

الاتجاهات الحالية لحركة تدفق رؤوس الأموال إلى الدول الناشئة في ظل الأزمة العالمية الراهنة

أ / شرفة حكيمة¹

جامعة الجزائر 3 - الجزائر

Résumé :

Les flux de capitaux privés vers les économies de marché émergentes ont fortement chuté sous l'effet de la crise financière mondiale ; ces flux qui avaient atteint 1,2 billion de dollars en 2007 sont tombés en 2010 à 339.6 milliards de dollars et devraient atteindre 301,1 milliards de dollars en 2011. De nombreux pays ont mis en place des réformes structurelles depuis la crise asiatique ce qui a suscité l'intérêt des investisseurs pour ces pays et a renforcé leur intégration financière. Par ailleurs les flux massifs de capitaux peuvent aussi provoquer une surchauffe de l'économie et rendre les pays émergents plus vulnérables aux perturbations externes.

Mots clés : flux de capitaux -Economie émergentes-crise-vulnérables

ملخص:

لقد عرفت تدفقات رؤوس الأموال باتجاه اقتصاديات الدول الناشئة انخفاضا محسوسا تحت تأثير الأزمة المالية العالمية الراهنة حيث تراجعت هذه التدفقات سنة 2010 لتصل إلى 6, 339 مليار دولار مقابل 1,2 بليون دولار سنة 2007 ، ومن المتوقع أن تصل سنة 2011 إلى 301,1 مليار دولار. لقد اعتمدت الدول الناشئة سياسات تصحيحية منذ الأزمة الآسيوية أدت إلى استعادة ثقة المستثمرين في هذه الأسواق . وقد دعمت هذه السياسات تلك التغيرات التي عرفتها الساحة المالية الدولية كظهور الابتكارات المالية لاسيما عقود المبادلة التي مكنت من توزيع المخاطر و تحسين السيولة مما أدى إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال إليها مصحوبا بمعدلات نمو مرتفعة . إلا أن هذه الأخيرة قد تكون في حد ذاتها وسيلة لنقل عدوى الاضطرابات الاقتصادية الدولية

مقدمة:

إن التحرير المالي أدى إلى تسارع وثيرة تدفق حركة رؤوس الأموال بمعدلات تجاوزت نمو التجارة و الدخل العالميين و أصبحت تحتل نصيباً معتبراً من إجمالي رأس المال الثابت في عدد كبير من دول العالم، وقد أدت تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى ظهور فوائض مالية كبيرة لم تستطع استيعابها الأسواق الداخلية، فراح تبحر عن فرص الاستثمار في الخارج، وكانت الدول الناشئة الوجهة الأساسية لهذه التدفقات لاسيما في سنوات التسعينات إذ بلغت تدفقات رؤوس الأموال

¹ أستاذة مساعدة قسم أ (مكلفة بالدروس) بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير -جامعة الجزائر 3-

مايل hakima1509@hotmail.fr

شرفة حكيمة

الخاصة إلى هذه الدول 190 مليار دولار أمريكي سنة 1996، إلا أن الأزمة التي ضربت دول جنوب شرق آسيا سنة 1997، أدت إلى تراجع هذه التدفقات وخروج رؤوس الأموال من الدول الناشئة.

وفي ظل التغيرات التي شهدتها الساحة المالية الدولي، كظهور الابتكارات المالية وعقود المبادلة، اعتمدت الدول الناشئة سياسات تصحيحية وهيكلية أدت إلى تحسين البيئة الاقتصادية وتوازن أفضل في تركيبة تدفق رؤوس الأموال من خلال تحسين هيكله المديونية، زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وتنويع فرص التمويل، إلا أن هذا التدفق المتزايد لرؤوس الأموال الخاصة كان في حد ذاته سببا في نقل عدوى الإختلالات الخارجية عند تدهور الأوضاع الاقتصادية العالمية.

فكيف إذا للدول الناشئة أن تعظم من إيجابيات تدفق رؤوس الأموال الخاصة إليها؟ وكيف عليها أن تحد من مخاطرها؟ ما هي العوامل الدافعة لتدفق رؤوس الأموال؟ وما هي آثارها على اقتصاديات الدول الناشئة؟ وما هي العبر والدروس التي يمكن للدول الناشئة استخلاصها من هذه الأزمة؟ وما هي السياسات التي يمكن أن تحد من سلبيات تدفق رؤوس الأموال إليها؟

عرف تدفق رؤوس الأموال الخاصة اتجاه الدول الناشئة تراجعاً بسبب تفاقم الأزمة المالية الدولية، فبعدما بلغت حصة هذه التدفقات ما قيمته 1.2 بليون دولار في 2007 انخفضت إلى 649 مليار دولار أمريكي سنة 2008 وإلى 435 مليار دولار أمريكي سنة 2009 وإلى أدنى من ذلك سنة 2010 أي 339.6 مليار دولار أمريكي.¹

وقد مس هذا التراجع الدول الناشئة بنسب مختلفة حيث كانت الدول الأوروبية الناشئة الأكثر تأثراً مقارنة بغيرها غير أن معظم الدول النامية تمكنت من جلب رؤوس الأموال الخاصة إليها في الثلاثين الثاني والثالث من سنة 2009 حيث بلغت ما قيمته 243.2 مليار دولار أمريكي، وبالرغم من أن تدفقات رؤوس الأموال الخاصة واصلت الارتفاع سنة 2010 إلا أنها تبقى أقل بكثير من تلك التي عرفتتها سنة 2007، أي ما يعادل نصف هذه التدفقات (الشكل 1) وحسب تقديرات البنك العالمي فإنه من المنتظر أن تراجع أكثر سنة 2011 لتبلغ ما قيمته 301.1 مليار دولار أمريكي.²

وازدادت مخاوف العديد من الدول الناشئة من تزايد وتيرة تدفق رؤوس الأموال إليها لما لذلك من أثر على الاستقرار المالي وعلى أسعار الصرف، فراحت تفكر في وضع إجراءات لمراقبة رؤوس الأموال فقد تمكنت هذه الدول من استخلاص العبر والدروس من الأزمة الآسيوية فقامت بالعديد من الإصلاحات على مستوى الاقتصاد الكلي واعتمدت برامج الإصلاح الهيكلي وهذا ما أدى إلى تدفق حصة كبيرة من رؤوس الأموال إليها. حيث قامت بعض الدول بتطهير المالية العمومية والأخرى استهدفت التضخم ومنها من قامت بتخفيض الرقابة على الصرف وجمع احتياطات صرف مهمة بهدف تفادي عجوزات كبيرة في حساباتها الجارية. وقد كانت هذه الإجراءات سريعة مما أدى بالمستثمرين إلى استعادة ثقتهم بأسواق الدول الناشئة، وتحسن هيكله المديونية بفضل تمديد آجال الاستحقاق واللجوء إلى السوق الداخلي للاقتراض بدلا من السوق الخارجي. وازداد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في إجمالي تدفقات رؤوس الأموال الصافية، وزادت فرص الدول الناشئة إلى الدخول إلى أسواق القروض الدولية.

وقد تم تدعيم هذه السياسات بفضل التغيرات التي عرفتتها لساحة المالية الدولية كظهور الابتكارات المالية نتيجة التوتر الذي اتسمت به أسواق الصرف الأجنبي وأسعار الفائدة على إثر نظام التعويم ناهيك عن المنافسة الحادة بين المؤسسات المالية التي تسهم بدورها في ظهور هذه الأدوات لاسيما عقود المبادلة (SWAP) والتي مكنت من تجزئة المخاطر

شرفة حكيمة

وتحسين السيولة³. هذه العوامل كان لها دورا في زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى الدول الناشئة مما أدى إلى تحسن اقتصادها وارتفاع معدلات نموها الشيء الذي مكنتها من التصدي للأزمات التي تبعت الأزمة الآسيوية مقارنة بالدول المتقدمة. إن هذه العوامل التي ساهمت في جلب تدفق رؤوس الأموال هي نفسها التي أدت إلى انتقال عدوى الاضطرابات الاقتصادية الدولية. إذ أن تحرير حركة رؤوس الأموال وحساب رأس المال في العديد من الدول يؤدي إلى خروج رؤوس الأموال في حالة سوء الظروف الاقتصادية بوثيرة أكبر من تلك التي تتدفق بها في حالة الاستقرار الاقتصادي. وإن كانت بعض الدول الناشئة لا تخشى عدوى الاضطرابات بسبب انتهاجها لسياسات تحقيق الاستقرار الاقتصادي وامتلاكها لمؤسسات قوية، فإن العديد منها عرضة للاضطرابات الخارجية. وتعد الدول التي تعاني من عجوزات مهمة في حساباتها الجارية أكثر تأثرا بالتغيرات المفاجئة لتدفق رؤوس الأموال من تلك التي تتمتع باحتياطات صرف معتبرة ولا تعاني من عجز في حساباتها الجارية. كما أن توسيع إجراءات الدعم للدول النامية مثل عطف القرض القابل للتحويل الذي يمنحه صندوق النقد الدولي زاد من ثقة المستثمرين في أسواق الدول الناشئة⁴. إن تدفق رؤوس الأموال إلى الدول النامية يمكن أن يمنحها والنظام المالي الدولي ميزات اقتصادية كبيرة شريطة أن يتم تسييرها بطريقة فعالة وأن تسمى السلطات المحلية للدول النامية لخلق بيئة اقتصادية مناسبة لهذه التدفقات لمواجهة التغيرات والتحديات التي يعرفها المحيط الاقتصادي العالمي.

أولا: تطور تدفق رؤوس الأموال إلى الدول الناشئة:

انخفض مجموع التدفقات الرأسمالية الصافية إلى الدول النامية خلال سنة 1998 نتيجة الأزمة التي ضربت جنوب شرق آسيا حيث بلغت هذه التدفقات 99 مليار دولار واستمرت في الانخفاض إلى غاية سنة 2000 حيث وصلت إلى 64 مليار، ونظرا للتحسن الذي طرأ على اقتصاديات الدول الناشئة نتيجة لإصلاحات الاقتصاد الكلي التي انتهجتها هذه الدول عرف تدفق رؤوس الأموال ارتفاعا نحو هذه الأخيرة نتيجة للتفاؤل في تقدير احتمالات الربح والعائد للمقرضين مقارنة بالعائد في أسواق المال للبلدان المتقدمة.

وفي الفترة الممتدة بين 2002 - 2007 تضاعفت تدفقات رؤوس الأموال باتجاه الدول الناشئة بـ 5 مرات لتصل إلى 1.2 بليون دولار⁵. أي بمستوى أكبر من ذلك المسجل قبل أزمة آسيا وروسيا. بتحليل هذه المعطيات يظهر لنا جليا أن تدفقات رؤوس الأموال قد ارتفعت خلال هذه الفترة بجميع أشكالها ويعود ذلك إلى أن الدول الناشئة تمكنت من استخلاص العديد من العبر من الأزمات السابقة لاسيما الآسيوية وذلك من خلال السياسات التي اعتمدها على مستوى الاقتصاد الكلي من ذلك:

- تظهير المالية العمومية.
- محاربة التضخم.
- تخفيض نظام الصرف.

وهذا ما مكنتها من تجميع احتياطات صرف معتبرة و تفادي عجز حسابها الجاري ومن ثم كسب ثقة المستثمرين وتحسين هيكله مديونيتها، حتى أنها أصبحت تلجأ إلى السوق الداخلية للاقتراض بدلا من اللجوء إلى الأسواق الخارجية.

شرفة حكيمة

وقد بلغت الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصافية لفترة ما بين 2003 و 2008 متوسط 283.5 مليار دولار أمريكي. أما استثمارات المحفظة التي تأثرت بالتقلبات الاقتصادية بلغت سنة 2006 - 36.9 مليار دولار أمريكي ثم عادت لترتفع إلى 86.9 مليار دولار سنة 2007. أما عن التدفقات البنكية الصافية باتجاه الدول الناشئة فقد ارتفعت في الفترة ما بين 2003 - 2007 لتصل إلى 366 مليار دولار أمريكي. غير أن هذه العوامل التي ساهمت في تحسين وضعية هذه الدول وزادت من تدفق رؤوس الأموال الصافية إلى الدول الناشئة هي نفسها العوامل التي زادت من مخاطر العدوى وانتقال الأزمة من الدول الصناعية إلى هذه الدول، وقد كان لهذه الأزمة آثارا كبيرة على تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الصافية إلى الدول الناشئة، حيث انخفضت إلى 184.4 مليار دولار سنة 2008 مقابل 696.5 مليار دولار سنة 2007. بما فيها استثمارات المحفظة التي انتقلت إلى 82.5 مليار دولار. وقد كانت دول أوروبا الأكثر تضررا بسبب خروج رؤوس الأموال منها في أكتوبر 2008 ومارس 2009.

بالرغم من تحسن تدفق رؤوس الأموال الخاصة سنة 2009 والتي بلغت 234.8 مليار دولار، إلا أنها تبقى منخفضة لأنها لا تمثل إلا ثلث ما بلغت سنة 2007، وقد تركز الجزء الأكبر لهذه التدفقات في دول آسيا الناشئة بقيمة 161.8 مليار دولار، أما استثمارات المحفظة فقد عرفت ارتفاعا سنة 2009 لتراجع سنة 2010 إلى 348 مليار دولار أمريكي ومن المنتظر أن تستقر في سنة 2011، غير أنها تبقى بعيدة عن المستويات التي عرفتها سنة 2007.

يعتبر تدفق رؤوس الأموال العامة الصافية ضعيفا مقارنة بتدفق أصناف رؤوس الأموال الأخرى، كما أنها تتركز في أوروبا الوسطى والشرقية وقد تراجعت كثيرا في السنوات الأخيرة بسبب مشكلة السيولة الدولية حيث انتقلت من 15.3 مليار دولار سنة 2002 إلى 94.8 مليار دولار سنة 2008، لترتفع سنة 2009 إلى ما قيمته 84.6 مليار دولار أمريكي وتعود إلى تقريبا نصف هذه القيمة سنة 2010 (40.2 مليار دولار أمريكي)⁶.

ثانيا : أسباب ودوافع تدفق رؤوس الأموال :

إن زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى الدول الناشئة منذ بداية التسعينات يعود إلى عدة عوامل منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي⁷،

فعلى المستوى الداخلي تحسنت العلاقة بين المخاطر والعائد وذلك بفضل:

- إعادة هيكلة الديون الخارجية مكن العديد من الدول الناشئة من تحسين سيولتها.
- برامج التصحيح الهيكلي وثقة المستثمرين في السياسات الاقتصادية الكلية التي انتهجتها هذه الدول والنتائج الإيجابية التي أتت بها أدت إلى زيادة الإنتاجية.
- الدول التي اعتمدت سعر صرف ثابت أصبحت أكثر جاذبية لرؤوس الأموال الأجنبية باعتبار أن هذا النظام يحمي المستثمرين من تقلبات أسعار الصرف على الأقل على المدى القصير. أما على المستوى الخارجي هناك عدة عوامل منها ما هو دوري ومنها ما هو هيكلي، ففي بداية التسعينات لعبت العوامل الدورية لاسيما انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية العالمية دورا فعالا في استقطاب المستثمرين إلى الدول الناشئة، أما العوامل الهيكلية فيبدو أنها هي التي أدت إلى استمرار تدفق رؤوس الأموال إلى هذه الدول باعتبار أن انخفاض أسعار الفائدة لم يدم طويلا، ناهيك عن الأزمة المكسيكية

شرفة حكيمة

التي عرفت سنة 1994 و1995 إذ بدأت هذه القوى الخارجية تعمل في ظل متغيرين أساسيين عرفتهما الدول المصدرة لرؤوس الأموال في هياكلها المالية والتي زادت من تحفيز توظيف رؤوس الأموال الخاصة خارج هذه الدول.

يتمثل المتغير الأول في تدني تكلفة الاتصالات، المنافسة الشديدة وارتفاع التكاليف في الأسواق الداخلية الأمر الذي دفع مؤسسات الدول المصنعة لزيادة إنتاجها في الخارج لرفع من فعاليتها ومردوديتها.

أما المتغير الثاني فيتمثل في كون المستثمرون التأميسيون مهيين أكثر لتوظيف رؤوس أموالهم في الأسواق الناشئة لعدة أسباب منها:

- ارتفاع مستويات العائد على المدى الطويل.
- إمكانية تنويع وتقليل المخاطر التي تمنحها تنويع المحفظة التالية.
- تحرير حساب رأس المال.

ثالثا: أسباب خروج رؤوس الأموال:

عرفت بعض الدول الناشئة خروجاً لرؤوس الأموال بكميات كبيرة حتى في السنوات ما قبل التسعينات حيث يغير المستثمرون اتجاه استثماراتهم بسبب بعض السياسات الاقتصادية الكلية الداخلية التي تؤدي إلى زيادة عملية المضاربة على العملة وتحسن قيمتها وبالتالي عجز الميزان الجاري ومن ثم عجز ميزان المدفوعات. يمكن كذلك لهذه الاضطرابات أن تكون وليدة لضعف النظام المالي وبعض العوامل التي تنقص من مصداقية السياسات الاقتصادية الكلية التي تتخذها الدول، ففي حالة ضعف القطاع البنكي بإمكان الحكومة أن تلجأ إلى تخفيض قيمة العملة بدلا من رفع أسعار الفائدة، كما أن كون القطاع العمومي يتمتع بملاءة جيدة فإن هذا لا يمنع تعرضه إلى بعض أزمات السيولة قصيرة المدى إذا أظهر أصحاب الديون ترددا في تمويل ديون الدولة قصيرة الأجل. إن التكامل الاقتصادي وتربط الأسواق المالية وعدم كفاءتها في بعض الدول نتيجة لعدم توفر المعلومات بصفة متجانسة ومتناظرة - لما لهذه الأخيرة من أهمية في صياغة قرارات المستثمرين لاسيما على صعيد الاستثمار بالأوراق المالية - يخلق نوعا من التشاؤم على التوقعات المستقبلية وبالتالي فإن احتمال الإصابة بالأزمة يرتفع⁸، وما يزيد من رفع هذا الاحتمال هو:

- الاتفاقيات التجارية والضغطات التي تمارس على أسعار الصرف.
- انهيار عملة بلد ما يمكن أن يشكل إنذارا للمستثمرين ويجعلهم يشككون في استقرار دول أخرى.
- تزايد العولة المالية وتربط الأسواق المالية يسمح بنقل الأزمات من دولة إلى أخرى.
- إن إمكانية تسيير السيولة التي تمنحها رؤوس الأموال الجماعية للتوظيف *Fonds communs de placement* يمد دافعا لانتقال عدوى الاضطرابات من بلد إلى آخر حيث يضطر المستثمرون اللذين تراكمت ديونهم إلى التخلي عن أصولهم التي انهارت قيمتها بسبب عدم كفاءة السوق وعدم الإفصاح المالي عن المعلومات.

رابعا: آثار ونتائج تدفق رؤوس الأموال:

شرفة حكيمة

لا يمكن إنكار وجود إيجابيات لتدفق رؤوس الأموال إلى اقتصاديات الدول الناشئة إلا أن هذه التدفقات الكثيرة قد تخلق بعض الصعوبات وقد أظهرت الأزمة الآسيوية سنة 1997 كيف يمكن لحركة رؤوس الأموال أن تؤثر على المتغيرات الاقتصادية الكلية.

وخلال السنوات التي سبقت الأزمة عرفت أسعار الصرف تحسنا محسوسا نتيجة للتدفق المتزايد لرؤوس الأموال ولتوفر السيولة في العالم مما أدى إلى ارتفاع سعر الأصول. إن التوقف المفاجئ وتراجع تدفق حركة رؤوس الأموال صاحبه تدهورا في قيمة العملات والمخيار أسعار الأصول وتراجع النشاط الاقتصادي.

وإذا أمعنا النظر نجد أن هناك أوجه تشابه واختلاف بين الأوضاع الاقتصادية للدول الناشئة قبل الأزمة الأخيرة ووضعيتها عشية الأزمة الآسيوية لسنة 1997 ومن بين أوجه التشابه الضغط الذي عرفت أسعار الصرف ، وفرة السيولة في الأسواق العالمية (إلى غاية سنة 2007) والارتفاع الشديد في سعر الأصول.

أما فيما يتعلق بأوجه الاختلاف نجد أنها متعددة ذلك أن العديد من الدول النامية قد استخلصت الدروس من الأزمة الآسيوية وأصبحت أكثر قدرة على التأقلم مع اضطرابات النظام المالي وذلك لأن⁹:

- سلطات هذه الدول خفضت من عجز الموازنة العامة و أقامت إطارا متينا للسياسات النقدية.
- تحسن النمو الاقتصادي الذي نتج عن اعتماد سياسات صارمة في تسيير المؤسسات أدى إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى الدول الناشئة.
- العديد من الدول الناشئة مثل الصين، روسيا، الهند، كوريا الجنوبية، البرازيل كونت احتياطات صرف كافية.
- نصيب تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة أكبر من تدفق الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (استثمارات المحفظة) وهذا ما يقلل من إمكانية التغير المفاجئ لاتجاه تدفق رؤوس الأموال.
- إن زيادة تدفق حركة رؤوس الأموال إلى الدول الناشئة ساهم في محافضة هذه الدول على فائض في حسابها الجاري.
- هذه العوامل جعلت العديد من الدول الناشئة أكثر قدرة على التصدي للأزمات.

خامسا: خصائص تطور تدفق رؤوس الأموال إلى الدول الناشئة:

إن التغيرات التي شهدتها الدول الناشئة في السنوات الأخيرة على مستوى الاقتصاد الكلي ساهمت في تغيير هيكلية

وتكوين تدفق رؤوس الأموال على ثلاث مستويات.

- عرف سوق الاقتراض في الدول الناشئة تحولات هيكلية.
- تطور سوق الأوراق المالية في هذه الدول وزيادة حجم الإصدار الدولي للأوراق الخاصة.

1- التحولات الهيكلية في سوق الاقتراض للدول الناشئة:

عرف سوق الدول الناشئة للاقتراض بعض التحولات أهمها:

- تنامي الأسواق المحلية للأوراق المالية (أدوات القرض).

التي كانت بمثابة نقطة انطلاق لبرنامج الإصلاحات. وقد تمكنت العديد من الدول الناشئة في السنوات الأخيرة من زيادة إصدارها على طول طريق الحرير، وتحسين من جودة مدينتها، وتحسين وصولها إلى الأسواق العالمية. وقد استفادت هذه الدول من الظروف الملائمة المادية الجيدة التي سادت العالم قبل سنة 2007 لحصولها على التمويل اللازم. وقد تمكنت العديد من الدول الناشئة من زيادة إصدارها على طول طريق الحرير، وتحسين من جودة مدينتها، وتحسين وصولها إلى الأسواق العالمية. وقد استفادت هذه الدول من الظروف الملائمة المادية الجيدة التي سادت العالم قبل سنة 2007 لحصولها على التمويل اللازم.

- የፍትሕ ስርዓት ማረጋገጥ
- የሕግ ማስፈጸም

شركة حكيمه

على حساب قروض بمعدلات فائدة ثابتة حيث بلغت الأولى 2 % من الإصدارات الإجمالية سنة 2008 بعدما كانت تصل سنة 1994 إلى نسبة 50 %، ذلك لأن الدراسات بينت أن الدول التي تلجأ إلى قروض قصيرة الأجل وبمعدلات متغيرة تكون أكثر تأثراً بارتفاع أسعار الفائدة وهذا ما يؤدي بدوره إلى آثار أخرى؛ كأن تضطر الحكومة إلى رفع الضرائب لتتمكن من مواجهة التزاماتها المالية ومن هنا تظهر أهمية تمديد آجال الدين واللجوء إلى أسعار فائدة ثابتة.

ج- الابتكارات المالية (مشتقات القرض)

أصبح المستثمرون في السنوات الأخيرة يهتمون كثيراً بمشتقات القرض في الدول الناشئة لاسيما عقود المبادلة لأنها إحدى أدوات التغطية ضد المخاطر، وتعرف هذه العقود بأنها سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ ويتم تسويتها على فترات دورية¹² وحسب التقديرات فإن هذه العقود أصبحت تمثل حصة كبيرة من القيمة الاسمية لسندات القرض التي تصدرها اقتصاديات الدول الناشئة في الأسواق الدولية.

إن النمو المتسارع الذي عرفته الدول الناشئة في السنوات العشر الأخيرة صاحبه تطوراً سريعاً في أسواق الأوراق المالية المحلية حيث ارتفع مؤشر MSCI¹³ تقريباً بـ: 170 % للفترة ما بين 2004 و2008 بالرغم من الاضطرابات التي عرفتها الأسواق المالية حيث جلب عدد كبير من المستثمرين وزاد من تدفق استثمارات المحفظة في شكل إسهامات لتصل إلى أقصى مستوياتها بـ: 753 مليار دولار سنة 2006 لتراجع هذه التدفقات مع بداية الأزمة.

وقد كان لهذه التدفقات آثاراً إيجابية على مؤسسات الدول الناشئة منها:

- تخفيض تكلفة رأس المال وتوسيع المؤسسات التي تخضع إلى بعض المعايير المالية.
- زيادة السيولة في الأسواق الناشئة وتقوية النظام المالي لهذه الدول.

وحسب بعض الدراسات مثل تلك التي قام بها " ليفين و زيرفوز " LEVINE et ZIRVOS سنة 1998 يظهر أن هناك ارتباطاً بين زيادة السيولة في أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.¹⁴ لقد شهدت أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة في بداية التسعينات مجموعة من الإصلاحات بهدف جلب المستثمرين المحليين والأجانب هذه الإصلاحات حسنت من شروط المنافسة في الأسواق وزادت من ثقة المستثمرين حيث تمكنت هذه الدول من وضع أطراً قانونية متينة وخفضت من تكلفة المعلومات وحسنت من كفاءة الأسواق المالية. أتاحت أسواق الأوراق المالية للمؤسسات المحلية مساحة واسعة تتماشى ومساهماتها المتنامية في المعاملات التجارية الدولية حيث تمكنت هذه المؤسسات من تحريك رؤوس الأموال في أسواق الأوراق المالية بفضل عدة عوامل منها:

- تحسين طرق التسيير المعتمدة الشيء الذي مكنتها من الحصول على تمويل بتكلفة أقل - ذلك لأن المؤسسات التي تعاني من سوء التسيير تدفع علاوة المخطر وهذا ما يثقل من تكلفة القرض.
- اعتماد بعض الدول النامية قوانين حماية المساهمين الأقلين وإنشاء هيئات لتطبيق هذه القوانين.
- يختلف تدفق رؤوس الأموال غير المباشرة (استثمارات المحفظة) لاقتصاديات الدول الناشئة من دولة إلى أخرى ويمكن تفسير هذا الاختلاف بالسياسات التي تتخذها كل دولة إزاء حساب رأس المال، حيث أن تحقيق القواعد الخاصة باستثمارات المحفظة مقارنة بما كانت عليه سنة 1990 في ظل تحسين معدلات النمو جعل هذه الدول قبلة للمستثمرين

شرفلة حكيمة

الأجانب حيث بلغ تدفق استثمارات المحفظة سنة 2007، 86.9 مليار دولار وتراجع سنة 2008 إلى 82.5 مليار دولار وحسب تقديرات البنك العالمي فإن هذه التدفقات ستستقر سنة 2011 في 32.2 مليار دولار¹⁵

- وبلغت حصة دول آسيا في هذه التدفقات حصة الأسد بـ 67.3 مليار دولار 2007 و 35.8 مليار دولار سنة 2009 و 24.0 مليار دولار سنة 2010، وقد تم تدعيم عملية إصدار السندات بواسطة المؤسسات التأسيسية بينما كان نصيب أوروبا الوسطى والشرقية منخفضا بسبب التسيير السيئ للمؤسسات وتخوف السلطات من هروب رؤوس الأموال، حيث لم تبلغ هذه التدفقات إلى 7.6 مليار دولار سنة 2009 بعدما كانت سنة 2007 و 2008 تقدر بـ 3.2 و 9.5 مليار دولار على الترتيب¹⁶

2- اقتراض المؤسسات من الأسواق الدولية:

لقد زاد اقتراض المؤسسات والهيئات المالية للدول الناشئة من الأسواق الدولية في السنوات التي سبقت الأزمة. إن إمكانية المؤسسات المغلقة في الدول الناشئة من عرض سندات في الأسواق الدولية منح لها فرصة تنويع مصادر تمويلها، تمديد أجال الاقتراض والتخفيض من تكلفة القرض وذلك باستعمال أدوات مالية حديثة مكنتها من التسيير الجيد للمخاطر وتحسين السيولة.

إن دخول مؤسسات الدول الناشئة إلى الأسواق المالية الدولية يفتح المجال للمؤسسات الصغيرة هي الأخرى ليكون لها نصيبا من هذه التمويلات ففي الأول تكون تكلفة القرض مرتفعة بسبب ارتفاع تكلفة المعلومات وبمجرد اهتلاك هذه التكاليف الأولى- بسبب تزايد عدد المقترضين أي زيادة الطلب- تنخفض التكلفة الحدية لعمليات الاقتراض ومن ثم تنخفض تكلفة التمويل بالنسبة لكل المقترضين.

إن سلامة اقتصاديات الدول الناشئة ومواصلتها لعملية التحرير المالي في ظل تحسين تسيير المؤسسات زاد من إصدار السندات (كما في ذلك إصدار الهيئات المالية) بغرض الحصول على التمويل الخارجي. حيث وصل حجم هذا الإصدار إلى 92 % من إجمالي الإصدارات للفترة الممتدة ما بين 1995-2007 على حساب السندات الحكومية. ويعود تراجع هذا النوع من الإصدارات إلى:

- تقليل النفقات مما مكن من تخفيض نسبة الدين العمومي إلى الناتج الداخلي الخام وإجراء تخفيضات مهمة على الرأسمال في السندات الحكومية.
- كما أن أغلب الدول الناشئة سددت حصة معتبرة من ديونها الحكومية الخارجية واتجهت نحو أسواق سندات الاقتراض.
- وعموما فإن لجوء مؤسسات الدول الناشئة بصفة متزايدة إلى الأسواق الدولية ناتج عن عاملين أساسيين هما:
- طموح المستثمرين المتزايد إلى تعظيم العائد وتنويع توظيفاتهم.
- خصوصية المؤسسات العمومية.
- وضع سياسات الإصلاح الكلي، وتخفيف سلطات بعض الدول الناشئة لشروط تدفق رؤوس الأموال.

شرفة حكيمة

إن اعتماد الدول الناشئة على التمويل الأجنبي يمكن أن تكون له أثارا سلبية على المدى الطويل خاصة مع زيادة نشاطها على المستوى العالمي حيث يجعلها أكثر تأثرا بأسعار الصرف وأسعار الفائدة وإلى استنزاف مصادر التمويل الدولية مثل ما حدث خلال الأزمة الأخيرة.

سادسا: العبر التي يمكن للدول الناشئة استخلاصها من الأزمة المالية 2007-2009:

إن التحولات التي شهدتها أسواق حركة رؤوس الأموال زادت من قوة بعض الدول الناشئة في مواجهة الأزمات ، كما أن التطور السريع للتبادلات التجارية في العشرية الأخيرة واندماج الدول الناشئة في النظام المالي العالمي جعل بعض منها أكثر تأثرا بعدوى الاضطرابات الاقتصادية عند تدهور الظروف الاقتصادية العالمية. إلا أن الدول التي اعتمدت سياسات الإصلاح الكلي والمالي تمكنت من تفادي عدوى الأزمة الشيء الذي سمح لها مواصلة النمو.

عموما يمكن القول أن اقتصاديات الناشئة تمكنت من التصدي ومواجهة العاصفة المالية الأخيرة مقارنة بالأزمات الأخرى، حيث واصلت رؤوس الأموال تدفقها إلى هذه الدول إلى غاية انهيار بنك الاستثمار الأميركي الإخوة ليهمان « LEHMAN BROTHERS »¹⁷ في سبتمبر 2008.

إن هذه الدول استمدت قوتها من التطبيق الجيد للسياسات التي اعتمدها لمكافحة التضخم والمرونة المتزايدة لأسعار الصرف والتحكم في المالية العمومية بالإضافة إلى ارتفاع احتياطات صرف (الشكل 3) وهذا ما أبقى ثقة المستثمرين في أسواق هذه الدول.

كما أن تخفيض عجز الموازنة وعجز الحساب الجاري يمكن أن يقلل من الضغط المالي على الاقتصاد وبالتالي عودة تدفقات رؤوس الأموال إلى حركتها العادية.

تلعب تركيبة رؤوس الأموال أهمية بالغة في درجة تأثر الدول بالاضطرابات الخارجية، حيث أن الدول التي تسيطر فيها حصة الاستثمار الأجنبي المباشر على أشكال التدفقات الأخرى إليها قليلا ما تأثرت بالأزمة الأخيرة حيث استمر تدفق رؤوس الأموال المباشرة إليها بالرغم من بعض التراجع الذي حدث في الأشهر الأولى من سنة 2009 إلا أنها تبقى معتبرة مقارنة بما حدث في دول آسيا الناشئة نهاية سنة 1997، كما أن الدول التي استفادت أكثر من الاستثمار الأجنبي المباشرة قبل الأزمة المالية الأخيرة لم تعاني من مشكلة القرض، وما يجدر الإشارة إليه ومثلما يحدث في كل الأزمات أن الفترة ما بين 2007/2009 عرفت ترجعا في تدفق استثمارات المحفظة وفي التدفقات البنكية الصافية وكل الدول التي كانت ترتبط أساسا بهذا النوع من التدفقات عانت من مشكلة ندرة السيولة وانخفضت استثمارات المحفظة في شكل مساهمات مند سنة 2007 عندما تخلى المستثمرون عن أسواق الدول الناشئة الأقل سيولة، أما عن التدفقات البنكية الصافية فإن تراجعها المفاجئ سنة 2008 كان ناتجا عن انخفاض أثر رافعة المديونية، وظهور اتجاه جديد يتمثل في تفضيل الاستثمارات المحلية عن الاستثمارات الأجنبية وانخفاض القروض الممنوحة لهذه الدول من قبل البنوك الدولية بسبب مشكلة السيولة الدولية.

سابعا: تأثير الأزمة على مختلف الدول الناشئة:

يمكننا قياس رد فعل المناطق الناشئة إزاء الأزمة من خلال:

- المجهودات المبذولة من طرف كل منطقة للحفاظ على بيئة اقتصادية مستقرة.
- تركيبة رؤوس الأموال المتدفقة إليها.

1- أمريكا اللاتينية:

تمكنت العديد من الدول في أمريكا اللاتينية من امتصاص الصدمات الخارجية ويعود ذلك إلى:

- التحسن المستمر في الأرصدة الجارية وفي معدلات التبادل.
- انخفاض حجم الدين العمومي الخارجي بالنسبة إلى الناتج الداخلي الخام.
- زيادة احتياطات الصرف الدولية وإصلاح النظام المالي.
- اعتماد مجموعة من دول أمريكا اللاتينية على نظام صرف متغير قليل من آثار الصدمة بسبب تدهور قيمة العملة.
- تراجع التدفقات البنكية منذ عشر سنوات قبل الأزمة جعل من أمريكا اللاتينية أقل تخوفا وتأثرا بالأزمة البنكية بل أصبح يعد تدفق رؤوس الأموال المتزايد إلى هذه الدول مصدرا لتخوفها إذ نجد أن البرازيل وضعت بعض الإجراءات للحد من تدفق رؤوس الأموال إليها.

2- دول آسيا الناشئة:

كان تأثر دول آسيا الناشئة بالأزمة الأخيرة (2007-2009) أقل من تأثرها بالأزمات السابقة، فبالرغم من تراجع تدفق استثمارات المحفظة في شكل مساهمات وتدفق القروض البنكية وبالإضافة إلى انخفاض ديون البنوك المتقدمة على دول آسيا الناشئة تبقى هذه المنطقة أقل تأثرا بالأزمات البنكية العالمية.

فبعدما ارتفعت تدفقات رؤوس الأموال الصافية سنة 2007 وبلغت قمته 190 مليار دولار تراجعت بصورة كبيرة سنة 2008 لتبلغ 38.4 مليار دولار ولكن سرعان ما قفزت إلى 161.8 مليار دولار سنة 2009 و 135.4 مليار دولار سنة 2010،¹⁸ مما أدى إلى تنامي سريع في أسواق الأوراق المالية وتخشي هذه الدول من أن تبتعد أسعار الأصول عن قيمتها الحقيقية والأساسية إذا زاد تدفق رؤوس الأموال بسرعة كبيرة. إن ارتفاع مستوى احتياطات الصرف ساهم كذلك في التقليل من الصدمة كما أن فوائض الميزانية مكن السلطات من وضع برامج للتطور الاقتصادي، وقد مكن انخفاض مستوى التضخم البنوك المركزية للعديد من الدول من تخفيض أسعار الفائدة، ولسلامة وصحة النظام البنكي فإن أغلب دول آسيا لم تكن من التطبيق الفعال لبعض الإجراءات التي تهدف إلى دعم الأسواق الداخلية و عرض القروض، مما ساهم في توفير السيولة بالعملات المحلية وتخفيض أو استقرار معدلات الفائدة ما بين البنوك.

3- دول أوروبا الوسطى والشرقية:

إن النمو الاقتصادي الذي عرفته دول أوروبا الناشئة منذ عشر سنوات تم عن طريق التوسع في القروض والذي أصبح ممكنا بفضل التمويل الخارجي مما أدى إلى ارتفاع حجم المديونية الخارجية مثل ما حدث أثناء الأزمة الآسيوية سنة 1997، حيث زادت عجوزات الحساب الجاري في ظل تزايد الاستهلاك الخاص في بعض الدول مثل روسيا، صربيا، بلغاريا، والبوسنة.

شرقة حكيمة

ازدادت حقوق بنوك الدول المتقدمة لدى دول أوروبا الناشئة حيث أصبحت تقارب 50% من الناتج الداخلي الخام أي تقريبا ثلاثة أضعاف تلك التي عرفتها دول آسيا وأمريكا اللاتينية الناشئة وهذا ما يجعلها أكثر تأثرا بالأزمات البنكية الخارجية وأصبح تسديد القروض يطرح إشكالا كبيرا بالنسبة لهذه الدول بسبب:

- عدم توفر السيولة لدى البنوك.
 - قصر مدد استحقاق القروض وتزايد القروض البنكية الموجهة للقطاع الخاص.
 - اعتماد هذه الدول على سعر صرف ثابت لا يعمل على استعادة التوازن إلى الاختلالات الخارجية ذلك لأن التعديل يعتمد أساسا على آليات داخلية مثل سياسة الموازنة، ناهيك عن أن سياسات الإصلاح التي اعتمدها دول أوروبا الوسطى والشرقية لم تكن قوية مقارنة بتلك التي اعتمدها دول آسيا الناشئة ودول أمريكا اللاتينية وما زاد من انتقال هذه العدوى انضمام بعض هذه الدول مثل رومانيا وبلغاريا إلى الوحدة الأوروبية مما جعلها أكثر تأثرا بالاضطرابات التي حدثت في دول العربية ويظهر ذلك من خلال :
 - تدهور قيمة العملات، هروب رؤوس الأموال، تراجع مفاجئ للصادرات واستمرار عجز الحسابات الجارية. واضطرت المجر في أكتوبر 2008 إلى الاستعانة بصندوق النقد الدولي والوحدة الأوروبية بطلب قرض قيمته 20 مليار أورو ثم تبعتها دول أخرى مثل ليتوانيا في ديسمبر 2009 وما لطا.
- تمكنت دول أوروبا الوسطى والشرقية من التقليل من آثار هذه الاختلالات بفضل تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الوافدة من دول أوروبا الغربية ومن خلال شراء مؤسسات هذه الدول من قبل صناعي وشركات التأمين وأصحاب البنوك ومتعاملي الهاتف والذين وجدوا في هذه الاستثمارات فرصة للتصدي لمنافسيهم الآسيويين من خلال انخفاض تكاليف الأجور في دول أوروبا الوسطى والشرقية حيث قدرت تكلفة اليد العاملة في بولونيا خمس مرات أقل من تكلفة اليد العاملة في فرنسا وسبع مرات أقل من ذلك في ألمانيا.¹⁹
- إن دول أوروبا الوسطى والشرقية وجدت نفسها في الأزمة بسياسات أقل فعالية من دول أمريكا اللاتينية وآسيا لهذا كانت أكثر تأثرا ويلزمها وقتا أكثر للخروج منها مقارنة بدول ناشئة أخرى.

ثامنا: تسيير الأزمة:

بإمكان الدول الناشئة استخدام بعض السياسات الفعالة للتقليل من المخاطر التي تنقلها تدفقات رؤوس الأموال من بين هذه السياسات ما يلي²⁰

1- السياسة النقدية :

مع استمرار تسارع تدفق رؤوس الأموال وارتفاع تكاليف تطهير الاقتصاد، أخذت الدول تعتمد على مرونة سعر الصرف الاسمي، وفي العديد من الحالات تم تعويض تكلفة تحسين القيمة الحقيقية للعملة المحلية بإجراءات تنظيمية لتدفق رؤوس الأموال بهدف التقليل من حجم التدفقات وتمديد أجالها باعتبار أن الآجال القصيرة هي السبب في انتقال عدوى الأزمة وهروب رؤوس الأموال.

2- سياسة الموازنة:

شرفة حكيمة

يمكن هذه السياسة من تفادي تكاليف السياسات الأخرى (التظهير أو التعقيم) وإن تحمل عمل سعر صرف مرن وهذا ما يحد من التحسن المتواصل في العملة، إلا أن عدد قليل من الدول لجأت إلى سياسة الموازنة لأنها لا تمنح مرونة كافية للتصدي لسلبات تدفق رؤوس الأموال، إلا أن الدول التي اعتمدت هذه السياسة عرفت تدهورا في قيمة عملتها الحقيقية وتسارعا في نموها.

إن تقليص الميزانية يمكن أن يكون له أثرا إيجابيا على الاستقرار في المدى القصير، ففي فترة تدفق رؤوس الأموال يمكنه أن يحمي الإيرادات والتدفقات من أثار الصدمات التي تصيب الاقتصاد الكلي ويمكنها تفادي تعديلات على مستوى الضرائب والإنفاق والذي يمكن أن يعيق تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية.

على العموم فإن السياسات التي اعتمدها الدول قبل الأزمة مكنت العديد من هذه الدول من التصدي للأزمة المالية الأخيرة ومواجهتها إلا أنها لم تمنع من انتقال الضغوطات المالية من الدول المتقدمة إلى الدول الناشئة.

تشكل صناعات التصدير دورا محركا في نمو الدول الناشئة وبالتالي فإن التحسن المتزايد في قيمة العملة والناتج عن الطلب المتزايد عليها بسبب تدفق رؤوس الأموال يمكن أن يقلل من تنافسية هذه الصناعات ومن أجل ذلك قامت سلطات الدول الناشئة لتفادي مخاطر تحسين قيمة العملات المرتبطة بتدفقات رؤوس الأموال بالحفاظ على معدلات فائدة موجهة بمستويات منخفضة حتى في حالة التضخم إذ بإمكان هذه المعدلات أن تخفف من الضغط على العملة وتشجع الاستثمار والطلب المحلي، إلا أن اعتماد بمعدلات فائدة منخفضة يزيد من حدة التضخم ويرفع من حجم القروض ويزيد في سعر الأصول.

إن اندماج الدول الناشئة في النظام المالي العالمي في الفترة الممتدة بين 2002/ 2007 جعلت هذه الدول أكثر تأثرا بالأزمات بالرغم من تغير تركيب تدفق رؤوس الأموال وتضاعفت العلاقات التجارية منذ عشرية سنة حيث بلغت صادرات الدول الناشئة باتجاه الدول المتقدمة ما يقارب 20% من إجمالي الناتج الداخلي الخام سنة 2010 مقابل 10% خلال العشرين التي مضت²¹ وقد أدت هذه الضغوطات إلى انخفاض حصة تدفق رؤوس الأموال الخاصة الصافية (الدين والمساهمات) بالنسبة للناتج الداخلي الخام حيث انتقلت قيمتها من 7% إلى 20% سنة 2010، وهو انخفاض لم تشهده هذه الدول من قبل حتى إثر أزمة أمريكا اللاتينية للنصف الأول لسنوات الثمانينات.

خاتمة:

بالرغم من أن تدفق رؤوس الأموال الخاصة قد عرف تحسنا في النصف الثاني من سنة 2009 إلا أنه لم يصل إلى تلك المستويات التي عرفها قبل الأزمة، حيث أن عدد قليل من الدول الناشئة تمكنت من إصدار سندات في الأسواق الدولية سنة 2009 و2010 كما انخفضت القروض البنكية المتدفقة لهذه الدول خلال السداسي الأول من سنة 2009 وبقيت على نفس الوتيرة إلى غاية نهاية السنة كما عرفت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ترجعا.

لقد عرفت العشرية الأخيرة (2000 - 2010) موجة من التحريرات المالية في الدول الناشئة مما أدى إلى اندماجها المتزايد في النظام الاقتصادي العالمي، نظريا فإن عملية التحرير المالي وفتح حساب رأس المال يؤدي إلى التوظيف الجيد للدخار وتفعيل الاستثمار ومن ثم تحقيق نمو اقتصادي على المدى الطويل، إن الاندماج المتزايد للدول الناشئة في النظام العالمي كانت له آثارا اقتصادية مرغوبة إلا أنه ساهم في نشر ونقل الآثار الناتجة عن تدهور الأوضاع الاقتصادية

شرفة حكيمة

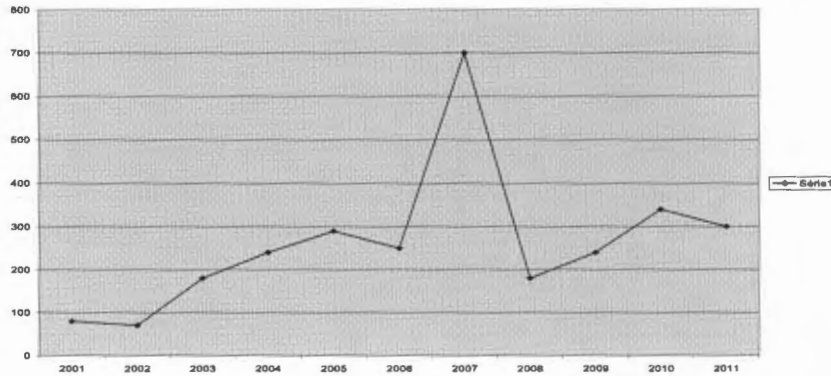
العالمية، وبالرغم من اعتماد الدول الناشئة سياسات اقتصادية كلية أكثر مما قامت به في الأزمات السابقة إلا أنها تبقى معرضة للاضطرابات الخارجية.

إن الأزمة العالمية الأخيرة أظهرت أن التحرير المالي يمكن أن ينتج عنه نتائج وخيمة على الاقتصاد إذا لم تتبعه إجراءات مراقبة ملائمة مثل:

- وضع نظام صارم لإزاء الهيئات المالية.
- خفض عجز الموازنة العامة للدولة إلى حدود معقولة
- تكوين احتياطات دولية كافية.
- تطوير سوق الأوراق المالية.
- التحكم في حجم المديونية الخارجية وفي التضخم .
- الإبقاء على سعر صرف منخفض.

بعض الدول حاولت فرض رقابة على عمليات رأس المال، هذا الإجراء يمكن أن تكون له آثارا إيجابية على المدى القصير إلا أنه يمكن أن يقلل من قدرة الدول على استقطاب رؤوس الأموال ويؤدي إلى اختلال في الاقتصاد الكلي على المدى الطويل ومهما كانت السياسات التي تتخذها الدول لتحسين من فعالية تدفق رؤوس الأموال إليها إلا أنها تبقى عرضة للاضطرابات الخارجي

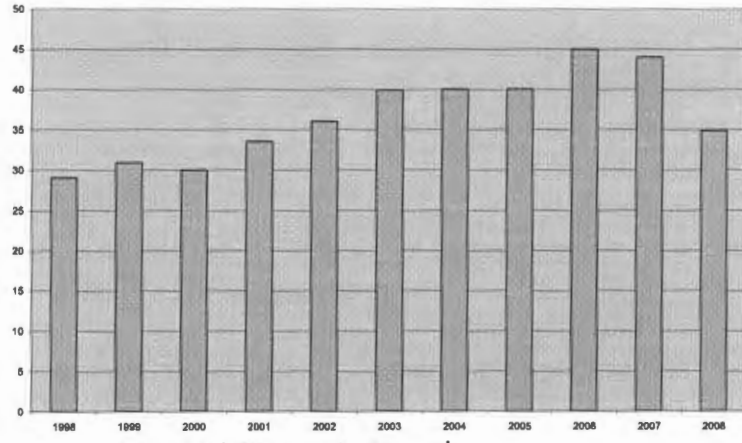
الشكل (1) : التدفقات الصافية لرؤوس الأموال في الدول الناشئة والنامية بمليارات الدولارات للفترة 2001-2011.



تشمل : تدفقات صافية لرؤوس الأموال الخاصة (بما فيها الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة المالية وتدفقت صافية لرؤوس أموال خاصة أخرى) تدفقات صافية لرؤوس الأموال العامة.

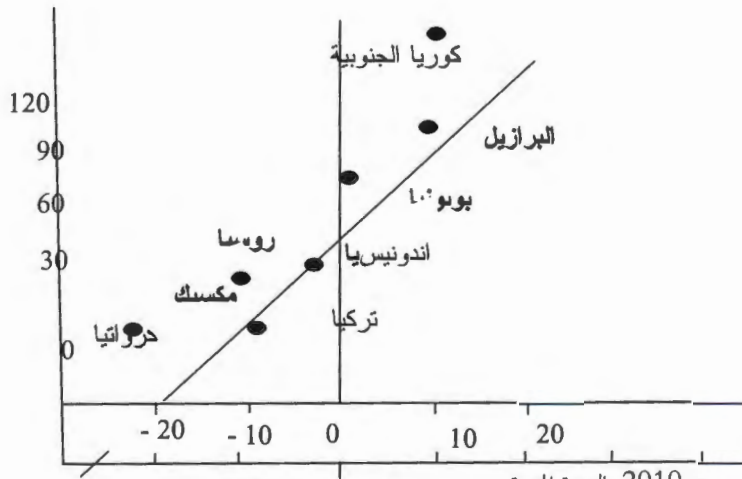
المصدر : FMI, perspectives de l'économie mondiale, octobre 2010.

الشكل رقم (2) لجوء الدول الناشئة إلى الاقتراض من الأسواق المحلية
(% من الناتج لداخلي الخام).



المصدر: rapport trimestriel de la BRI décembre 20

الشكل رقم (3): زيادة احتياطات الصرف وارتفاع أسعار الصرف : للفترة الممتدة بين 2007 و2010



تغيرات بين مارس 2007 ومارس 2010 بالنسبة المئوية

على المحور الأفقي: سعر الصرف الاسمي (ارتفاعا يعني تحسنا)

على المحور العمودي: الاحتياطات.

المصدر: صندوق النقد الدولي معطيات محلية

المصادر والإحالات

- 1- Fonds monétaire international, Reprise, risques et rééquilibrages, p 203-/ 205
- 2 statistiques de la banque mondiale
- 3- Karyotis catherine. Mondialisation des marchés et circulation des titres, édition4- banque 2005 p 52-53 .
- 4- Fonds monétaire international. La transmission des tentions financières des pays avancés au pays émergents, p 145 - 183.
- 5-Banque :mondiale Global dévelopent Finance,2009.
- 6-Fonds monétaire international, op.Cit.
- 7-8- Lopez, "Flux massifs de capitaux, leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer". p. 29.
- 9-Suchanek.L., Vasichtha. G., L'évolution des flux de capitaux Vers les économie marchés émergentes", Revue de la Banque de Canada. p 18.
- 10- Barro. R.j, Management of indexed Nominal Dept., document de travail, National bureau et économic Research.
- 11-Gitman. L., Jochnk M., Desmulieres.G, Henbin.F., Jokung, o., Langlois.G., Investissement et Marchés Financiers.
- 12-Kayrotis.c.m op.cit. p. 46
- 13-Morgan Stanli Capital international MSCI
- ويقيس هذا المؤشر أداء 1000 سهم ويتم حساب قيمته بطريقتين مختلفتين طبقاً للقيمة الرأسمالية وطبقاً للنتائج المحلي الإجمالي.
- 14-LEVINE -R., et S,Zovros, "stock markets banks and economic groth" p539-540
- 15-Banque mondiale, op.cit.
- 16-Fonds monétaire international, opcit
- 17-BUCHU., Economie et marchés financiers perspectives 2010 - 2020. p 35 – 36
- 18-Fonds monétaire international, perspectives de l'économie mondiale, op.cit .
- 19-Duval" Tempête sur la zone euro", Revue Alternative économiquep11.
- 20-Lopez. M., op.cit.
- 21-Suchanek. LVasish the. Op cit.

قائمة المراجع:

- Banque Mondiale, Global Development Finance, Washington, 2009.
- Barro. R.j., Optimal Management of indexed and nominal debt, document de travail National Bureau of economic research, 1997.
- Bechu, t ., Economie et marchés financiers, perspectives 2010 - 2020, Edition eyrolles, France, 2009.
- Dural, G., "Tempête sur la zone euro", Revue Alternatives économiques, Mars 2009.
- l'économie mondiale - Fonds monétaire international, Reprise, risques et rééquilibrage, perspective octobre 2010.
- Gitman. L., Johnk. M., Desmuliers. G., Herbin. F, Jokengo, Langlois, G, Investissement et marchés financiers, édition Pearson éducation, 9 ème édition, France, 2009.
- Kayrotis. C, Mondialisation des marchés et circulation des titres, édition Revue banque, 2005.
- LEVINE-R., et Zevrose.s "Stock ardto banks and economic Review, vol 88,n. 03.,1998
- Lopez. Medjia., " Flux massifs de capitaux, leurs causes, leurs conséquences et La manière de les gérer", Revue Finance et développement, septembre 1999.
- Pisani. Florence., Bender. Anton. Les déséquilibres Financiers internationaux Collection Repères, Paris, 2008.
- Sachanek., I., Vasisht ha, G., L'évolution des flux de capitaux vers les économies de Marchés émergentes" Revue de banque de Canada, 2009.