

محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية

للاقتصادات الصاعدة خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤ دراسة قياسية

د.أمانى عبد الوهاب *

مقدمة:

شهد العقد الماضي طفرات "Surges" وكذلك تباطؤ في إجمالي تدفقات رؤوس الأموال الدولية، كما هو موضح من الشكل رقم (١)، حيث شهدت إجمالي التدفقات زيادة قوية قبل الأزمة المالية العالمية لتصل إلي حوالي ٢٦% من الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصادات المتقدمة و ١١% من الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصادات الصاعدة وذلك في ذروتها عام ٢٠٠٧ وذلك نتيجة زيادة تدفقات البند المتمثل في التدفقات الأخرى، وقد تبع هذا إنخفاض حاد خلال عام الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨-٢٠٠٩. وعلي الرغم من حدوث انتعاش سريع عام ٢٠١٠-٢٠١١ فقد ظل إجمالي تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلي الناتج المحلي الإجمالي حوالي نصف حجمها قبل الأزمة. وفي الآونة الأخيرة، شهد إجمالي تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلي الاقتصادات الصاعدة انخفاضاً حاداً.

قد زادت تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلي الاقتصادات الصاعدة منذ الأزمة المالية العالمية واتباع الدول المتقدمة سياسة التيسير الكمية^١ Quantitative Easing لتصل إلي ذروتها عام ٢٠٠٩ ثم شهدت إنخفاض مرة أخرى فيما عدا التدفقات الواردة إلي الصين حيث استمر زيادة تدفقات رؤوس الأموال إليها كما هو موضح في الشكل رقم (٢). وبشكل عام شهدت تدفقات رؤوس الأموال الدولية (الواردة) إلي الاقتصادات المتقدمة والصاعدة درجة تقلبات مرتفعة، ففي الاقتصادات المتقدمة شهد مستوي التدفقات الواردة والخارجة

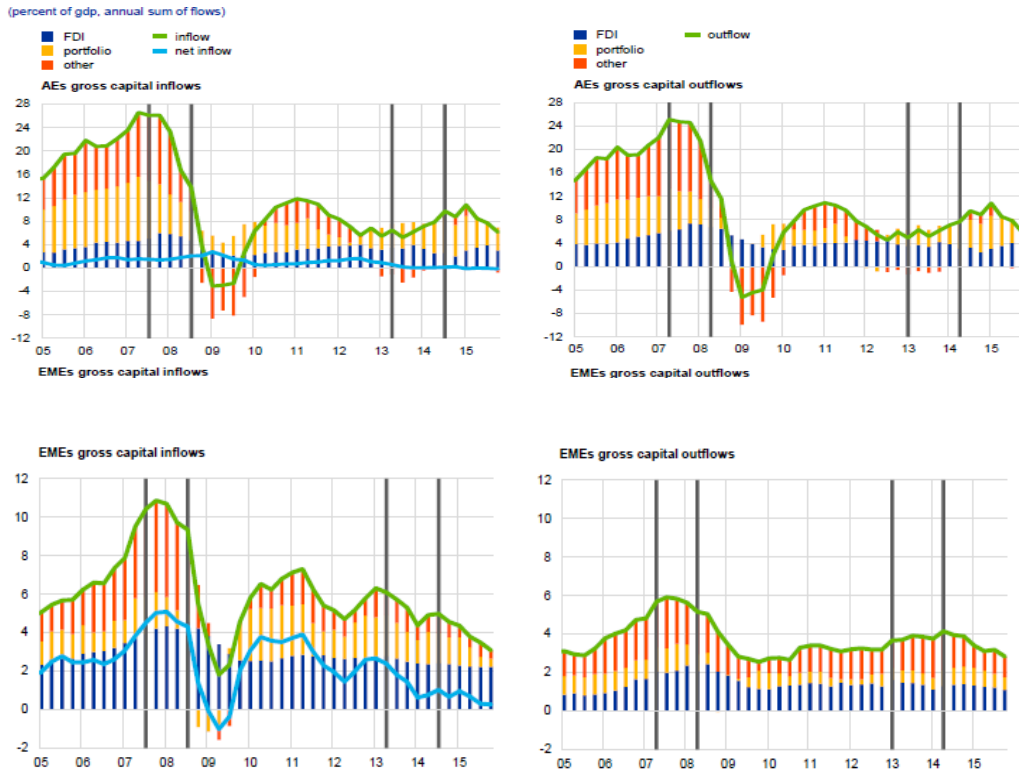
* مدرس الاقتصاد بمعهد التخطيط القومي.

^١ تعتبر سياسة التيسير الكمية أحد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية حيث يقوم البنك بشراء سندات حكومية أو سندات أخرى من السوق وذلك من أجل تقليل سعر الفائدة وزيادة عرض النقود.

من الاقتصادات المتقدمة تقلبات مرتفعة منذ انخفاض أسعار البترول عام ٢٠١٤، أما في الاقتصادات الصاعدة فقد شهدت التدفقات تذبذبات مع الإلغاء التدريجي لسياسة التيسير الكمية "Taper tantrum" عام ٢٠١٣. وقد شهد صافي التدفقات نفس الاتجاه لكن بدرجة تقلبات أقل. ويرجع إنخفاض صافي التدفقات إلي الاقتصادات الصاعدة إلي انخفاض إجمالي التدفقات الواردة بينما زادت التدفقات الخارجة بشكل طفيف حتي عام ٢٠١٤. وقد شهدت الصين إنخفاض في حجم التدفقات مؤخراً .

شكل (١) تطور تدفقات رؤوس الأموال الدولية الداخلة والخارجة للاقتصاديات المتقدمة والصاعدة

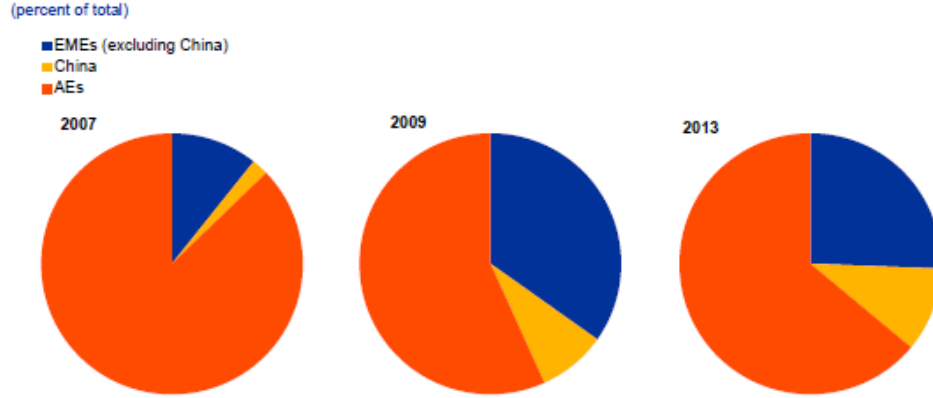
خلال الفترة ٢٠١٥-٢٠٠٥



المصدر: European Central Bank, Sept 2016, Dealing with large and Volatile capital flows and the

Role of the IMF, IRC Task force on IMF Issues

شكل (٢) إجمالي تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة للاقتصادات المتقدمة والصاعدة خلال السنوات ٢٠٠٧، ٢٠٠٩، ٢٠١٣



المصدر : European Central Bank, Sept 2016, Dealing with large and Volatile capital flows and the Role of the IMF, IRC Task force on IMF Issues

وفي السنوات الحديثة، مثل الاستثمار الأجنبي المباشر حوالي نصف التدفقات الواردة إلى الاقتصادات الصاعدة بينما مثلت استثمارات الحافظة والتدفقات الأخرى النصف الآخر، وقد تضاعفت استثمارات الحافظة مقارنة بالمستوي المتحقق قبل الأزمة نتيجة نمو سوق سندات الشركات. ومثلت الاستثمارات الأخرى حوالي نصف التدفقات الخارجة (علي الرغم من إنخفاضها في الربع الأخير من عام ٢٠١٥).

وقد تغير هيكل التدفقات إلى الاقتصادات المتقدمة منذ وقوع الأزمة المالية العالمية حيث مثلت استثمارات الحافظة والاستثمار الأجنبي المباشر من وإلى الاقتصادات المتقدمة جزءاً كبيراً وهو عكس ما كان قائماً قبل الأزمة المالية العالمية عندما كانت تمثل الاستثمارات الأخرى جزءاً كبيراً من إجمالي التدفقات الواردة والخارجة. ويرجع تراجع الاستثمارات الأخرى (القروض المصرفية

الدولية) إلي تركز أنشطة البنوك داخل الدولة الأم وهو ما يفسر عدم تعافي إجمالي التدفقات من وإلي الاقتصادات المتقدمة بعد الأزمة المالية العالمية.

تشير البيانات الحديثة إلي إنخفاض التدفقات الخارجة والواردة إلي الاقتصادات المتقدمة من حوالي ١٠% من الناتج المحلي الإجمالي خلال الربع الأول من عام ٢٠١٥ إلي ٧.٥% في الربع الثالث من عام ٢٠١٥. ويعكس هذا الانخفاض تراجعاً في استثمارات الحافظة والاستثمارات الأخرى مع زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل طفيف.

وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة فقد تراجعت التدفقات الواردة بحوالي النصف وهو ما يتماشى مع تباطؤ النشاط في الاقتصادات الصاعدة الرئيسية وخاصة مع إنخفاض أسعار البترول وأسعار السلع الأخرى وارتفاع قيمة الدولار. وقد شهدت الدول المصدرة للبترول مثل البرازيل وروسيا والمكسيك خروجاً كبيراً لتدفقات رؤوس الأموال الدولية وانخفاض قيمة العملة الوطنية. أما عن الدول ذات صلة قوية مع الصين فقد تأثرت بشكل كبير، فعلي سبيل المثال شهدت أندونيسيا انخفاض بحوالي ٥٣% في التدفقات الواردة في الربع الثالث من عام ٢٠١٥. وقد أثر ارتفاع قيمة الدولار في سياق السياسة النقدية الانكماشية التي تتبعها الولايات المتحدة علي الدول التي ترتفع بها الديون الحكومية وديون الشركات مثل البرازيل والهند وإندونيسيا وروسيا وجنوب أفريقيا وتركيا. ويرجع الانخفاض في إجمالي التدفقات الواردة (بالنسبة للاقتصادات المتقدمة والصاعدة) عام ٢٠١٥ إلي انخفاض استثمارات الحافظة، وبالنسبة لانخفاض التدفقات الخارجة فيرجع إلي الانخفاض في بند الاستثمارات الأخرى ولم يتأثر الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد أو الخارج نسبياً.

ومع كل هذه التطورات نلاحظ زيادة تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلي الاقتصادات الصاعدة وأنه دائماً ما يحدث أزمات مالية مع حدوث طفرات في تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة وبالتالي يعتبر فهم محددات تدفقات رؤوس الأموال الدولية وتتبع درجة تقلبها أمر ضروري لتصميم سياسات فعالة لإدارتها وفهم الآثار السلبية المرتبطة بها حيث لا يستطيع متخذ القرار أخذ قرار بشأن كيفية التعامل مع التدفقات بدون معرفة العوامل التي أدت إلي جذب تلك التدفقات.

ينقسم البحث إلى أربعة أجزاء رئيسية:

- ١- الدراسات التطبيقية السابقة حول محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية.
- ٢- المنهجية المستخدمة في تقدير النموذج.
- ٣- البيانات ومتغيرات الدراسة.
- ٤- التوصيات.

١- الدراسات التطبيقية السابقة لمحددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة:

تنقسم العوامل المؤثرة علي تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلي عوامل جذب وطرد. وتشمل عوامل الجذب العوامل الخاصة باقتصادات الدول الناشئة تحرير المؤسسات و الأسواق المالية، زيادة الاتجاه نحو الخصخصة حيث إن تطبيقها قد يؤدي إلي جذب مزيد من التدفقات ومستوي الناتج المحلي الإجمالي والذي يتم إستخدامه للتعبير عن مستوي التنمية الاقتصادية، وضع المالية العامة حيث تشهد الدول التي قامت بخفض عجز الموازنة زيادة في تدفقات رؤوس الأموال الدولية وتحرير التجارة الأمر الذى يترتب عليه دعم التنافسية وزيادة الكفاءة في الدولة المضيفة وبالتالي زيادة التدفقات. وكذلك يلعب التضخم دوراً في تقليل تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية فمع تطبيق برامج لخفض معدلات التضخم في شيلي والمكسيك زادت تدفقات رؤوس الأموال، أما عن التصنيف الائتماني للدولة من قبل المؤسسات الدولية مثل مؤسسة موديز و ستاندرد أند بورز Moody's and Standard Poors فيعمل تحسنه علي جذب المزيد من التدفقات وأخيراً نسبة الاحتياطي إلي عدد أشهر الواردات، حيث تعكس زيادة تلك النسبة استقرار الأوضاع النقدية وبالتالي تدفق المزيد من رؤوس الأموال الدولية.

أما عن عوامل الدفع أو الطرد فتشير إلي العوامل الخارجية والتي تكون خارج سيطرة الدولة وتعكس الأحوال في أسواق التمويل الدولية مثل أسعار الفائدة في الاقتصادات الرئيسية حيث إنه مع انخفاض أسعار الفائدة في الاقتصادات المتقدمة تزيد تدفقات رؤوس الأموال الدولية

للاقتصادات الصاعدة وبعض مؤشرات الاقتصاد الرئيسية في الولايات المتحدة مثل دليل أو مؤشر الإنتاج الصناعي الأمريكي والتضخم في الولايات المتحدة أما السيولة الدولية فهي تعرف وفقاً لبنك التسويات الدولية بأنها سهولة عملية التمويل في الأسواق المالية الدولية ، ومع تحسن ظروف التمويل الدولية تزيد تدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة.

وتختلف نتائج الدراسات التطبيقية بالنسبة لأهمية عوامل الجذب والطرده كمحددات لتدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة، وكذلك تختلف أهمية العوامل الداخلية والخارجية عبر الزمن.

ويمكن إيضاح أهم الدراسات التطبيقية التي تناولت محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة في الجداول التالية.

جدول (١)

الدراسات التطبيقية التي تناولت محددات تقلبات رؤوس الأموال الدولية

| الدراسة | أهداف الدراسة | المنهجية المستخدمة |
|----------------------------------|--|--|
| Beck (2000) | بحث تأثير وجود البنوك الأجنبية ونظام التجارة الحرة فيما يتعلق بالخدمات المالية على استقرار تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة خلال الفترة من ١٩٩٠-١٩٩٨. | تم قياس تقلبات صافي تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال معامل الاختلاف وتقدير نموذج panel regression model للدول لعينة الدراسة. |
| Claessens, et al., (2014) | تحليل حساسية الاقتصادات الصاعدة للعوامل الخارجية (وخاصة في الاقتصادات المتقدمة) لحوالي ٣٤ دولة خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٣. | تم تقدير latent factor model لكل نوع من تدفقات رؤوس الأموال الدولية طبقاً لبيانات ربع سنوية، وذلك وفقاً للمعادلة التالية: |
| Lee & Park (2001) | تهدف الدراسة إلى تقييم كيف تتأثر تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية المختلفة إلى الاقتصادات الصاعدة بالتقلبات في أماكن مختلفة، بالإضافة إلى مجموعة من العوامل الأخرى والعوامل الاقتصادية خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٠٩ لحوالي ٥٠ دولة نامية وصاعدة. | تم قياس تقلبات VM_t خلال الانحراف المعياري |

تابع جدول ١

| نتائج الدراسة | المنهجية المستخدمة | اهداف الدراسة | الدراسة |
|---|--|--|------------------------------|
| ارتفاع الانحراف المعياري لتدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصادات الصاعدة بحوالي ٨٠% مقارنة بالاقتصادات المتقدمة، ولم تفسر الأساسيات أو المتغيرات الاقتصادية للدولة جزءًا كبيرًا من تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وكذلك لا تفسر العوامل الخارجية تلك التقلبات. إنما تلعب خصائص التقلبات دورًا كبيرًا في تفسير التقلبات مثل (التدفقات الأكثر عرضة لحدوث أزمات في الاقتصادات الصاعدة crises)، و(ارتباط التدفقات بشكل كبير في الاقتصادات الصاعدة contagion) كما تستمر الصدمات إلى التدفقات في الاقتصادات الصاعدة فترة أطول مقارنة بالاقتصادات المتقدمة persistence. ومع محاولة التركيز على أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على تقلب التدفقات فتلحظ أهمية ضعف القطاع المالي، والمؤسسات القائمة، وانخفاض نصيب الفرد من الدخل في تفسير زيادة تقلب التدفقات. | تم قياس تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال الانحراف المعياري ثم تقدير المعادلة التالية من خلال panel data estimation: $K_{ijt} = c_1 + X_{ijt}A_t + \varepsilon_{ijt}$ حيث تمثل X المتغيرات الحاكمة أو المتغيرات الاقتصادية الكلية (نمو الناتج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف الحقيقي، وسعر الفائدة العالمي، ومعدل التبادل التجاري). وتمثل k تدفقات رؤوس الأموال المختلفة في الدول عينة الدراسة. | قياس محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى الاقتصادات الصاعدة خلال الفترة من ١٩٦٥-٢٠٠٣ وتشمل العينة ٢٣ دولة متقدمة و٧ دول من أمريكا اللاتينية و٩ دول من اقتصاديات آسيا الصاعدة و١٣ دولة من الاقتصادات الانتقالية | Broner, A.& R.Rigobon (2005) |
| توصلت الدراسة إلى استجابة تدفقات رؤوس الأموال الدولية بشكل مختلف لعملية التحرير المالي. ومن المثير للدهشة أن تدفقات الحافظة لم تستجب بشكل كبير للتحرير المالي، بينما أدى التحرير المالي إلى زيادة تقلبات تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بالنسبة للاقتصادات الصاعدة. | تم الاعتماد على المعادلة التالية في قياس محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية وتقدير المعادلة التالية: $\Delta K_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta K_{ijt} + \alpha_2 \Delta K_{ijt} + \alpha_3 \Delta K_{ijt} + \varepsilon_{ijt}$ حيث يعتبر المتغير المستقل الانحراف المعياري لتدفقات رؤوس الأموال المختلفة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. يعبر Δ عن مؤشر التحرير المالي. وتعتبر Q عن المتغيرات الحاكمة مثل النمو المحلي، وأسعار الفائدة العالمية، ومعدل نمو العالمي، والنظام المالي المحلي، وأسواق الأسهم. وتم الاعتماد على طريقة العزوم المعممة في تقدير النموذج، وذلك لتفادي مشكلة الارتباط التسلسلي. | اختبار تقلب تدفقات رؤوس الأموال الدولية بعد تحرير الأسواق المالية من خلال استخدام البيانات التتبعية خلال الفترة من ١٩٧٣-٢٠٠٠ لحوالي ٢٦ دولة منها ١٥ دولة صاعدة و١١ دولة متقدمة، مع تحليل استجابة التدفقات المختلفة، مثل الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات المحافظ الاستثمارية، وتدفقات الديون الأخرى للتحرير المالي. | Neuman n et al.. (2006) |
| تلعب السوق المالية الكفاء دورًا كبيرًا في زيادة حجم تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وكذلك تقليل تقلبات التدفقات إلى الاقتصادات الصاعدة، تلعب سيولة سوق الأوراق المالية والانفتاح المالي دورًا كبيرًا في جذب تدفقات رؤوس الأموال الدولية، بل ويساعد الانفتاح المالي على تقليل تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية. | تم الاعتماد على Panel least square في التقدير ويشمل المتغير التابع تدفقات رؤوس الأموال الدولية المختلفة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، أما عن المتغيرات المفسرة المتمثلة فتشمل مجموعتين: ١- مؤشرات التنمية المالية والتي تشمل (معدل دوران سوق الأسهم، ورأس المال السوقي، والانفتاح المالي، والحوكمة والمعايير المحاسبية). ٢- المؤشرات الاقتصادية الكلية والتي تشمل (توقعات النمو، وفروق سعر الفائدة، والسيولة الدولية). ثم تم قياس محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال الانحراف المعياري والاعتماد على طريقة العزوم المعممة في التقدير خلال الفترة من ١٩٩٨-٢٠٠٦ بالاعتماد على المؤشرات السابقة. | دراسة محددات تدفقات رؤوس الأموال الدولية لحوالي ٥٦ دولة صاعدة ومنتظمة خلال الفترة من ١٨٧٥-٢٠٠٦ | IMF (٢٠٠٧) |

تابع جدول ١

| الدراسة | اهداف الدراسة | المنهجية المستخدمة |
|------------------------------|---|--|
| Broto ,et al. (2008) | قياس محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلي الاقتصادات الصاعدة خلال الفترة من ١٩٨٠-٢٠٠٦ | تم الاعتماد على نفس المنهجية التي اتبعها Bekaert and Harvey (1997) حيث تم قياس تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال GARCH ثم تم تطبيق نموذج البيانات التتبعية لتحليل مختلف العوامل المفسرة للتقلبات. وتم تقدير المعادلة التالية: $\sigma_{it} = \Gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$ و فر، التقدير تم ادخال Country fixed effect كما يلي: $\varepsilon_{it} = \eta_i + \omega_{it}$ |
| Neuman n.R. & R. Penl (2008) | اختبار تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية التي تتبع تحرير الأسواق المالية خلال الفترة من ١٩٨١-٢٠٠٠ لحوالي ١٣ دولة متقدمة. تركز الورقة على استجابة الاستثمار الأجنبي المباشر، واستثمارات الحافظة، والتدفقات الأخرى للتحرير المالي وزيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية. ويهدف نموذج الانحدار إلى تحليل كيف تتأثر تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال تفاعل de jure financial liberalization (مؤشر التحرير المالي) والتحرير الفعلي de facto liberalization (حجم تدفقات رؤوس الأموال الدولية). | وتشمل X مصفوفة تضم المتغيرات المفسرة لتقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية. وتشمل المتغيرات الاقتصادية الكلية نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات النمو ليعكس مستوى التنمية الاقتصادية والتضخم ونسبة احتياطي النقد الأجنبي بالنسبة لأشهر من الواردات ونصيب الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي وهامش سعر الفائدة، وكذلك تم استخدام معدل دوران سوق الأوراق المالية كمؤشر لسيولة السوق والمؤشرات المؤسسية. وقد تم إدخال جميع المتغيرات بـ lagged لتقليل أو تفادي مشكلة endogeneity (ارتباط المتغيرات المفسرة بحد الخطأ) وقد تم التقدير أيضًا من خلال طريقة العزوم المعممة. |
| | | تم قياس تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال حساب الانحراف المعياري لكل ٥ سنوات. وتم تقدير المعادلة التالية:  وتمثل Stdev تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية مقاسة من خلال الانحراف المعياري لكل نوع من أنواع التدفقات، نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتمثل LIB مؤشر التحرير المالي وبالنسبة للـ AVE فهو متوسط تدفقات رؤوس الأموال الدولية لكل ٥ سنوات. وتم تقدير النموذج من خلال طريقة العزوم المعممة GMM لحل مشكلة الارتباط السلسلي. |

تابع جدول (١)

| الدراسة | اهداف الدراسة | منهجية الدراسة | نتائج الدراسة |
|--|---|--|--|
| Sula, Ozan and Willett, Thomas D. (2006) | اختبار ارتداد الأنواع المختلفة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية أثناء الأزمات. واختبار وجهة النظر المؤيدة لاستقرار الاستثمار الأجنبي المباشر مقارنة بالتدفقات الأخرى، وذلك بالاعتماد على بيانات ٣٥ دولة صاعدة خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٠٣. | يتم تقدير ارتداد تدفقات رؤوس الأموال من خلال النماذج الخطية linear regression methods مع اختبار التقلبات أثناء الأزمات والأوقات العادية. ويمكن التعبير عن حجم ارتداد التدفقات من خلال المعادلة التالية من خلال الأثر: $Reversal_{j,t} = \alpha_j + \beta_j A_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$, $j = 1, 2, \dots, J$ $i = 1, 2, \dots, N$ $t = 1, 2, \dots, T$ حيث تمثل z نوع التدفق وتمثل i الدول و t سنوات الأزمات. ١- طريقة المربعات الصغرى OLS. ٢- Pooled ordinary least squares model with a robust covariance structure (تم التقدير من خلال feasible generalized least squares method) وبالنسبة لنتائج التقدير وفقاً للطريقتين فلا تعتبر دقيقة ولم تكن المتغيرات معنوية من الناحية الإحصائية، ولم تفسر حجم ارتداد التدفقات، ولذلك تم إجراء التقدير من خلال الطريقتين التاليتين: 1- Least squares dummy variables model 2- Seemingly unrelated regression model وتعتبر القوة التفسيرية للنموذج وفقاً للطريقتين (٣ و ٤) أفضل بكثير من النتائج المقدرة بالطريقة الأولى والثانية | أكدت الدراسة أن تقلبات تدفق رؤوس الأموال الدولية في الأوقات العادية لا تساعد على تنبؤ حجم ارتداد التدفقات أثناء الأزمات. كما تعتبر تدفقات القروض متقلبة مثل تدفقات الحافظة ونقل تقلبات الاستثمار الأجنبي المباشر وهو أكثر التدفقات استقراراً أثناء الأزمات وهو ما يتفق مع نتائج الدراسات التطبيقية السابقة. ويجب توخي الحذر عند أخذ هذه النتيجة في الاعتبار حيث أنه لم يتم إيضاح أن في بعض الحالات يدخل الاستثمار في الدولة على أنه استثمار أجنبي مباشر ويخرج على شكل تدفق آخر. وبالتالي يعتبر هيكل التدفقات هام لتحليل التوقف المفاجئ للتدفقات sudden stop وخروجها أثناء الأزمات. قد تعطي تدفقات رؤوس الأموال الدولية بشكل كبير للدولة إشارة على أن الأمور بها تسير على ما يرام، ولكن هذا لا يعني إغفال احتمالية حدوث أزمات مالية أو أزمة عملة وهو ما يجب أن يأخذه في الاعتبار المستثمر الخاص والحكومة الوطنية. ويساعد وجود احتياطي كافٍ على تقليل احتمالية حدوث أزمات، وإذا لم تلعب هذا الدور فعلى الأقل سنقل من أثر خروج تدفقات رؤوس الأموال الدولية. |
| Forbes, j. & Francis E, (2011) | تهدف الورقة إلى تحديد محددات موجات تدفقات رؤوس الأموال الدولية بناءً على الأدبيات الخاصة بـ "sudden stops" و "bonanzas" وذلك لتكوين منهجية جديدة لتحديد الفترات التي تشهد تدفقات رؤوس أموال ضخمة بالاعتماد على بيانات ربع سنوية لإجمالي التدفقات الواردة والخارجة وتمييز الأنشطة بواسطة المستثمر المحلي والأجنبي. تم تحديد فترات "flight"، "stop"، "surges"، "retrenchment" | قدمت هذه الورقة منهجية جديدة في تحليل حركات تدفقات رؤوس الأموال الحادة من خلال استخدام بيانات التدفقات الواردة والخارجة بواسطة المستثمر المحلي أو الأجنبي. تقدير النموذج التالي لتحديد دور العوامل الدولية، العدوى، والعوامل المحلية في تحديد احتمالية حدوث رواج، توقف، هبوط، صعود، استقرار، تقلبات دولية. $Prob(e_t = 1) = F(\beta_0 + \beta_1 x_t + \alpha)$ ويمثل e it متغيراً صورياً يأخذ قيمة ١ إذا كانت الدولة i تشهد فترة "stop"، "surges"، "flight"، "retrenchment" متغيراً لقياس العوامل الدولية (مقاس من خلال مؤشر التقلبات (VXO) و $1-t$ متغير يعبر عن العدوى، حيث يأخذ قيمة ١ إذا كانت هناك دولتان تشهدان فترات إقليم واحد نفس الراج أو الخروج للتدفقات، α_i ويجبر عن country dummy variables. ويتم تحديد أفضل طريقة لتقدير المعادلة السابقة من خلال distribution of cumulative distribution function : $F(z) = 1 - \exp[-\exp(z)]$. وتم التقدير من خلال seemingly unrelated estimation technique | أشارت الدراسة إلى أهمية العوامل الدولية وخاصة المخاطر الدولية global risk في تحديد فترات رواج أو توقف أو ارتداد التدفقات. كما يلعب النمو العالمي دور في تدفق رؤوس الأموال الأجنبية ولكنه لا يلعب دور هام بالنسبة للتدفقات الواردة والخارجة بواسطة المستثمر المحلي. أيضاً تلعب العدوى، وخاصة من خلال المعاملات المصرفية الثنائية دوراً في تحديد فترات "stop" و "retrenchment". ونقل أهمية العوامل الاقتصادية الكلية على فترات تدفقات رؤوس الأموال التي يسببها المستثمر الأجنبي. وقدمت الورقة توصيات لصانعي القرار متمثلة في الآتي: ١- لا تقلل الضوابط على رؤوس الأموال ٢- Capital controls من فرض حدوث طفرة أو توقف التدفقات (انخفاض التحرير المالي يؤدي إلى المزيد من هروب رؤوس الأموال من قبل المستثمر المحلي). ٣- يعتبر أهم العوامل المحددة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية مثل (النمو العالمي والعدوى المالية) خارج سيطرة الدولة في أغلب الدول، وبالتالي على الدولة دعم قدراتها للوقوف أمام تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية. ٤- أهمية دور المؤسسات الدولية والتعاون بين الدول لتقليل تدفقات رؤوس الأموال الدولية. |

| تابع جدول (١) | | | |
|-------------------------------|---|--|---|
| الدراسة | اهداف الدراسة | منهجية الدراسة | نتائج الدراسة |
| Alfaro, et (al., 2004) | اختبار محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، مع تركيز خاص على الضعف المؤسسي في مقابل السياسات السيئة (السياسات النقدية أو المالية) خلال الفترة من ١٩٧٠-٢٠٠٠. | تم إجراء cross country regression خلال الفترة من ١٩٧٠-٢٠٠٠. ويعتبر المتغير التابع الانحراف المعياري لصافي نصيب الفرد من التدفقات خلال فترة الدراسة مقسوماً على القيمة المطلقة لمؤسوس إجمالي التدفقات الواردة والخارجة للفرد خلال فترة الدراسة. وبالنسبة للمتغيرات الخاصة بالسياسة $policy\ variables$ تم استخدام معدل التضخم والإنفاق الحكومي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. كما تم إدراج الكفاءة المؤسسية كأحد محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وتم حسابها من خلال تكوين مؤشر مركب بالاعتماد على دليل المخاطر الدولي لكل دولة ICRG وأيضا تم إدراج نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. | توصلت الدراسة إلى أن الكفاءة المؤسسية غير معنوية في تفسير تقلبات إجمالي تدفقات رؤوس الأموال الدولية، كما يعتبر التضخم ذات تأثير موجب ومعنوي في تفسير جزء كبير من تقلبات تدفقات رؤوس الأموال، كما يلعب نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي دوراً في تقليل تقلبات التدفقات. وبالتالي فإن الدول الغنية التي تتخفف فيها معدلات التضخم تشهد درجة عدم تأكد أقل بالنسبة لصافي التدفقات الأجنبية. وهو ما يجعلنا نلقي العيب مرة أخرى على السياسات الاقتصادية الكلية، فلا تعتبر الدول مجرد مثلي سلبى للتدفقات غير المستقرة. |
| Mercado,R .& Young Park(201١) | فهم محددات تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة لتصميم سياسة فعالة لإدارتها في حوالي ٥٠ دولة صاعدة: ١٧ دولة من آسيا الصاعدة، و١٣ دولة من أوروبا الصاعدة و١٠ دول من أمريكا اللاتينية و٩ دول أخرى صاعدة. | تم تقدير المعادلة التالية من خلال طريقة العزوم المعممة التمر، قديما (1991) Arellano and Bond $CF_t = \alpha + \beta_1 \Delta CF_{t-1} + \beta_2 \Delta CF_{t-2} + \beta_3 \Delta CF_{t-3} + \beta_4 \Delta CF_{t-4} + \beta_5 \Delta CF_{t-5} + \beta_6 \Delta CF_{t-6} + \beta_7 \Delta CF_{t-7} + \beta_8 \Delta CF_{t-8} + \beta_9 \Delta CF_{t-9} + \beta_{10} \Delta CF_{t-10} + \beta_{11} \Delta CF_{t-11} + \beta_{12} \Delta CF_{t-12} + \beta_{13} \Delta CF_{t-13} + \beta_{14} \Delta CF_{t-14} + \beta_{15} \Delta CF_{t-15} + \beta_{16} \Delta CF_{t-16} + \beta_{17} \Delta CF_{t-17} + \beta_{18} \Delta CF_{t-18} + \beta_{19} \Delta CF_{t-19} + \beta_{20} \Delta CF_{t-20} + \beta_{21} \Delta CF_{t-21} + \beta_{22} \Delta CF_{t-22} + \beta_{23} \Delta CF_{t-23} + \beta_{24} \Delta CF_{t-24} + \beta_{25} \Delta CF_{t-25} + \beta_{26} \Delta CF_{t-26} + \beta_{27} \Delta CF_{t-27} + \beta_{28} \Delta CF_{t-28} + \beta_{29} \Delta CF_{t-29} + \beta_{30} \Delta CF_{t-30} + \beta_{31} \Delta CF_{t-31} + \beta_{32} \Delta CF_{t-32} + \beta_{33} \Delta CF_{t-33} + \beta_{34} \Delta CF_{t-34} + \beta_{35} \Delta CF_{t-35} + \beta_{36} \Delta CF_{t-36} + \beta_{37} \Delta CF_{t-37} + \beta_{38} \Delta CF_{t-38} + \beta_{39} \Delta CF_{t-39} + \beta_{40} \Delta CF_{t-40} + \beta_{41} \Delta CF_{t-41} + \beta_{42} \Delta CF_{t-42} + \beta_{43} \Delta CF_{t-43} + \beta_{44} \Delta CF_{t-44} + \beta_{45} \Delta CF_{t-45} + \beta_{46} \Delta CF_{t-46} + \beta_{47} \Delta CF_{t-47} + \beta_{48} \Delta CF_{t-48} + \beta_{49} \Delta CF_{t-49} + \beta_{50} \Delta CF_{t-50} + \beta_{51} \Delta CF_{t-51} + \beta_{52} \Delta CF_{t-52} + \beta_{53} \Delta CF_{t-53} + \beta_{54} \Delta CF_{t-54} + \beta_{55} \Delta CF_{t-55} + \beta_{56} \Delta CF_{t-56} + \beta_{57} \Delta CF_{t-57} + \beta_{58} \Delta CF_{t-58} + \beta_{59} \Delta CF_{t-59} + \beta_{60} \Delta CF_{t-60} + \beta_{61} \Delta CF_{t-61} + \beta_{62} \Delta CF_{t-62} + \beta_{63} \Delta CF_{t-63} + \beta_{64} \Delta CF_{t-64} + \beta_{65} \Delta CF_{t-65} + \beta_{66} \Delta CF_{t-66} + \beta_{67} \Delta CF_{t-67} + \beta_{68} \Delta CF_{t-68} + \beta_{69} \Delta CF_{t-69} + \beta_{70} \Delta CF_{t-70} + \beta_{71} \Delta CF_{t-71} + \beta_{72} \Delta CF_{t-72} + \beta_{73} \Delta CF_{t-73} + \beta_{74} \Delta CF_{t-74} + \beta_{75} \Delta CF_{t-75} + \beta_{76} \Delta CF_{t-76} + \beta_{77} \Delta CF_{t-77} + \beta_{78} \Delta CF_{t-78} + \beta_{79} \Delta CF_{t-79} + \beta_{80} \Delta CF_{t-80} + \beta_{81} \Delta CF_{t-81} + \beta_{82} \Delta CF_{t-82} + \beta_{83} \Delta CF_{t-83} + \beta_{84} \Delta CF_{t-84} + \beta_{85} \Delta CF_{t-85} + \beta_{86} \Delta CF_{t-86} + \beta_{87} \Delta CF_{t-87} + \beta_{88} \Delta CF_{t-88} + \beta_{89} \Delta CF_{t-89} + \beta_{90} \Delta CF_{t-90} + \beta_{91} \Delta CF_{t-91} + \beta_{92} \Delta CF_{t-92} + \beta_{93} \Delta CF_{t-93} + \beta_{94} \Delta CF_{t-94} + \beta_{95} \Delta CF_{t-95} + \beta_{96} \Delta CF_{t-96} + \beta_{97} \Delta CF_{t-97} + \beta_{98} \Delta CF_{t-98} + \beta_{99} \Delta CF_{t-99} + \beta_{100} \Delta CF_{t-100} + \epsilon_t$ تمثل CF حجم أو تقلبات الأنواع المختلفة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية. PGDP نمو دخل الفرد السنوي، INF التضخم، TRADE الانفتاح التجاري، STOCK هو التغير في رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي، KAOPEN يمثل الانفتاح المالي، INTEREST تمثل فروق سعر الفائدة بين سعر الفائدة المحلي وسعر الفائدة للولايات المتحدة الأمريكية، GGDP هو توقع معدل النمو السنوي الدولي في السنة ل، GSP يمثل نمو أسعار الأسهم العالمية، GMB يمثل نمو السيولة الدولية، INSTITUTIONS هو مؤشر الكفاءة المؤسسية للدولة أ في السنة ز، FOREX يمثل تقلبات سعر الصرف للدولة أ والسنة ز، ASIA متغير صوري للاقتصاديات في أوروبا الصاعدة، EUROPE متغير صوري للاقتصاديات أوروبا الصاعدة، AMERICA هو متغير صوري للاقتصاديات أمريكا اللاتينية. | توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: ١- أهمية الكفاءة المؤسسية (متمثلة في: غياب العنف، والاستقرار السياسي، والكفاءة الحكومية، والمساعدة، والتحكم في الفساد، ودور القانون) لجذب تدفقات رؤوس أموال تنسم بالاستقرار، وتعتبر الكفاءة المؤسسية مهمة للتدفقات الأخرى بالنسبة للاقتصاديات الصاعدة الأخرى، وتعتبر مهمة بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر في دول آسيا. ٢- تعتبر العوامل الداخلية pull factors مهمة كمحدد لتدفقات رؤوس الأموال لعينة الاقتصادات الصاعدة لدول آسيا أيضاً. وبالنسبة لدول آسيا، يعتبر نمو دخل الفرد، والانفتاح التجاري، والتغير في رأس المال السوقي من أهم العوامل المحددة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية. وبالنسبة لتقلبات تلك التدفقات، يعتبر الانفتاح المالي والتجاري من أهم العوامل المؤثرة على تقلبات التدفقات. ٣- تقلبات سعر الصرف الحقيقي تقلل حجم التدفقات وتؤدي إلى زيادة تقلبات تدفقات رؤوس الأموال للاقتصاديات الصاعدة عامة، واقتصاديات آسيا أيضاً. ٤- أهمية التكامل الإقليمي والتعاون في مجال السياسات في إدارة حجم وتقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية. |

^٢ هناك فرق مهم بين السياسات والمؤسسات، حيث تشتمل المؤسسات على القواعد والمعايير التي تنظم سلوك الأفراد (تشمل قيوداً رسمية وأخرى غير رسمية)، أما السياسات فهي خيارات تتم وفقاً للهيكلين السياسي والاقتصادي.

تابع جدول (١)

| نتائج الدراسة | المنهجية المستخدمة | اهداف الدراسة | الدراسة |
|--|---|--|------------------------------|
| <p>توصلت الدراسة إلى اختلاف أهمية العوامل الدولية في تفسير تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، حيث تزيد أهميتها في تحديد تقلبات استثمارات الحافظة واستثمارات التدفقات الأخرى، بينما لا تساهم في تفسير تقلبات الاستثمار الأجنبي المباشر.</p> <p>كما يساعد وجود نظام مالي متقدم على تقليل تقلبات استثمارات الحافظة. كما أن هناك علاقة سالبة بين درجة المنافسة في القطاع المصرفي المحلي وتقلبات الاستثمار الأجنبي المباشر.</p> <p>كما تؤكد الدراسة أهمية الاستقرار السياسي والاقتصادي للحد من تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية.</p> | <p>تم قياس تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال نموذج GARCH (1,1) الذي يمكن التعبير عنه من خلال المعادلة التالية:</p> $\sigma_t = \omega + \alpha_1 \sigma_{t-1}^2 + \alpha_2 \sigma_{t-1}$ <p>ثم تم تقدير المعادلة التالية:</p> $\sigma_{it} = \Gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$ $\varepsilon_{it} = \eta_i + \omega_{it}$ <p>ثم تم الاعتماد على طريقة Driscoll and Kraay (1998) لتصحيح مصفوفة التغاير covariance matrix estimator حيث تعالج مشكلة الارتباط السلسلي واختلاف التباين.</p> <p>ولم تختلف المتغيرات المستخدمة في تحديد تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية عما استخدمته الدراسات السابقة.</p> | <p>تحليل محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصاديات الصاعدة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي لحوالي ٤٨ دولة صاعدة ونامية، خلال الفترة من ١٩٨٠-٢٠٠٦</p> | <p>Broto, et al., (2007)</p> |
| <p>تم التوصل إلى ارتفاع درجة تقلبات التدفقات المالية الدولية بشكل ملحوظ في المجموعة الأولى من الدول، حيث تؤدي هذه المشكلة إلى انخفاض قيمة سعر الصرف الحقيقي، وبالتالي زيادة تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، بينما لا يوجد هذا الدليل في المجموعة الثانية. كما أوضحت نتائج الدراسة أن مع اتباع سعر صرف معوم تزيد تقلبات تلك التدفقات <i>flow</i> كما أن <i>flow</i> يتضمن استثمارات رؤوس الأموال الدولية.</p> | <p>تم قياس تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال الانحراف المعياري المعبر عنه بالمعادلة التالية:</p> $VOL_{it} = \left(\frac{1}{n} \sum_{k=1}^n (flow_{ik} - \mu)^2 \right)^{1/2}$ <p><i>flow_{ik}</i> is capital inflows in country <i>i</i> and period <i>k</i>.</p> <p>تم تقدير نموذجين: الأول يهتم باختبار العلاقة بين تحرير الحساب الرأسمالي وتدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال النموذج التالي:</p> $VOL_{it} = \alpha + \beta_1 KAOPEN_{it} + \sum_{j=1}^p \delta_j Variable_{it} + \varepsilon_{it}$ <p>يعبر KAOPEN عن تحرير الحساب الرأسمالي النموذج الثاني: يهتم بالعلاقة بين تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية ومفهوم الخطيئة الكبرى الذي تم قياسه من خلال المعادلة التالية:</p> $OSIN_i = \max \left(1 - \frac{\text{Securities in currency } i}{\text{Securities issued by country } i}, 0 \right)$ $VOL_{it} = \alpha + \beta_1 KAOPEN_{it} + \gamma_1 OSIN_{it} + \beta_2 KAOPEN_{it} \times OSIN_{it} + \sum_{j=1}^p \delta_j Variable_{it} + \varepsilon_{it}$ $= \alpha + (\beta_1 + \beta_2 OSIN_{it}) KAOPEN_{it} + \gamma_1 OSIN_{it} + \sum_{j=1}^p \delta_j Variable_{it} + \varepsilon_{it}$ | <p>تركز الدراسة على اختبار العلاقة بين تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية وتحرير الحساب الرأسمالي وهل هناك علاقة بين مفهوم الخطيئة الكبرى "Original Sin" وتقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية وذلك لعينة من ٣٤ دولة (١٨ متقدمة و١٦ نامية) خلال الفترة من ١٩٨٠-٢٠٠٩. وقد تم تقسيم الدول إلى مجموعتين الأولى تعاني من هذه المشكلة والأخرى لا تعاني.</p> | <p>Park and An (2012)</p> |

٢. المنهجية المستخدمة

تنقسم المنهجية إلى جزئين رئيسين:

٢.١ : حساب المتغير التابع والذي يمثل تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية المختلفة من خلال حساب الانحراف المعياري لمختلف تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

الانحراف المعياري^٣:

يتم قياسه من خلال المعادلة التالية:

$$\sigma_{it} = \left(\frac{1}{n} \sum_{k=t-(n-1)}^t (flow_{ik} - \mu)^2 \right)^{\frac{1}{2}}$$

$$\mu = \frac{1}{n} \sum_{k=t-(n-1)}^t flow_{ik} ,$$

σ_{it} تعبر عن تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

تشير $flow_{ik}$ إلى تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة (أو التدفقات الواردة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي) وذلك للدولة i في الفترة k .

وبالرغم من استخدام الانحراف المعياري كمقياس للتقلبات إلا أن هناك العديد من العيوب المرتبطة باستخدامه فمن الناحية التقنية مثلاً فهو يعمل على حساب التشتت من المتوسط، ولذا مع اختلاف المتوسط يختلف الانحراف المعياري وبالتالي فهو يعطي مقاييس مختلفة للتقلبات بغض

^٣ تم الاعتماد على الدراسة التالية لقياس الانحراف المعياري لتدفقات رؤوس الأموال الدولية : Lee, Hyan & young Park (2001), Do contagion effects exist in capital flows volatility, Asian development bank.

النظر عن مقدار التغير بناءً على حجم التدفقات الواردة. ومع الزيادة المطردة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى الاقتصادات الصاعدة منذ فترة التسعينات سيؤدي استخدام الانحراف المعياري إلى تضخيم حجم التقلبات عبر الزمن، كما أن إختيار الفترات التي سيتم حساب تقلبات تدفقات رؤوس الأموال لها سيعطي معلومة وافية عن التدفقات ولكنه سوف يقلل عدد المشاهدات مما يقلل كفاءة نتائج النموذج. كما يرتبط الانحراف المعياري للفترة الحالية بالانحراف المعياري في الفترة السابقة وبالتالي إرتباط حد الخطأ.

٢.٢: تطبيق نظام العزوم المعممة GMM في قياس محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية التي تم حسابها من خلال الانحراف المعياري.

ثم استخدام البيانات التتبعية Panel Data لتحليل العوامل المختلفة المؤثرة على تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية لمجموعة من الاقتصادات الصاعدة التي تشمل مجموعة من دول آسيا وأمريكا اللاتينية وأوروبا والاقتصادات الصاعدة الأخرى والتي تشمل مصر وجنوب أفريقيا والكويت وروسيا وإسرائيل وذلك خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠١٤. وعليه سيتم استخدام بيانات سلاسل زمنية تتبعية متوازنة Balanced panel data.

وبناءً على تلك الدراسات (lee(2011)، Borto et al.(2001)، Mercado and Park (2011)، Beck (2000)، Broner & Rigbon (2005)، Neumann et al.(2006)، BIS(2005)، Neumann et Alfaro et al.(2004)، تم تقدير المعادلة التالية :

$$\sigma_{it} = \Gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

وقد تم إدراج تأثير الدولة country fixed effect

$$\varepsilon_{it} = \eta_i + \omega_{it}$$

- حيث تمثل η_i الأثر الثابت fixed effect و تمثل w_{it} حد الخطأ الذي قد يشهد ارتباط سلسلي حيث تمثل σ : تقلبات تدفقات رؤوس الأموال المختلفة مقاساً عن طريق ARCH و تمثل X: مجموعة المتغيرات المحلية والدولية المؤثرة علي تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية: وقد ينتج عن تقدير تقلبات التدفقات أن يتكون المتغير التابع من moving average component وبالتالي ارتباط حد الخطأ $cov(w_{it}, w_{it-k}) \neq 0$. ولذا لا بد من تصحيح standard error.
- وقد يعاني النموذج من مشكلة Endogeneity عند تقديره من خلال المعادلة التالية نتيجة الأتي:
١. مشكلة الاختلاف أو عدم التجانس غير الملحوظ بين الدول Unobservable Heterogeneity
 ٢. وجود المتغيرات الملقاه omitted variables.
 ٣. إحصائية وجود simultaneity .
- لمعالجة مشكلة ارتباط المتغيرات المفسرة بحد الخطأ Endogeneity problem تم تطبيق طريقة العزوم المعمم GMM حيث تم تصميمها للقيام بعملية التقدير في الحالات التالية (Roodman,2006):
١. تم تصميمها للقيام بعملية التقدير عندما يكون هناك فترة زمنية قصيرة مقارنة بعدد الدول المستخدمة.
 ٢. وجود علاقة خطية بين المتغيرات a linear functional relationship.
 ٣. وجود متغير تابع يتسم بالديناميكية ويعتمد علي قيمه السابقة.
 ٤. وجود مشكلة تباين Hetro أو ارتباط حد الخطأ serial auto correlation داخل الدولة وليس بين الدول.
 ٥. وجود متغيرات مستقلة لاتعتبر خارجية strictly exogenous وهو ما يعني ارتباطها بحد الخطأ:

$$E(X_t \varepsilon_{t+i}) = 0 \text{ for all } i.$$

وقد قام Arellano Bond بتحويل المتغيرات من خلال إجراء الفروق differencing وهو ما يعرف ب Difference GMM. أما عن Arellano-Bover/Blundell-Bond estimator فقد تم إضافة فرض آخر ألا وهو أن الفروق الأولي لل Instrumental variables غير مرتبطه مع أثر الدولة الثابت fixed effect وهو ما يساعد علي وضع المزيد من IV وهو ما يؤدي إلي زيادة الكفاءة. أيضاً يعمل علي بناء نظام من معادلتين ألا وهي المعادلة الأصلية والأخري المحولة وهو ما يعرف ب System GMM.

١- بيانات ومتغيرات الدراسة

يمثل المتغير التابع الذي تم تقديره من خلال الانحراف المعياري تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية الداخلة بأقسامها المختلفة. أما المتغيرات المفسرة فتم تقسيمها إلي ثلاث مجموعات رئيسية:

١- المؤشرات الخاصة بالدولة (عوامل الجذب) وتشمل العوامل الاقتصادية المحلية والعوامل المالية التي تركز علي أداء القطاع المالي داخل الدولة. تشمل المتغيرات الاقتصادية الكلية نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ونسبة احتياطي النقد الأجنبي بالنسبة لأشهر الواردات مما يوضح مدي هشاشة ميزان المدفوعات للدولة وإحتمالية حدوث أزمات وكذلك رصيد الحساب الجاري وعجز الموازنة العامة.

ونظرياً تشهد الدول الأقل تقدماً مستويات منخفضة من تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الواردة لإعتمادهم علي التدفقات الرسمية. أيضاً يمكن توقع ذلك بالنسبة للدول المتقدمة حيث تشهد تلك الاقتصادات درجة عالية من الاستقرار. وبالنسبة لرصيد الاحتياطي لأشهر الواردات فإنه يؤثر علي التقلبات من خلال عدة قنوات: منها أن الدولة التي تمتلك نسبة إحتياطي صغيرة ستصبح عرضة لأزمة سيولة وبالتالي زيادة التقلبات، أيضاً قد يعكس الحجم الكبير للاحتياطي النقدي الأجنبي احتياج الدولة إلي تأمين نفسها أمام التوقف المفاجيء للتدفقات "Sudden Stop" وهو ما يوضح وجود ارتباط بين الدول التي لديها حجم إحتياطي كبير وتقلبات مرتفعة.

ومن المتوقع أن تشهد الدول التي ينخفض فيها عجز الموازنة (يعكس انخفاض الدين العام) تقلبات منخفضة وكذلك مع تحقيق فائض في الحساب الجاري.

أيضاً تم استخدام مؤشرين لتوضيح أهم ملامح للقطاع المالي في الدول عينة الدراسة مثل نسبة الائتمان الخاص إلي الناتج المحلي الإجمالي لتعكس تنمية القطاع المصرفي حيث يعكس حجم الائتمان الكبير وجود قطاع مالي (مصرفي) كبير متطور، إلا أن وجود حجم كبير من الائتمان يعكس وجود تسخين Overheating وهو ما يؤدي إلي زيادة حدة التقلبات. وللتعبير عن تنمية سوق الأوراق المالية تم استخدام رأس المال السوقي، ويكون من المتوقع أن تشهد الاقتصادات التي تتسم بمستوي تنمية مالية متوسطة ارتفاع تقلبات تدفقات رؤوس الأموال.

٢- المؤشرات الدولية: لم تحظ العوامل الدولية: اهتمام كبير من قبل الدراسات السابقة التي تناولت محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية ، وقد تم استخدام المؤشرين التاليين:

- معدل نمو الناتج العالمي.
 - سعر الفائدة علي أذون الخزانة الأمريكية كل ٣ شهور.
- وقد تم تحديد تلك المتغيرات في الدراسات السابقة علي أنها push factor إلا أن علاقتها بتقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية غير واضحة وذلك لأن العوامل الدولية تغير من رغبة المستثمر في المخاطرة investor risk aversion مما يؤدي إلي تقلب تدفقات رؤوس الأموال الدولية. فعلي سبيل فإن المثال انخفاض نمو الناتج العالمي والسيولة أو ارتفاع سعر الفائدة علي أذون الخزانة الأمريكية فقد يؤدي إلي الاتجاه إلي الجودة flight to quality والعكس صحيح مع تغير اتجاه تلك المتغيرات.

جدول (٢) (قائمة المتغيرات المستخدمة في النموذج)

| المتغير | شرح | المصدر |
|--|--|---|
| المتغيرات التابعة | | |
| volpi | تقلبات استثمارات الحافظة الدولية مقاساً من خلال الانحراف المعياري نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي % | محسوب بواسطة الباحث من خلال الاعتماد علي بيانات IFS |
| Volfdi | تقلبات الاستثمار الأجنبي المباشر مقاساً من خلال الانحراف المعياري نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي % | محسوب بواسطة الباحث من خلال الاعتماد علي بيانات IFS |
| Voloi | تقلبات الاستثمارات الأخرى مقاساً من خلال الانحراف المعياري نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي % | محسوب بواسطة الباحث من خلال الاعتماد علي بيانات IFS |
| المتغيرات المستقلة | | |
| Public deficit | يمثل نسبة الفاوض النقدي/ العجز نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) | World development indicator |
| Current account balance | يمثل إجمالي صافي الصادرات من السلع والخدمات وصافي الدخل الأولي وصافي الدخل الثانوي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) | World development indicator |
| gdpperc | نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (%) | World development indicator |
| Reserve _ imports | نسبة الإحتياطي إلى الواردات للدولة أ في السنة (ز%) | World development indicator |
| Control of corruption(CC) | يتكون من ٦ مؤشرات والتي تشمل الأتي : ١. المسائلة ٢. الاستقرار السياسي وغياب العنف والإرهاب . ٣. كفاءة الحكومة. ٤. كفاءة القوانين ٥. ضبط الفساد | World governance indicator |
| مؤشرات التنمية المالية | | |
| Financial openness | الافتتاح المالي مقاساً من خلال KOAPEN | Global financial development report |
| MC (stock market capitalization ratio% GDP) | نسبة رأس المال السوقي لسوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي وهو أحد مؤشرات عمق سوق الأوراق المالية | Global financial development report |
| PC (private Credit % GDP) | الانتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي وهو أحد مؤشرات كفاءة القطاع المالي | Global financial development report |
| المؤشرات الدولية | | |
| World GDP growth | معدل نمو الاقتصاد العالمي | WDI |
| ٢Months US TB | الفائدة علي أدون الخزانه الأمريكية | Fedral Reserve Bank |

٢- النتائج

تعتمد الدول عينة الدراسة علي الاستثمارات الأخرى وبالأخص الإقراض المصرفي في تمويل عجز الحساب الجاري مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات الحافظة. ويزيد الاعتماد علي الإقراض المصرفي في دول أمريكا اللاتينية والاقتصادات الصاعدة الأخرى (ومن ضمنهم مصر) كما تزيد نسبة استثمارات الحافظة نسبة إلي الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر في دول آسيا والاقتصادات الصاعدة الأخرى مما يزيد من مخاطر عدم الاستقرار المالي التي قد تعاني منها في كل من دول آسيا الصاعدة وأمريكا اللاتينية والدول الصاعدة الأخرى. الجدول (٣)

وبالنسبة لتأثير العوامل الدولية فيؤثر النمو العالمي بشكل كبير في تقليل تقلبات المكونات المختلفة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية، ولم يتم التوصل إلي تأثير حاسم لسعر الفائدة علي أذون الخزانة الأمريكية ويجدر هنا ذكر سياسات التيسير الكمية^٤ المتبعة في الولايات المتحدة ودورها في تحديد تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية وفقاً للدراسات التطبيقية . حيث قام Mohapatra and Stocker (2014) بدراسة تدفقات رؤوس الأموال إلي الاقتصادات الصاعدة خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٣ مع التركيز علي سياسة التيسير الكمية وتم التوصل إلي أنها تؤدي إلي زيادة تدفقات

^٤ ويقصد بها قيام البنك المركزي بشراء سندات حكومية أو سندات أخرى من السوق وذلك من أجل تقليل سعر الفائدة وزيادة عرض النقود من خلال زيادة رؤوس الأموال للمؤسسات المالية لزيادة نشاط الإقراض والسيولة. هذه السياسة لها بعض العيوب مثل زيادة التضخم مع زيادة عرض النقود بشكل سريع. وتؤثر سياسات التيسير الكمية علي تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال عدة قنوات:

١- قناة رصيد حساب الحافظة portfolio balance channel: تشمل سياسة QE شراء أصول طويلة الأجل مثل السندات الحكومية أو أوراق مالية بضمن عاري مما يؤدي إلي تقليل عرض تلك الأصول للقطاع الخاص وبالتالي زيادة الطلب علي الأصول البديلة وخاصة أصول الاقتصادات الصاعدة حيث يتجه المستثمر إلي الأصول ذات درجة المخاطر العالية بحثاً عن العائد المرتفع عائد معدل حسب المخاطر).

٢- قناة ارسال الاشارات Signalling channel: إذا التزم البنك الفيدرالي بإبقاء سعر الفائدة المستقبلي منخفض مقارنة بالمستويات السابقة وبالتالي بقاء فروق أسعار الفائدة بين الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة مرتفعة سيندفع المزيد من رؤوس الأموال إلي الاقتصادات الصاعدة.

٣- قناة سعر الصرف: قد تؤدي القناة الأولى التي أشرنا إليها من قبل إلي إنخفاض قيمة الدولار وانخفاض الطلب الأمريكي علي السلع والخدمات الأجنبية مقارنة بالمنتجة محلياً وهو ما يعني تأثير صادات الاقتصادات الصاعدة سلباً.

رؤوس الأموال إلي الاقتصادات الصاعدة كما أدت سياسة شراء سندات في ظل QE2 إلي توازن تدفقات الحافطة بين الاقتصادات الصاعدة والولايات المتحدة. وفي الوقت الذي كان ينظر البنك الفيدرالي لتلك السياسة علي أنها تساعد علي مواكبة الدورات الاقتصادية في الولايات المتحدة، كانت تري الاقتصادات الصاعدة أن التدفقات الواردة إليها نتيجة تلك السياسات تتسم بالتقلب بدرجة كبيرة. ولم تصل دراسات أخرى إلي تأثير كبير لسياسة QE مثل (Ahmed and Zlate 2013) حيث قاموا بدراسة محددات صافي تدفقات رؤوس الأموال الدولية وتوصلا إلي أهمية النمو الاقتصادي وفرق سعر الفائدة والرغبة في المخاطرة عالمياً ولم يكن هناك تأثير معنوي لسياسة التيسير الكمية. كما أشار (Londono and Sapriza 2014) أنه لا يوجد تأثير كبير علي أسعار الأصول في الاقتصادات الصاعدة. وبالتالي تقف تلك الدراسات صامته أمام تأثير سياسة التيسير الكمية سواء كان التأثير سلباً أو إيجاباً حيث يجب وزن الآثار السلبية المتمثلة في (فقاعات الأصول والتوقف المفاجيء للتدفقات أو فقدان تنافسية الصادرات) مع الآثار الإيجابية المتمثلة في تحفيز الطلب الكلي وزيادة الثقة في الاقتصاد العالمي وتحسن الظروف المالية الدولية.

وقد قام البنك الدولي (IMF,2013) بدراسة أثر سياسة QE وأكد أن التأثير الإجمالي لها موجب نتيجة الطلب القوي من الاقتصادات المتقدمة وكذلك إنخفاض تكلفة رأس المال وارتفاع اسعار الأسهم مما يوازن الآثار السلبية لتلك السياسة.

ومع إعلان البنك الفيدرالي بالخفض التدريجي لسياسة التيسير الكمية Tapering announcement في مايو ٢٠١٣، قام المستثمرون بإعادة تقييم العوائد المعدلة حسب المخاطر وإعادة تقييم الاستثمار في الاقتصادات الصاعدة، وقد أدي إرتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل إلي إنسحاب رؤوس الأموال الخاصة من الاقتصادات الصاعدة وزيادة تقلبات الأسواق المالية في يوليو ٢٠١٣. هناك عدد محدود من الدراسات التي حاولت دراسة تأثير الإلغاء التدريجي لسياسة التيسير الكمية Tapering علي الاقتصادات الصاعدة، إلا أن بعض الدراسات مثل (Mishra et al 2014) ترى أن الدول التي تتمتع بأساسيات إقتصادية قوية وسوق مالي متطور يتسم بالعمق مع تنفيذ إجراءات

وقائية قبل تنفيذ سياسة Tapering فقد شهدت إنخفاضاً أقل في قيمة العملة وزيادة بسيطة في العائد علي السندات. أيضاً توصل (Dahlhaus and Vasishtha (forthcoming) من خلال تطبيق نموذج الإنحدار الذاتي إلي محدودية أثر سياسة رفع سعر الفائدة قصير الأجل في الولايات المتحدة علي تدفقات الحافظة لحوالي ٢٣ دولة صاعدة ، وبنفس الطريقة قام (Lim, Mohapatra and Stocker (2014 باستخدام نموذج VAR لتوقع تأثير سعر الفائدة الأمريكي خلال الفترة ٢٠١٤-٢٠١٦ علي تدفقات رؤوس الأموال الدولية في الدول النامية وتوصلوا إلي إنكماش تدفقات رؤوس الأموال الدولية بحوالي ٠.٦% بنهاية ٢٠١٦ وقد يبدو الرقم صغيراً من الناحية الرقمية إلا أن له مدلول اقتصادي كبير.

ومن هنا نلاحظ تباين نتائج الدراسات حول تأثير الإرتفاع التدريجي لسعر الفائدة علي تدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة ربما نتيجة إستخدام عينات للدول مختلفة أو فترات زمنية مختلفة أو نماذج توازن كلية مقابل نماذج توازن جزئية.

وبالتأكيد سوف تتأثر الاقتصادات المتقدمة من الأثر السلبي الناجم عن سياسات التيسير الكمية علي الاقتصادات الصاعدة . وبما أن نصيب الاقتصادات الصاعدة يتزايد من الاقتصاد العالمي وذلك من خلال التجارة أو الأسواق المالية أو أسعار السلع، فمع ضعف النشاط الاقتصادي في الاقتصادات الصاعدة سينخفض الطلب علي صادرات الاقتصادات المتقدمة وكذلك إنخفاض أسعار الأسهم والسلع ، وقد توقع البنك الدولي محدودية التأثير إلا أنه قد يتفاقم أثناء الأزمات. وقد يكون التأثير أكبر بالنسبة للاقتصادات المتقدمة الأكثر إرتباطاً بالدول الصاعدة مثل اليابان ومنطقة اليورو (IMF,2014)، وكذلك ستتأثر كندا وإستراليا(دول مصدرة) سلباً من جراء إنخفاض أسعار السلع نتيجة ضعف النمو في الاقتصادات الصاعدة التي تعتبر أكبر مستورد لتلك السلع.

جدول (٣)

هيكل تدفقات رؤوس الأموال الدولية (نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي) للاقتصادات الصاعدة

خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤

| البيان | استثمارات الحافظة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) | الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) | الاستثمارات الأخرى إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) |
|---------------------------------|--|--|--|
| دول آسيا الصاعدة | ٢.٣٧ | ٢.٠٧ | ٣.٣٨ |
| دول أمريكا اللاتينية الصاعدة | ١.٧٦ | ١.٦١ | ٣.٩٠ |
| دول أوروبا الصاعدة | ١.٠٦ | ٠.٩٦ | ٢.٤٨ |
| الاقتصادات الصاعدة الأخرى | ٢.١٩ | ١.٠٩ | ٤.٦٢ |

المصدر : محسوب بواسطة الباحث

وبحساب تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية للدول محل الدراسة من خلال الانحراف المعياري فنلاحظ ارتفاع تقلبات الاستثمارات الأخرى التي تمول نسبة كبيرة من عجز الحساب الجاري وخاصة في دول آسيا الصاعدة حوالي (٤.٨٠% من الناتج المحلي الإجمالي)، يليها الدول الصاعدة الأخرى (٤.٦٢%) ثم دول أمريكا اللاتينية حيث تصل إلى ٣.٩٠% وتقل تقلبات الاستثمارات الأخرى في دول أوروبا الصاعدة. وبالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر فيعتبر أقل التدفقات تقلباً حيث تتراوح النسبة ما بين ٠.٧% إلى ١%، وأيضاً تشهد دول أوروبا الصاعدة درجة تقلبات أقل. ويجب أن نأخذ هذه النتائج بشكل من الحذر لأنه لم يتم إدراج جميع اقتصادات أوروبا الصاعدة في العينة. جدول (٤)

جدول (٤)

نتائج حساب الانحراف المعياري لتدفقات رؤوس الأموال الدولية (نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي)
للاقتصادات الصاعدة خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤

| البيان | تقلبات استثمارات الحافظة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) | تقلبات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) | تقلبات الاستثمارات الأخرى إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) |
|------------------------------|---|---|--|
| دول آسيا الصاعدة | ١.٥١ | ٠.٩٦ | ٤.٨٠ |
| دول أمريكا اللاتينية الصاعدة | ١.٧٦ | ١.٦١ | ٣.٩٠ |
| دول أوروبا الصاعدة | ١.٢٤ | ٠.٧٤ | ٢.٧٧ |
| الاقتصادات الصاعدة الأخرى | ٢.١٩ | ١.٠٩ | ٤.٦٢ |

المصدر : محسوب بواسطة الباحث

ويشكل عام يختلف تأثير العوامل المدرجة في النموذج الخاصة بمحددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية للاقتصادات الصاعدة مع إختلاف التدفقات كما لا يوجد متغير واحد يقلل من تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية كما أن هناك تأثير متضارب لبعض العوامل علي تقلبات التدفقات. ونلاحظ وجود أهمية للعوامل الدولية وخاصة النمو العالمي في تقليل تقلبات تدفقات

رؤوس الأموال الدولية المختلفة. أما عن العوامل الداخلية فتلعب دور رئيسياً في تحديد تقلبات التدفقات ولكن تختلف أهميتها حسب أنواع التدفقات المختلفة.

وفيما يلي عرض مفصل للنتائج حسب هيكل تدفقات رؤوس الأموال الدولية:

١- الاستثمار الأجنبي المباشر

تزيد تقلبات الاستثمار الأجنبي المباشر مع زيادة تقدم الدول (مقاساً من خلال نمو متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي) وهو ما يتفق مع النمط الحالي حيث تزيد تقلبات تدفقات رؤوس الأموال في الاقتصادات المتقدمة وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية. يساعد زيادة فائض رصيد الحساب الجاري نسبة إلى الناتج المحلي علي تقليل تقلبات FDI ولكن تأثيره غير معنوي. وبالنسبة لدرجة الإنفتاح المالي مقاساً من خلال مؤشر Kopen فهناك علاقة موجبة بين الإنفتاح المالي وتقلبات الاستثمار الأجنبي المباشر حيث تزيد تقلبات FDI مع زيادة الإنفتاح المالي. أما عن تأثير الإحتياطي الأجنبي كنسبة من أشهر الواردات يعتبر متغير معنوي محدد لتقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، حيث إنه مع زيادة هذه النسبة تزيد التقلبات لأنه قد يعكس الحجم الكبير للاحتياطي النقدي الأجنبي إحتياج الدولة إلى تأمين نفسها أمام التوقف المفاجيء للتدفقات "Sudden Stop"، وهو ما يوضح وجود ارتباط بين الدول التي لديها حجم إحتياطي كبير وتقلبات مرتفعة. كما أوضحت النتائج أهمية تنمية سوق الأوراق المالية مقاسة من خلال رأس المال السوقي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في تقليل تقلبات الاستثمار الأجنبي المباشر، أما عن الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي فهناك علاقة موجبة معنوية بينه وبين تقلبات FDI حيث أن زيادة نسبة الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي قد تعكس وجود تسخين Overheating كما أشارنا من قبل مما يزيد من حدة التقلبات.

وبالنسبة لتأثير عجز الموازنة علي تقلبات الاستثمار الأجنبي المباشر فنلاحظ أن أغلب الدول في عينة الدراسة تشهد زيادة في عجز الموازنة ولذلك يرتبط بذلك زيادة تقلباته ولكن تأثيرها غير معنوي.

٢- تقلبات استثمارات الحافظة (استثمارات الأسهم و السندات)

يتضح من نموذج (٢) زيادة تقلب تدفقات رؤوس الأموال الدولية مع زيادة نمو متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. كما تلعب نسبة الإحتياطي إلي أشهر الواردات دوراً كبيراً في تقليل تقلبات استثمارات الحافظة. كما يؤثر رأس المال السوقي في تقليل تقلبات استثمارات الحافظة. وبالنسبة للمؤشرات الدولية فيلعب النمو العالمي دوراً كبيراً في تقليل تقلبات تدفقات استثمارات الحافظة وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر.

٣- التدفقات الأخرى

يتضح من نموذج (٣) أن زيادة رصيد الحساب الجاري نسبة إلي الناتج المحلي الإجمالي يعمل علي تقليل الاستثمارات الأخرى، كما أن مع زيادة نمو متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي تزيد تقلبات التدفقات الأخرى وهو ما يتفق مع الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات الحافظة، وبالنسبة للائتمان الخاص إلي الناتج المحلي الإجمالي فهناك علاقة موجبه بينه وبين تقلبات الاستثمارات الأخرى.

أيضاً يلعب سعر الصرف الرسمي دوراً في تقليل تقلبات تدفقات الاستثمارات الأخرى. وأخيراً هناك علاقة سالبة بين تقلبات استثمارات الحافظة والقدرة علي ضبط الفساد ولكنها غير معنوية.

جدول (٥)

نماذج محددات تقلبات تدفقات رؤوس الأموال للاقتصاديات الصاعدة خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠١٤

| | Model(1) volatility portfolio investment | | Model(2) volatility of FDI | | Model(3) volatility of other investment | |
|----------------------------------|--|---------|----------------------------|---------|---|-----------|
| | Coefficient | P value | Coefficient | P value | Coefficient | P value |
| Current account balance %GDP L3. | -0.0654835 | ٠.٤١٢ | | | | |
| L4. | | | -0.0831835 | **٠.٠٢٣ | -0.937031 | ٠.٠٣٤ *** |
| Financial openness L3. | 2.476699 | ٠.٣٣٠ | | | | |
| L4. | | | ٠.٥٥٤١٢ | **٠.٠٠٥ | 22.45807 | ٠.٤٣٤ |
| World growth(%) L3. | -0.5825954 | **٠.٠٢٥ | | | | |
| L4. | | | -0.307745 | ٠.٢٠٧ | -4.837204 | ٠.١٢٥ |
| Us treasury bills(%) L3. | -0.077382 | ٠.٦٨٩ | | | | |
| L4. | | | -0.0084635 | ٠.٩٠٨ | -3613045 | ٠.٧٣٢ |
| Cash surplus/deficit %GDP L3. | .2972523 | **٠.٠٣١ | | | | |

| | | | | | | |
|---------------------------------------|------------|----------|----------|---------|------------|-------------|
| L4. | | | | | 1.414703 | ٠.٣٠٩ |
| Control of corruption L4. | | | - | ٠.١٣٣ | -1.135366 | ٠.٢٢٠ |
| Private credit % GDP L3. | -0.0081597 | ٠.٢٥٣ | .2517477 | | | |
| L4. | | | .004269 | ٠.٧٢٦ | .093655 | ٠.٠١٥ ** |
| Reserve in month of imports L3. | -0.2522291 | ***٠.٠٦٥ | | | | |
| L4. | | | .1784582 | **٠.٠٦٢ | .7710946 | ٠.٦١٠ |
| Market capitalization %GDP L3. | -0.0254479 | **٠.٠٢٦ | | | | |
| L4. | | | - | ٠.٤٠٩ | -0.0474885 | ٠.٥٠٢ |
| g.gdp per capita L3. | .3108474 | ***٠.٠٤٦ | .0048624 | | | |
| L4. | | | .35953 | **٠.٠٤٨ | 3.760679 | ٠.٠٢١ |
| Official EX L3. | | | | | | |
| L4. | | | - | ٠.١٠٠ | -0.0026708 | ٠.٠٢٤ ** |
| _cons | 4.66773 | ٠.٠٨٥ | - | ٠.١٥٥ | -9.440542 | ٠.٧٦٤ |
| Sargan test (p-value) | | ٠.٦٥٨ | 2.255612 | ٠.٨٤٨ | | |
| AR2 test (p-value) | | ٠.٦٢٣ | | ٠.٢٩٤ | | |
| No. of instruments | | 14 | | ١٥ | | 16 |

Note: ** significant at 5% and *** significant at 10%.

Sargan test is a test of over identification restriction

H0: over identification test are valid but it is not very powerful when there are many number of instruments.

AR test: the null hypothesis shows that there is no autocorrelation, Ar test (2) check for longer series correlation of error term

وبالنسبة لمصر فنلاحظ سيطرة التدفقات الأخرى نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي على تمويل العجز في الحساب الجاري حيث تبلغ النسبة حوالي ٢% مقارنة ب ٠.٥% لاستثمارات الحافظة و ٠.٢% للاستثمار الأجنبي المباشر. ومن خلال تتبع تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة إلى مصر خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤ فنلاحظ الآتي:

١- نلاحظ زيادة تقلبات الاستثمار الأجنبي المباشر من ٠.٠٥% خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٩ إلى ٠.٠٧% قبل الأزمة المالية العالمية ليصل إلى ٠.٢٦% من عام ٢٠٠٨-٢٠١٤ وذلك متوقع مع أجواء عدم الاستقرار السياسي التي سادت تلك الفترة مع ظهور العديد من المشاكل الاقتصادية.

- ٢- زيادة تقلبات الاستثمارات الأخرى من ١% خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٩ إلى ١.٧٦% قبل الأزمة المالية العالمية ليصل إلى ٢.٦٢% من عام ٢٠٠٨-٢٠١٤.
- ٣- اتجهت تقلبات استثمارات الحافظة إلى الانخفاض من ٠.٠٧% من عام ٢٠٠٠-٢٠٠٧ إلى ٠.١٠% بعد الأزمة المالية العالمية ربما لإنخفاض حجم تدفقات الحافظة الواردة إلى مصر خلال تلك الفترة.

التوصيات

- ١- زيادة التمويل من خلال أسهم الملكية مقابل التمويل من خلال الدين Equity versus debt لأنه ينقل المخاطر إلى الدولة المصدرة لرؤوس الأموال بعيداً عن مستخدم تلك الأموال. وفقاً لتحليل هيكل التدفقات الواردة نلاحظ زيادة نصيب التدفقات الواردة من القروض الدولية (بند الاستثمار الأخرى وخاصة القروض قصيرة الأجل) وهو ما يهدد الاستقرار المالي لأن تلك التدفقات تتسم بالتقلب الشديد وخاصة في أوقات الأزمات. كما لا بد من استخدام تدفقات العملة الأجنبية للاستثمار في الأصول التي تولد عائد بالعملة الأجنبية foreign currency earning assets ويتم توجيه الاقتراض بالعملة الأجنبية لتمويل الاستثمار الموجهة لزيادة القدرة الإنتاجية في القطاعات الاقتصادية مما يؤدي إلى زيادة الفائض التجاري في المستقبل لتمويل التزامات الديون الخارجية بالعملة الأجنبية. BIS (٢٠٠٧)
- ٢- ضرورة توجيه التمويل (الإقتراض الخارجي من صندوق النقد الدولي) إلى الاستثمار بدلاً من الاستهلاك حيث يؤدي توجيه تدفقات رؤوس الأموال لتمويل إنفاق القطاع الحكومي إلى عدم القدرة علي تحقيق الاستدامة المالية .
- ٣- دعم الرقابة علي القطاع المالي حتي يستطيع امتصاص تدفقات رؤوس الأموال الدولية الواردة إليه من خلال تعزيز تطبيق القواعد الاحترازية Prudential measure
- ٤- فرض ضوابط علي رؤوس الأموال الدولية الواردة (هو مطبق بالفعل) ولكن تطبيقه بشكل يسمح بتغيير هيكل تدفقات رؤوس الأموال وفترات استحقاقها ونكون أكثر انتقائية فيما يتعلق بنوع الاستثمار الذي تحتاجه الدولة والقطاعات المستهدفة تطويرها.

٥- تلعب السياسة المالية دوراً في التعامل مع الأموال الساخنة، قد تقوم بعض الدول بخفض الإنفاق العام من أجل التخفيف من الضغوط التضخمية المصاحبة للتدفقات الرأس مالية، والحد من الإرتفاع الحقيقي في قيمة العملة ويحقق خفض الإنفاق العام بعض المنافع المتمثلة في الأتي:

➤ خفض أسعار الفائدة عن طريق إضعاف الطلب الكلي في فترات التدفقات الداخلة المرتفعة وبالتالي إحباط دخول المزيد من التدفقات.

➤ يساعد خفض الإنفاق العام علي معالجة المخاوف المتعلقة باستدامة الدين الحكومي، لذا تصبح السياسة المالية قادرة علي مواجهة التقلبات الدورية لتدفقات رؤوس الأموال الدولية.

➤ تعمل السياسة المالية المستدامة والكفاء على تشجيع التدفقات الاكثر استقراراً وطويلة الاجل. ولكن هذه السياسة لها ثلاث نقاط ضعف في مواجهة التدفقات (kawai and takayi , 2008).

➤ تعتبر السياسة المالية أقل مرونة حيث انها تحتاج قرار سياسي او برلماني كما يكون هناك تأخر في التنفيذ.

➤ قد تؤدي إلى اعطاء اشارة بأنه يتم اتباع سياسات اقتصادية كلية كفته وبالتالي دخول مزيد من رؤوس الأموال.

➤ يصعب تطبيقها في مصر في ظل الظروف الحالية المتمثلة في ضرورة زيادة الإنفاق علي شبكات الضمان الاجتماعي مع تحرير سعر الصرف وزيادة الضغوط التضخمية.

٦- اتباع بعض أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لإدارة تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية مثل آلية الإحتياطي النقدي (reserve option mechanism) حيث يتم إدارة الإحتياطي النقدي بالعملة الأجنبية داخل القطاع المصرفي من أجل تقليل الآثار السلبية الناجمة عن تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية علي الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي في مصر. ويتم السماح للبنوك بحمل إحتياطي أجنبي طوعية سواء بالعملة الأجنبية أو ذهب. تعتبر هذه الآلية أداة استقرار تلقائي Automatic Stabilizer في مواجهة التغيرات في تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال إعطاء مرونة للبنوك لتعديل الإحتياطي بالنقد الأجنبي وفقاً لمتطلبات السيولة. (Aysan et al., (2014).

٧- **عقد اتفاقيات لتوفير السيولة الدولية وتعزيز التعاون الدولي:** مع زيادة درجة الترابط بين الاقتصادات، ومع زيادة وقوع صدمات مالية لا بد من صياغة إتفاقيات لتوفير السيولة في حالة التقلبات المفاجئة لرؤوس الاموال الدولية أثناء الأزمات المالية الدولية. تعتبر التدابير والسياسات التي تتخذها الدولة بمفردها غير كافية لمواجهة المخاطر الناجمة عن العولمة المالية. هناك حاجة متجددة بين الاقتصادات الصاعدة لتطوير هياكل مالية إقليمية للتعامل في المستقبل مع انتقال العدوي المالية. بالإضافة الى ذلك، فإن التنسيق بين السياسات على المستوى الاقليمي من الامور الهامة حيث أنه لا يمكن لهيئة نقدية في دولة بمفردها معالجة الازمات المحتملة. كما أن الربط بين البنوك المركزية أمر ضروري لتعزيز الأطر التعاونية لمواجهة العدوي المالية والتقلبات المحتملة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية.

قائمة المراجع

١- قائمة المراجع باللغة العربية

- النشار، ساره، ٢٠٠٩، الدين العام والإدارة الاقتصادية الكلية في مصر (مع التركيز علي أثر تحرير الحساب الرأسمالي علي تراكم الدين العام المحلي)، رسالة مقدمة للحصول علي درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، قسم الاقتصاد.
- إبراهيم، أحمد، ٢٠١٥، عدوي الأزمات المالية بالأسواق الناشئة: دراسة قياسية، رسالة مقدمة للحصول علي درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، قسم الاقتصاد.

قائمة المراجع باللغة الإنجليزية:

- Alfaro, L., S. Kalemli-Ozcan, and V. Volosovych (2007), “**Capital Flows in a Globalized World: the Role of Policies and Institutions**,” in S. Edwards ed. *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Ahmed, S. and Zlate, A. (2014), “**Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?**”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 48, Part B, pp. 221-248.
- Aysan et al. (2014), **Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey**, Central Bank of the Republic of Turkey.
- Beck, R (2001): **The Volatility of Capital Flows to Emerging Markets and Financial Services Trade**, CFS Working Paper No. 2000/11.
- Bluedorn et al., 2013, **Capital Flows are Fickle: Anytime, Anywhere**, IMF working paper, WP/13/183.
- Bank of international settlement, Dec 200٧, **Financial globalization and emerging market capital flows**, BIS Papers No 44.

- Broner, F. A. and R. Rigobon (2006), **Why are capital flows so much more volatile in emerging than in developed countries?** in R. J. Caballero, C. Calderon, and L. F. Cespedes eds. External Vulnerability and Preventive Policies, Central Bank of Chile, Santiago.
- Broto, C., J. Diaz-Cassou, A. Erce (2011), **“Measuring and Explaining the Volatility of Capital Flows to Emerging Countries,”** Journal of Banking and Finance, Article in press.
- Claessens, Stijn, and Swati Ghosh, 2013, **“Capital Flow Volatility and Systemic Risk in Emerging Markets: The Policy Toolkit,”** in O. Canuto and S. Ghosh (eds.), Dealing with Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets, World Bank, Washington, D.C.
- European Central Bank, Sept 2016, **Dealing with large and Volatile capital flows and the Role of the IMF**, IRC Task force on IMF Issues.
- IMF, ٢٠٠٧, Global Financial Stability Report (GFSR), Chapter II.
- Kaufmann, D., A. Kraay and M. Mastruzzi (2010). **“The Worldwide Governance Indicators: A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues”**. World Bank Policy Research.
- International Monetary Fund (2013), **Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows**, Washington, D.C.
- International Monetary Fund (2014), **Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line and the Rapid Financing Instrument**, Washington, D.C.
- Lee, H., C. Park and H. Byan (2013) : **“Do contagion effects exist in capital flow volatility?”**, Journal of the Japanese and International Economies, volume 70, Pages 76–95.
- Mercado, R. and C.-Y. Park (2011), **“What Drives Different Types of Capital Flow and their Volatilities in Developing Asia?”**, International Economic Journal.
- Neumann, R. M., R. Penl, and A. Tanku (2009), **“Volatility of Capital Flows and Financial Liberalization: Do Specific Flows Respond Differently”** International Review of Economics and Finance.
- Mishra, P., Moriyama, K., N'Diaye, P. and Nguyen, L. (2014), **“Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets”**, IMF Working Paper, No 14/109, June.
- Roodman, David, 2006, **How to do xtabond2, An introduction to Difference and system GMM**, Center for global development, working paper no.103.
- Wei, S.-J. and W. Wu. 2001. **Negative Alchemy? Corruption, Composition of Capital Flows, and Currency Crises**. NBER Working Paper No. 8187. Cambridge MA: NBER.