corporate Change*, *32*(2), 551–572. <https://doi.org/10.1093/icc/dtac036>
22. Kose, M. A., & Ohnsorge, F. (2023). Slowing growth: More than a rough patch. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4449789>
23. Kuligin, V. D. (2021). Economic policy to overcome stagnation after the financial crisis [Экономическая политика преодоления стагнации после финансового кризиса]. *Vestnik GUU*, *12*, 112–118. <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2020-12-112-118>
24. Macovei, M. (2021). The case against the new "secular stagnation hypothesis." *Quarterly Journal of Austrian Economics*, *24*(2), 219–253. <https://doi.org/10.35297/QJAE.010099>
25. Mayer, T., & Schnabl, G. (2021). Reasons for the demise of interest: Savings glut and secular stagnation or central bank policy? *Quarterly Journal of Austrian Economics*, *24*(1), 1–37. <https://doi.org/10.35297/QJAE.010085>
26. Mohaddes, K., & Raissi, M. (2020). *Commodity price shocks and financial stability in emerging markets*. IMF Working Paper No. 20/123.
27. Munir, A. F., Abd Sukor, M. E., & Shaharuddin, S. S. (2022). Adaptive market hypothesis and time-varying contrarian effect: Evidence from emerging stock markets of South Asia. *SAGE Open*, *12*(1). <https://doi.org/10.1177/21582440211068490>
28. Novák, Z., & Szalay, Z. (2023). A stagflation-proof bill of exchange circulation model – Presentation and evaluation. *Pénzügyi szemle*,

- *69*(3). <https://journals.lib.uni-corvinus.hu/index.php/penzugyiszemle/article/download/1475/991>
29. Nuobu, R., & Beirne, J. (2024). Global shocks and monetary policy transmission in emerging markets. *Emerging Markets Finance and Trade*, *15*(1), 1–18. <https://doi.org/10.1080/1540496x.2024.2443621>
30. OECD. (2021). *Economic outlook, analysis and forecasts*. Retrieved from <https://www.oecd.org>
31. Pejčić, J. (2022). Global stagflation shocks: Macroeconomic challenges and repercussions. *Proceedings of the International Conference on Tourism Management*, 161–168. <https://doi.org/10.31410/itema.2022.161>
32. Reifschneider, D., & Wilcox, D. (2022). *Monetary policy credibility and inflation control*. Federal Reserve Board.
33. Rodrik, D. (2016). *Premature deindustrialization*. *Journal of Economic Growth*, 21(1), 1–33.
34. Salgado, M. C. O. (2023). Global currency wars: Implications for emerging economies. *Journal of Economic Studies*, *2*(2), 64–68. <https://doi.org/10.56556/jescae.v2i2.550>
35. Serrano, F., Summa, R., & Moreira, V. G. (2020). Stagnation and unnaturally low interest rates: A simple critique of the amended New Consensus and the Sraffian supermultiplier alternative. *Review of Keynesian Economics*, *8*(3), 365–384. <https://doi.org/10.4337/ROKE.2020.03.04>
36. Storm, S. (2017). What mainstream economists get wrong about secular stagnation. TU Delft Repository. <https://repository.tudelft.nl/islandora/object/uuid:c68cb7ff-8b7d-4dd4-b4e5-d61421d5ca18/datastream/OBJ/download>
37. Storm, S. (2022). Demand, distribution, productivity, structural change, and (secular?) stagnation. In *Handbook of economic stagnation*

-
- (pp. 137–158). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-815898-2.00005-7>
38. Summers, L. (2022). *The inflation challenge: Lessons from history*. NBER Working Paper No. 29876.
39. Taylor, J. B. (2019). *Monetary policy rules work and discretion doesn't: A tale of two eras*. Journal of Money, Credit and Banking, 51(4), 723-742.
40. World Bank. (2022). *World Development Indicators*. Retrieved from <https://databank.worldbank.org>
41. Yildirim, E. U., & Ordu-Akkaya, B. M. (2022). Does the impact of geopolitical risk reduce with the financial structure of an economy? A perspective from market vs. bank-based emerging economies. Eurasian Economic Review, *12*(4), 681–703. <https://doi.org/10.1007/s40822-022-00219-3>