

عولمة الأسواق المالية النامية في الجزائر

ملخص

يشهد الاقتصاد العالمي في الوقت الراهن تطورا كبيرا في مستوى العولمة المالية، وعمليات تخفيف القيود والضوابط التشريعية والإجرائية، ترتب عنه تغير هيكلية في طبيعة الأسواق المالية الدولية وتوسع هائل في حجم التدفقات الاستثمارية المحفظية التي تتم عبر الحدود. فقد تم إلغاء الحظر عن كافة القيود التي كانت تحول دون ربط الأسواق المالية بالاقتصادات الدولية الرئيسية، وبدت ملامح سوق مالية عالمية واحدة أكثر اتساحا، وأخذ نشاطها يحل محل نشاط الأسواق المالية المحلية الخاضعة لكافة أنواع الرقابة الإدارية الموجهة لنشاطها. وفي ظل هذه التطورات عرفت الأسواق المالية النامية تطورا مستمرا وملحوظا بحيث تحررت من القيود التي كانت تعيق عملها بشكل جيد، وكان هناك سعي واضح لتوفير الظروف التي من شأنها استيعاب كل ما يستجد على مستوى الأدوات المالية والمؤسسات المالية، وهو ما انعكس فعلا من خلال اجتذابها لأحجام كبيرة جدا من الاستثمارات المحلية والأجنبية إما بدافع الإصلاحات التي تجريها هذه الاقتصادات أو بدافع ارتفاع أسعار الفائدة العالمية. وقد حققت عملية العولمة المالية مكاسب ومنافع معتبرة للبلاد النامية ذات الاقتصادات المنفتحة، لكنها بالمقابل جعلتها أكثر عرضة للصدمات المالية الناتجة عن محددات غير محلية، وحولتها إلى نوع من الاقتصاد الرمزي الذي بسطت فيه الثروة المالية- وهي لا تعدو عن كونها حقوقا على الثروة العينية وممثلا لها- سيطرتها المطلقة على مجمل الحياة الاقتصادية، وهو ما أدى إلى خلق اختلالات هيكلية، وإلى تغيير ديناميكية الأسواق بشكل يكتنفه كثير من الغموض لم يتم فهمه بالكامل إلى حد الآن.

الكلمات المفتاحية: العولمة المالية، الأسواق المالية النامية.

لزهرة ساحلي

د. عبد الأمير السعد

كلية العلوم الاقتصادية

جامعة باجي مختار ، عنابة

الجزائر

Abstract

مقدمة

لم تمر السنوات الأخيرة من القرن العشرين دون أن تحدث تغيرات جذرية وسريعة على الأسواق المالية في البلاد النامية، إذ تم فتح هذه الأسواق وتحريرها من القيود التي كانت تعيق عملها بشكل جيد، كما كان هناك سعي واضح لتوفير الظروف التي من شأنها استيعاب كل ما يستجد على صعيد

International economy witnesses great development on financial globalization and reducing the obstacles and legislation rules, it affects on the structure and the nature of international financial markets, and great expansion on the size of in portfolio investment flows over broads but it denies

المؤسسات والأدوات المالية، في سبيل زيادة جاذبية أسواقها ورفع من قدراتها التنافسية في تقديم الخدمات المالية وجذب الاستثمارات. هذه التطورات جميعها أفرزت ما يسمى "الأسواق المالية الصاعدة أو الناشئة" والتي حظيت باهتمام كبير جدا من قبل المستثمرين الدوليين، بدليل تلك الزيادات الكبيرة جدا في التدفقات المالية الأجنبية نحوها إما بدافع الإصلاحات الاقتصادية الواسعة التي تجربها اقتصادياتها، أو بدافع انخفاض أسعار الفائدة العالمية. من هنا تحديدا يظهر و أن الأسواق المالية الصاعدة هي جزء لا يتجزأ من السوق المالي العالمي، وباختصار فإن السوق المالية الصاعدة تعني ذلك الفضاء المالي المهيأ لشراء وبيع الحقوق على الثروة سواء كانت حقوق ملكية - الأسهم- أو حقوق دين-السندات-، لذلك فإن مفهوم هذه السوق ينصرف إلى عمليات خلق والمتاجرة في الأدوات المالية الموجودة على شكل أسهم وسندات، إلى درجة أن هذه السوق أصبحت امتدادا للدول باعتبار أنه يسمح للأجانب بالتعامل والمتاجرة في الأوراق المالية التي يتم إصدارها محليا.

وفي هذا الإطار ينبغي الإشارة إلى أن الأهمية البالغة التي اكتسبتها الأسواق المالية مردها إلى جملة من التطورات الهامة الحاصلة على الصعيدين المحلي والدولي والتي يمكن

embargo on all the obstacles which forbid the links between financial markets with international economies. The new frame of financial markets became clear enough and its activity substitutes the local financial markets, the later had been controlled by government under this developments, the developing financial markets knew continuity grows and clear, so it is became free from all obstacles that did not allow its activities for this reason there is hard work to provide the best situation to accept the new financial instruments and financial institutions, that reflects its attractiveness to the size of local and international investments for two reason, economic reforms or for reducing international interest rate.

The financial globalization relies for developing countries great interests but it made it in opposed to financial crises which is due to external elements thus, this economies became more symbolic under the control of financial wealth, this is lead to structural disequilibrium and dynamic changes on markets in ambiguity way.

Keywords: Financial globalization, financial markets of developing countries.

تثبيت ملامحها على النحو التالي⁽¹⁾:

● على الصعيد الدولي شهد النصف الثاني من القرن الماضي ترسيخ ظاهرة الاعتماد المتبادل في الاقتصاد الدولي بدافع التقدم التكنولوجي الكبير في مجالات الاتصالات والمواصلات والمعلومات، وهو ما أدى إلى ترابط العالم عبر شبكة واسعة من العلاقات التجارية والمالية والثقافية. ضف إلى ذلك الدور الكبير الذي لعبته حركة تحرير التدفقات الرأسمالية الدولية، وتخفيف القيود على الصرف الأجنبي، وخلق أدوات استثمارية جديدة في عولمة الأسواق المالية.

● على الصعيد المحلي، ومنذ منتصف ثمانينيات القرن الماضي عرفت أغلب الدول النامية والاشتراكية حركة واسعة من التحرير الاقتصادي والخصخصة، ففي

النموذج الاشتراكي كانت الدولة هي المصدر الأساسي للائتمان والاستثمار ولم يكن للقطاع الخاص سوى دور هامشي فقط، كما أن عمليات التمويل كانت تعتمد بالأساس على اعتمادات الميزانية الحكومية أو فوائض الشركات العمومية لذلك فإنه لم يكن للسوق المالي أي مكانة أو وظيفة تذكر.

إن الصعود القوي للأسواق المالية النامية لا يعني بالضرورة أنها على نحو متماثل، بل هناك تباين واضح بين مختلف تلك الأسواق، سواء من حيث عدد الشركات المسجلة أو عدد الشركات الجديدة أو القيمة السوقية أو حتى من حيث القدرة على تجميع رأس المال عبر إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي، ورغم هذا التباين إلا أنه هناك عدد من الخصائص المشتركة بينها نجملها في ثلاث نقاط رئيسية(2):

- التقلبات الكبيرة في الأسواق المالية النامية تتراوح نسبها ما بين 30% إلى 70%.
- ارتفاع معدل العائد في كثير من الأسواق المالية النامية.
- الأسواق المالية النامية أقل ارتباطا بالأسواق المتقدمة وهو ما يكسبها ميزة لصالحها.

أولاً: هيكل الأسواق المالية النامية

شهدت الأسواق المالية النامية خلال السنوات الأخيرة من القرن الماضي تغيراً جوهرياً على مستوى هيكل التدفقات المالية الوافدة إليها، وهو ما جعل الاستثمار في محافظ الأوراق المالية مصدراً مهماً جداً لتمويل اقتصادياتها الوطنية، وبشكل عام فإن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية للدول النامية يتكون من ثلاثة أصناف رئيسية يمكن تمييزها كالتالي:

1. إصدار السندات الدولية: لقد حدثت هناك نقلة نوعية في إصدار السندات من قبل الدول النامية في أسواق رأس المال الدولية من ناحية الحجم وتحسين شروط إصدار السندات الجديدة وكان ذلك مع بداية العقد الأخير من القرن الماضي، وطبقاً لأرقام صندوق النقد الدولي فإنه منذ عام 1980 أصبح الإصدار الإجمالي للسندات في الأسواق المالية النامية يزداد سنوياً بنسبة 25% في المتوسط، أي ما يعادل أربعة أضعاف سرعة نمو القروض المصرفية المشتركة(3)، وحسب تقديرات البنك الدولي فقد وصل إصدار السندات في سنة 2010 إلى 173 مليار دولار أمريكي مقابل 106 مليارات عام 2009، وهو ما يزيد بنسبة 8% عن مستوياته قبل الأزمة المالية العالمية(4).

2. إصدار حقوق الملكية (الأسهم): لقد كانت حقوق الملكية التي تصدرها الدول النامية في الأسواق الدولية محدودة للغاية قبل عام 1989، لكنها عرفت زيادة سريعة جداً خلال الفترة 1990-1994 بسبب تلك الحركة الواسعة في مجال خصخصة الشركات العمومية في كثير من الدول النامية. فقد ارتفع حجم الاستثمارات في أسهم

ملكية الشركات لهذه الدول من 3,5 بليون دولار أمريكي عام 1989 إلى 12 بليون دولار عام 1992⁽⁵⁾، كما ارتفع أيضا نصيب هذه الدول من إجمالي حقوق الملكية المصدرة في الأسواق الدولية من 16% عام 1990 إلى 41% عام 1994⁽⁶⁾.

3. الشراء الأجنبي المباشر للأوراق المالية من الأسواق المالية النامية⁽⁷⁾: لقد أصبح هذا النوع من التدفقات الرأسمالية مصدرا مهما جدا لتدفقات الأموال إلى البلاد النامية، بدليل أنه بلغ تقريبا الحجم الإجمالي للتدفقات الناتجة عن إصدارات السندات، وتعتبر صناديق الاستثمار للأسواق الصاعدة هي المشتري الرئيسي لهذه الأوراق، حيث عرفت هذه الصناديق خلال السنوات الأخيرة من القرن الماضي زيادة كبيرة في عددها وفي مشترياتها من الأوراق المالية للأسواق الناشئة.

ثانيا: الأسواق المالية النامية و المنتجات المالية المستحدثة

مع التطور الهائل الذي عرفته أسواق المال أصبح من المهم جدا معرفة الكيفية التي تعمل بها هذه الأسواق خاصة بالنسبة لسندات الخزينة التي تتبعها، إذ هناك فهم متكامل حول الطريقة التي من خلالها يتم تحقيق المعدلات المتوقعة في عوائد الموجودات المالية مقارنة مع السندات الحكومية مثلا التي يتم الاكتتاب فيها حسب درجة المخاطر التي تشوبها. وفي هذا السياق تعد العلاقة بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل وأسعار الفائدة طويلة الأجل مهمة للغاية، كونها تعتبر العوائد على الموجودات قلما تجرى عليها أي تعديلات مقارنة مع المطلوبات عند الكشف عن الحسابات المالية في مواجهة مثل تلك الأخطار، أخطار عادة ما يتم تقليلها من خلال عدة عمليات، لذلك فقد شهدت أسواق المال طرح مجموعة من الأدوات والوسائل المالية في صورة المشتقات المالية التي منحت للمتعاملين فرصا كبيرة لتغطية المخاطر، وتحقيق مزيد من المرونة والسيولة.

- **عقود المشتقات المالية:** وهي في الأصل عبارة عن مراهنه على تحركات مؤشرات أسواق الأسهم وأسعار الفائدة والعملات الأجنبية ... إلخ، ومن أبرز المنتجات المشتقة تداول عقود الخيارات، وعقود المستقبلات، والعقود الآجلة والمبادلات.

وفي ظل الكم الهائل من المنتجات المالية المتطورة والمعقدة، لم يستطع لا صانعو السياسات ولا حتى المشرعين أن يظهروا ولو أدنى درجة من الفهم لتلك الروابط الناشئة بين الأدوات المالية المستحدثة والآليات من جهة، وعمل الأسواق والاقتصاد من جهة أخرى، فمع نهايات القرن الماضي وبداية القرن الحالي تم تداول حوالي 20 تريليون دولار على شكل مبادلات، خيارات، تغطيات وأنماط أخرى من المشتقات، على مستوى العالم⁽⁸⁾، وهو ما أتاح الفرصة للمستثمرين لاختيار الأدوات التي يرونها كفيلة بتغطية مخاطر تداول العملات الأجنبية، وللمضاربين من أجل المضاربة على هوامش أسعار الفائدة العالمية، وفي هذا السياق يقول تشارلز سانفورد جونير رئيس مجلس إدارة بنك "بانكروز ترانست نيوبيورك كورب: «بأنه يرى الأسواق وقد أصبحت

في النهاية بحاجة إلى (مهندسي المال) الذين يفككون صفقة ما إلى أجزاء عديدة يبيعون بعضها، ويراجعون على بعضها ويحتفظون بالبعض الآخر في محافظ لمدة أطول لتحقيق أرباح أكبر»⁽⁹⁾.

إن الأدوات المالية المستحدثة تركز على المضاربة، وهي بذلك تكون في حالة فك ارتباط مع دائرة الاقتصاد الحقيقي، وبالمقابل فهي عبارة عن جزء لا يتجزأ من اقتصاد ريعي وطفيلي، تساهم بدرجة عالية في امتصاص فوائض القيمة التي تحققها القطاعات المنتجة، لذلك فإن التقلبات هي حقيقة حياة الأسواق المالية، وهنا فإن لجنة بازل للرقابة المصرفية والمنظمة الدولية " OICV "، تقوم دائما بنشر توصيات بشأن إدارة المخاطر المترتبة عن التعامل في المشتقات المالية، حيث يتم توجيهها إلى سلطات الرقابة على الأسواق والرقابة المصرفية على حد سواء، بالإضافة إلى تركيز الاهتمام على ضرورة توخي الشفافية وتحسين المعلومات الخاصة بمعاملات المشتقات المالية حين تقديمها لسلطات الرقابة أو الجهات الأخرى

ثالثا: محددات نمو الأسواق المالية النامية

أثار النمو السريع للأسواق المالية النامية جدلا كبيرا بين الاقتصاديين وصانعي السياسات حول الأسباب الرئيسية التي تقف وراء ذلك، فالبعض يرجعها إلى عوامل خارجية، و آخرون يرجعونها إلى عوامل محلية.

1. العوامل الخارجية⁽¹⁰⁾: وتتمثل بصفة أساسية في انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، فانخفاض أسعار الفائدة في البنك الفيدرالي الأمريكي ووصولها إلى مستويات متدنية يحفز أكثر المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على تغيير وجهتهم نحو الأسواق المالية النامية أين معدلات العائد على الاستثمار مرتفعة، كما أن الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدته الدول الصناعية في بداية العقد الأخير من القرن الماضي يعتبر من المحددات المهمة لنمو الأسواق المالية النامية، وكذلك الشأن بالنسبة للتغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي أحدثت لخلق مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات الرامية إلى تقليص القيود المالية في الدول المتقدمة إلى أبعد الحدود. كما يعتبر الاتجاه المضطرب نحو زيادة التنوع الدولي لمحافظ الأوراق المالية للمستثمرين المؤسسين من العوامل التي أدت إلى نمو هذه الأسواق، لإدارتها أحجاما كبيرة من الادخار العالمي.

2. العوامل المحلية⁽¹¹⁾: وهي عوامل مساعدة على جذب الاستثمارات إلى الأسواق المالية النامية والتي تخضع لسيطرة وتحكم صانعي السياسات هناك، ومن أهم هذه العوامل سياسات الإصلاح الاقتصادي، و ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، و إصلاح القطاع المالي، وتوسيع الملكية.

ورغم النمو السريع للأسواق المالية النامية إلا أن البلاد النامية لا تزال بحاجة لبذل المزيد من الجهود من أجل الإدماج التدريجي والمنظم لأسواقها المحلية في

الأسواق العالمية، وإذا كانت عمليات إصدار الأوراق المالية تعود عليها بفوائد ثمينة من توحيد للمعايير المحاسبية، وكشف البيانات، واجتذاب صكوك مالية جديدة إلى أسواقها، فإن قيام شركات من هذه الدول بإصدار أوراق مالية في الأسواق الخارجية ليس بالأمر السهل كما يتصور البعض، وربما يعود ذلك لعدة اعتبارات تبدو غاية في الأهمية يمكن تثبيت أهمها فيمايلي(12):

- الأوراق المالية التي تصدرها شركات من البلاد النامية بحاجة إلى جهد كبير من أجل تسويقها وبيعها للمستثمرين أكثر مما تتطلبه الشركات من الدول المتقدمة.
- حسابات الشركات وغيرها من المعلومات غالباً ما لا يتم الكشف عنها بصورة تفصيلية.
- اختلاف معايير المحاسبة المستخدمة في البلاد النامية والمتقدمة.
- ضرورة موافقة السلطات المتخصصة على شروط وأسعار الإصدارات على أساس كل حالة لوحدها.

رابعاً: عولمة الأسواق المالية النامية وأهمية سلامة البنوك

لا تزال البنوك تمثل جوهر النظام المالي في البلاد النامية والتي تمر بمرحلة انتقال، فهي تلعب دوراً هاماً جداً في توفير التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي، لذلك فهي تتولى معظم عمليات الإقراض وتعتبر القناة الرئيسية التي تقوم بتقدير ورصد المخاطر والعوائد المرتبطة بوظيفة الوساطة المالية. فالبنوك تمتلك قدرة فائقة في تقدير الأرباح المترتبة عن تمويل المشاريع المقترحة عند قيامها بتقويم الجدارة الائتمانية للمقترض، حيث تستعمل جملة من المعلومات والبيانات التي تختلف عن تلك التي بحوزة المقترض نفسه مثل المعلومات الخاصة بالحالة العامة للأسواق وبيئة الاقتصاد الكلي من أسعار صرف وأسعار فائدة وسياسة نقدية...إلخ، هذه المعلومات تساهم في تقويم المخاطر بشكل يمكن البنوك من توجيه الشركات نحو المشروعات الأكثر ربحاً وإبعادهم عن تلك المشروعات غير المربحة. لذلك فإن قيام البنوك بدورها على أحسن وجه يتطلب إقامة نظام مصرفي محلي قوي وسليم وأكثر مرونة، وتحقيق ذلك يتوقف على أمرين أساسيين هما(13):

- الطريقة التي تمارس بها البنوك وبكفاءة الإجراءات المعتمدة في تحليل المخاطر، والقرارات الإقراضية.
- الطريقة التي بواسطتها تدرك البنوك ملامح المخاطر المتغيرة وكيفية التعامل معها.

خامساً: عولمة الأسواق المالية النامية و هيمنة الاقتصاد الرمزي

إن التغير الجوهري الذي حدث على مستوى السوق المالي الدولي بشكل عام والأسواق النامية بشكل خاص حقق فعلاً مكاسب ومنافع كبيرة سواء للدول أو

المستثمرين أو حتى المدخرين، لكنه بالمقابل أدى إلى تغيير ديناميكية الأسواق بشكل يكتنفه كثير من الغموض، لم يتم فهمه بشكل كامل إلى حد الآن. فالثروة المالية - وهي لا تعدو عن كونها حقوقا على الثروة العينية وممثلا لها- بسطت سيطرتها المطلقة على الاقتصاديات الحديثة، وغيرت من طبيعتها، ومعها تحول الاقتصاد الحديث إلى نوع من الاقتصاد الرمزي⁽¹⁴⁾، وبلغ النظام الرأسمالي مدها في الانفصال ما بين قطاع رأس المال المالي ذو الطابع الريعي والقطاع الإنتاجي الذي يمتلك القدرة على خلق فائض القيمة، لذلك فقد عرفت الرأسمالية في الوقت الحاضر إفراطا في تراكم رأس المال المالي، وكلما أوغلت في النمو ازداد الطابع الرمزي وسيطر الاقتصاد المالي على الاقتصاد الحقيقي وأصبحت التجارة الدولية منفصلة تماما عن حركة رأس المال وأسعار الصرف وأسعار الفائدة التي أصبحت لا تعبر عنها في شيء بدليل أن أرصدة البنوك المركزية لا تتعدى 700 مليار دولار أمريكي، في حين يتجاوز رقم الأعمال اليومي للبورصات الدولية 1000 مليار دولار أمريكي⁽¹⁵⁾.

لقد أصبح صنع المال بمثابة المحرك الديناميكي للاقتصاد العالمي، وبدأت عملية الإنتاج الرأسمالي شرا لا بد منه، وبدأ أن دورة المال يمكن أن تتحرر في الظاهرة من المرور الفسري بالإنتاج⁽¹⁶⁾، فظاهر رأس المال المالي الدولي ليس كباطنه، أو كما في الآية الكريمة "فضرب بينهما بسور له باب، باطنه فيه الرحمة وظاهره من قبله العذاب"-الآية (13) من سورة الحديد-، إذ يبدو رأس المال المالي في الظاهر أنه يمتلك القدرة على إنتاج الدخل، إلا أنه في الحقيقة يجزأها من فائض القيمة نتاج العمل. ويبدو أن المفكر لينين منذ بدايات القرن العشرين قد أشار إلى الخطر الذي يحمله هذا الانفصال الخطير والذي تمكن بشكل تدريجي من الوصول إلى ذروته، حيث بسط رأس المال المالي سيطرته التامة على مجمل العملية الإنتاجية، لتتقدم حقوق الملكية على الأسهم والسندات على الإنتاج، وأصبح السوق المالي رغم ضرورته في تحقيق التنمية، بعيدا عن وظيفته الحقيقية، فبدلا من أن يكون في خدمة الاقتصاد أصبح مصدر قلق للحكومات خاصة عندما يصبح الاستثمار الصناعي أقل مكافأة مقارنة بمردودية التوظيفات في الأسواق المالية⁽¹⁷⁾.

إن تزايد فلك الارتباط بين التراكم الإنتاجي لرأس المال والكتلة المالية المتحركة عبر مختلف الأسواق والبورصات يعتبر أحد السمات المركزية المميزة للاقتصاد العالمي في زمن العولمة، ليس لأنها دليل قاطع على نزوع رأس المال الدولي نحو الربح السريع فحسب، وإنما لأنها صورة واضحة عن رأس مال عالمي جديد متحرر من جميع القوانين والضوابط. فمنذ بداية العقد الأخير من القرن الماضي أصبحت ملامح التداخل بين البعدين الإنتاجي والمالي ترتسم أكثر من خلال الزيادة الملموسة في العمليات المالية غير الإنتاجية في نشاط كبرى الشركات والمجموعات الصناعية عبر العالم، والتي ابتعدت عن دورها الفعلي في الإنتاج السلعي الذي بفضلها قامت برسملة ثرواتها المالية عبر العقدين الذين أعقبا مباشرة نهاية الحرب العالمية الثانية، وأصبحت بذلك النشاطات ذات الصبغة المالية تحتل المكانة الأبرز لدى هذه الشركات

على حساب دورها الإنتاجي، هذه النشاطات الطفيلية تتم من خلال عدة وسائل كاستغلال أسعار الصرف القائمة بين مختلف الدول، وطرح أسهم الملكية الخاصة بها في الأسواق والمضاربة عليها بالارتفاع... الخ. ومع هذه التطورات، أصبح الاستثمار الإنتاجي غير مغري تماما مقارنة مع ما توفره أسواق الأسهم والسندات من ربح... بل ترباح. وفي هذا السياق أفادت إحصائيات الأسواق العالمية عند اندلاع الأزمة المالية في عام 2008 بأن الاقتصاد المنتج في الزراعة والصناعة والخدمات المرتبطة بهما يشكل حوالي 48 ترليون دولار أمريكي بينما يشكل حجم الاقتصاد المالي في الأصول المورقة أكثر من 144 ترليون دولار أمريكي⁽¹⁸⁾.

سادسا: عولمة الأسواق المالية النامية . . . فرص ومحاذير

1. الفرص التي تتيحها عولمة الأسواق المالية النامية

من الناحية النظرية تسمح عولمة الأسواق المالية النامية بمزايا كبيرة يمكن تثبيت

أهمها على النحو التالي:

① تتيح عولمة الأسواق المالية النامية فرصا كبيرة للوصول إلى أسواق رأس المال الدولية⁽¹⁹⁾، وهو ما يسمح للدول النامية بالحصول على ما تحتاجه من موارد مالية لتأمين نفسها ضد تقلبات دخلها الوطني، حيث تصبح مستويات الاستهلاك المحلي أقل تقلبا نسبيا، فالأوقات الطيبة وأوقات الأزمة لا يمكنها أن تتزامن عبر البلدان. كما أن فرص الوصول إلى الأسواق العالمية تمكن من تغطية القصور في المدخرات المحلية، وهو ما يرفع من معدلات الاستثمار الوطني ومعدلات النمو الاقتصادي. ففي سنة 2007 استفادت البلاد النامية من صافي تدفقات رؤوس الأموال بلغ ذروته عند مستوى 1222 مليار دولار أمريكي، ثم هبط في العام 2008 إلى 780 مليار دولار أمريكي، وهذا الأمر مفهوم ويعزى إلى الأزمة المالية العالمية⁽²⁰⁾.

② تخلق عولمة الأسواق المالية النامية وما يصاحبها من زيادات معتبرة في التدفقات الرأسمالية فرصا ثمينة لتنويع الحوافظ المالية وتقاسم المخاطر والتجارة الدولية⁽²¹⁾، فامتلاك ديون على بلدان أجنبية يسمح للأسر والمؤسسات بأن تحمي نفسها ضد آثار الاضطرابات التي قد يتعرض لها البلد الأم وحده، كما أنه بإمكان المؤسسات تحصين نفسها ضد صدمات التكلفة والإنتاجية في بلدانها بفضل التغطية التي توفرها استثماراتهم في مختلف الفروع التابعة لها والمنتشرة عبر دول العالم، وهنا سوف تنتهيا للمستثمرين فرصا وظروفا جيدة من أجل تحقيق معدلات ربحية عالية، وفي نفس الوقت أخذ عامل المخاطرة في الحسبان.

③ إمكانية وصول الدول النامية إلى أسواق المال العالمية من شأنها أن تقلل من اعتمادها المفرط على الديون الخارجية⁽²²⁾، لكن هذا الاعتقاد يبقى مثار شك، خاصة إذا عدنا إلى تقديرات البنك الدولي فيما يتعلق بنمو المديونية الخارجية المستحقة على البلدان النامية خلال العقد الأخير من القرن الماضي، حيث شهدت التدفقات الرأسمالية الوافدة إليها زيادة مضطربة، في حين ارتفعت المديونية الخارجية بنسبة ناهزت 50 في المائة.

④ زيادة تدفق العملات الأجنبية إلى البلاد النامية له تأثيرات إيجابية فيما يخص زيادة مستويات الاحتياطي من النقد الأجنبي⁽²³⁾، والتي غالبا ما تكون جد متدنية بسبب استنزافها في خدمة أعباء الديون الخارجية.

⑤ يعتبر انفتاح الأسواق المالية النامية مؤشرا هاما لالتزام البلد بسياسات اقتصادية جيدة ورشيدة⁽²⁴⁾، إذ يمكن للمستثمرين المحليين والأجانب أن معاقبة البلد في حالة تدهور مناخه السياسي، بالخروج المفاجئ لرؤوس أموالهم وهو ما يشكل حافزا قويا وضغطا على صناعات السياسات لتبني سياسات سليمة على جميع الأصعدة.

⑥ تدفق الموارد المالية باتجاه البلد من شأنه أن ينعكس بشكل ايجابي على مختلف قطاعاته الاقتصادية من خلال انخفاض تكلفة التمويل، فالحكومات يمكنها اللجوء إلى الأسواق المالية الدولية وطرح سندات الدين للاكتتاب فيها أين تكون أسعار الفائدة الخارجية منخفضة، وهو ما يمكنها من تغطية عجوزاتها في الموارد المحلية، وكذلك الشأن بالنسبة للقطاع الخاص الذي يمكنه اللجوء إلى التمويل الخارجي إذا كان الاقتراض بالعملة الأجنبية أكثر إغراء وأقل تكلفة من حيث معدلات الفائدة مقارنة بالاقتراض المقوم بالعملة الوطنية.

⑦ إن آليات السوق من شأنها أن تقود إلى معدلات فائدة حقيقية ايجابية دون مغالاة⁽²⁵⁾ وهو ما يسمح برفع حجم الإيداعات لدى القطاع المصرفي، بسبب استعادة أجزاء هامة من المدخرات المتداولة خارج دائرة القطاع المالي الرسمي، ومن ثم زيادة معدلات الادخار الوطني. كما أن معدلات الفائدة الحقيقية الايجابية هي حافز قوي للمستثمرين للاقتراض من المصارف وإقامة مشاريع وأنشطة منتجة تساهم في خلق فائض في القيمة وبناء دعائم قوية لاقتصاد حقيقي، وهنا سوف تزداد الوساطة المالية للنظام المصرفي كما ونوعا.

2. محاذير عولمة الأسواق المالية النامية

تحمل عولمة الأسواق المالية مخاطر عديدة تهدد استقرار الاقتصادات النامية، فعندما يحقق تكامل أسواق المال فرصا لتسيير النشاط الاقتصادي الحقيقي والنمو والرفاه، قد تحدث هناك نتائج معاكسة لما هو متوقع، حيث أن أسعار الأصول قد تتجاوز الأساسيات أثناء هذه الفترات مما يؤدي إلى تقلبات شديدة تهدد استقرار النظام المالي بأكمله وتلحق مخاطر بتخصيص رؤوس الأموال على نحو أمثل، كما أن زيادة تداول المخاطر المالية على شكل أوراق مالية بين المؤسسات والمستثمرين على نحو واسع يجعل من الصعب جدا تحديد مكان الضعف والقصور المحتملة أو تقدير حجم تلك المخاطر. فالاستثمارات في محفظة الأوراق المالية تتسم بكونها محفز على التدفق العكسي لرؤوس الأموال في المدى القصير، وذلك مقارنة مع الأشكال الأخرى من الاستثمارات، وهو ما قد يحدث تقلبات غير مرغوبة وأحيانا تكون شديدة في أسعار الفائدة وأسعار الصرف أو الاثنين معاً، بما يؤدي إلى إحداث اختلالات على مستوى ميزان المدفوعات تجعل المستثمرين يبيعون حيازاتهم من الأسهم المحلية مقابل شراء

العملات الأجنبية ومنه التأثير سلبي على أسعار الأسهم التي سوف تنخفض، وفي حالة نظام سعر الصرف المرن أو سعر الصرف الثابت فإنه يمكن التمييز بين حالتين⁽²⁶⁾:

• إذا كانت الأصول المالية المحلية والأجنبية بدائل كاملة وسعر الصرف معوم، فإنه سوف تحدث زيادة في سعر الصرف الأجنبي، أما إذا كان سعر الصرف ثابتاً فإن التدفق العكسي للرساميل سوف يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم. وللحفاظ على سعر صرف العملة الوطنية من الانخفاض، فإن السلطات النقدية سوف تتدخل في سوق الصرف الأجنبي كمشتري للعملة الوطنية مقابل التخلي عن العملات الأجنبية، وسيكون ذلك حتماً على حساب حجم احتياطياتها من النقد الأجنبي- التي تعتبر مكوناً للقاعدة النقدية- وهو ما يؤثر سلبياً على العرض النقدي الذي سوف ينخفض، وعلى أسعار الفائدة المحلية التي ترتفع.

• إذا كانت الأصول المالية الأجنبية بدائل غير كاملة للأصول المالية المحلية، فإنه وفي ظل سعر صرف معوم يكون ارتفاع أسعار الفائدة وأسعار الصرف أقل حدة، وكذلك الشأن إذا كان سعر الصرف ثابتاً فإن الصدمة العكسية سوف يترتب عليها ارتفاع أقل في أسعار الفائدة المحلية.

إن هذه التقلبات التي تحدث على مستوى الأسعار من شأنها أن تخلق بيئة غير مستقرة تتميز بعدم اليقين L'incertitude الذي يعيق كثيراً تدفق وتطور الاستثمار الأجنبي والمحلي.

بالإضافة إلى ما سبق، فإن عولمة الأسواق المالية النامية تخلق العديد من المشكلات لهذه البلدان يصعب مواجهتها أو التغلب عليها لاحقاً، والتي يمكن تثبيت أهمها على النحو التالي:

① هجمات المضاربة

أصبحت فرص الوصول إلى أسواق المال الدولية على مدار السنوات الأخيرة أمراً غاية في السهولة بالنسبة للدول النامية التي مرت بفترات رفاهية من ناحية تدفق رؤوس الأموال إليها، بفضل تلك الظروف الملائمة والتي ساهمت في خلقها التغيرات الهيكلية المحققة على صعيد الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، إلا أن الإفراط في التفاؤل بإمكانية استمرار حدوث التدفقات الرأسمالية أمر غير واقعي لأن ظروف وشروط الوصول إلى أسواق المال الدولية يمكن أن تنهار فجأة تحت تأثير أسباب عديدة كتشديد الشروط النقدية الدولية بفعل دورات الأعمال في الأسواق النامية، أو حدوث ارتفاع مالي بفعل ارتفاع أسعار الأسهم مثلاً، وفي ظل هذه الظروف فإنه حتى وإن لم يحدث هناك تدفق عكسي لرؤوس الأموال، فإن الدول يمكن أن تتعرض لهجمات المضاربة بسبب تبنيها لأسعار صرف غير مرنة خاصة تلك التي تعاني من جوانب ضعف هيكلية وتتبع سياسات اقتصادية كلية غير قابلة للاستمرار. ومفهوم المضاربة يعرفه الاقتصادي كالدور KALDOR⁽²⁷⁾ على أنه "شراء أو بيع السلع بنية

إعادة البيع (أو إعادة الشراء) بتاريخ لاحق، عندما يتم تعليل السلوك بتأمل تغير السعر بقوة، وليس بميزة مرتبطة باستعمال السلعة". وبالتالي فالمضاربة تقوم على استغلال حركات غير متوقعة في السوق، لذلك نجد المضاربين يتبعون دائما تقلبات الأسعار في السوق فزيادة حدتها ينعكس بشكل ايجابي على الهوامش التي يحصلون عليها، وهذا دليل على أنهم لا يغيرون من حركة الاقتصاد بقدر ما يقتنصون فرصا ومواقف لصالحهم أو الدفع نحو أوضاع من المتوقع حدوثها. وفي هذا الإطار يقول "جويل كيرترمان" "JOEL KURTZMAN" محرر نشرة هارفارد بيزنس ريفيو أن العالم اليوم أصبح ناديا عالميا للأموال وكازينو للقمار⁽²⁸⁾ بدليل أنه مقابل كل دولار أمريكي يستثمر في الاقتصاد الحقيقي المنتج يتم استثمار ما بين 20 إلى 50 دولار في الأسواق الدولية القائمة على المضاربات.

وعلى الرغم من تلك الخسائر التي يسببها المضاربون ويتحمل عبئها البنوك المركزية ودفاعو الضرائب، ورغم انتقادات عدة سياسيين للنشاط المضاربي واعتباره مدمرا ولا أخلاقيا على غرار رئيس وزراء ماليزيا الأسبق "مهاتير محمد" الذي اتخذ إجراءات ردعية ضد المضاربين المسرفين في عملياتهم، وأقسم أن بلاده ماضية في نهجها حتى لو اضطرت إلى البقاء لوحدها في الميدان، ما لم يتحرك المجتمع الدولي ويضع حدا للنشاط المضاربي من خلال سن قوانين تحمي الاقتصادات الوطنية المنتجة، إلا أن المدافعين عن العولمة يعتقدون بأن تحرير حركة رؤوس الأموال وسيادة المنافسة بين العملات هي أسس لا بد منها في اقتصاد السوق الحرة لتهيئة المناخ الملائم لإجراء التصحيحات الضرورية⁽²⁹⁾.

إن الدول النامية والتي تعتبر مهمشة في النظام الدولي الجديد أصبحت أرضا خصبة للمضاربين بسبب عمليات التحرير المالي التي قامت بها في ظل الضعف الكبير المميز لاقتصاداتها، وأصبحت بذلك عملاتها الوطنية والأوراق المالية المتداولة في أسواقها المحلية هدفا سهل المنال لهجمات المضاربة، لأنها تذر لهم أرباحا لا يمكن تخيلها، فمشاركة المستثمرين المؤسسين في الأسواق المالية الدولية كان له أثر محفز لزيادة الطلب على الأوراق المالية المصدرة في الأسواق النامية، إضافة إلى دوره في زيادة الطلب على الأموال لأغراض التغطية، هؤلاء المستثمرون أصبحت لديهم قدرات فائقة على التعامل بمبالغ مالية ضخمة جدا على المكشوف في العملات الضعيفة، من خلال أسواق العقود الآجلة والفورية أو خيارات العملة. ويقدر حجم أصول أموال التغطية، وتجار العقارات، وصناديق أموال المضاربة المشتركة بأكثر من 100 مليار دولار أمريكي، ورفعت هذه الصناديق رأسمالها ما بين 5 إلى 10 أضعاف من خلال استثمارات معينة⁽³⁰⁾.

وقد لعب النشاط المضاربي دورا كبيرا في تعميق حدة الأزمات، بدليل أن المضاربين دفعوا سعر الباهت التايلندي خلال الأزمة الآسيوية نحو انخفاض قياسي وصل إلى نسبة 53 في المائة مقابل الدولار الأمريكي في ظرف ستة (06) أشهر فقط، وهو ما أعطى انطباعا راسخا بأن المضاربين عادة ما يستهدفون عملات

البلدان التي لديها سمات معينة، يمكن حصرها فيما يلي (31):

- سعر صرف حقيقي مبالغ في قيمته بشكل كبير.
- مديونية خارجية ثقيلة مستحقة الدفع على المدى القصير.
- نظام مالي وحالة ميزانية ضعيفة .
Système financier et situation budgétaire fragiles

كما أدت هجمات المضاربة إلى تغييرات كبيرة وجوهرية على عدة أصعدة حيث (32):

- حصل تراجع كبير في دور وتأثير الدولة لصالح تجار العملة والمضاربين الذين زاد تأثيرهم في السياسات الحكومية، فإذا لم يرض هؤلاء على السياسة الحكومية يشنون هجمات مضاربية شرسة على العملة الوطنية عبر عمليات البيع وبالتالي خلق أزمة في سعر الصرف في مدى قصير جدا.
- أصبحت قدرات البنوك المركزية على التدخل للدفاع عن سعر عملة معينة محدودة جدا، حيث يبلغ احتياطي جميع البنوك المركزية من العملات الأجنبية حوالي 640 بليون دولار أمريكي وهو حجم أقل من نصف المعاملات اليومية التي تتم في سوق النقد الأجنبي.

② غسيل الأموال

أصبحت ظاهرة غسيل الأموال تشكل تهديدا حقيقيا وخطيرا على استقرار الاقتصادات النامية، وذلك لارتباطها أساسا بأنشطة غير مشروعة وعمليات مشبوهة تدر لأصحابها دخولا خيالية ذات آثار سلبية على الاقتصادات الوطنية والاقتصاد العالمي ككل، وفي زمن العولمة أصبحت هذه الظاهرة بمقاييس عالمية إذ فرضت نفسها بقوة في مختلف دول العالم. ويبرز تعرض البلد لدخول الأموال القذرة من خلال آليات التحرير المالي المحلي والدولي كإحدى أخطر إفرازات العولمة المالية، فبالغاء الرقابة على الصرف وتحرير حركة رؤوس الأموال عبر الحدود، وإمكانية وصول المستثمرين الأجانب إلى السوق المالي المحلي، انفتحت قنوات إضافية مكنت من عمليات غسيل الأموال القذرة، ومصطلح غسيل الأموال لا يوجد اتفاق دولي بشأن تعريفه، بل هناك عدة تعريفات إجرائية أو وظيفية فقط. فالمقصود بغسيل الأموال هو مجموعة الأنشطة التي تحدث بمعزل عن أجهزة الدولة ولا يتم تسجيلها في حسابات الدخل الوطني، أنشطة هي منبع لأموال قذرة يحاول أصحابها فيما بعد غسلها عبر مجموعة من المعاملات والتحويلات المالية والعينية على تلك الأموال لإضفاء الصبغة القانونية عليها في النظام الشرعي (33). فبعد دخول الأموال الناتجة عن الجريمة إلى النظام المالي يتم غسلها عبر تشكيلة واسعة ومتنوعة من الأدوات والمعاملات المالية، وفي النهاية يتم استثمارها في أصول مالية وما يرتبط بها (34).

إن حجم الثروات المتراكمة عبر النشاطات غير القانونية تزايد بشكل مذهل، ورغم أنه من الصعب جدا إعطاء الحجم الفعلي لهذه الأموال إلا أنه يمكن إعطاء أرقام تقديرية في بعض الدول بالاستناد إلى تقديرات متعلقة بالاقتصاد الخفي، وحسب

تقديرات صندوق النقد الدولي في ورقة عمل صادرة عنه في عام 1996 قدر حجم نشاط غسيل الأموال بأنه يصل إلى 500 مليار دولار أمريكي، أي نحو 2% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي⁽³⁵⁾، ولو أنه لم يتم تحديد الأساس الذي أعتمد في هذا التقدير، أما منظمة الشفافية العالمية فتقدر أن مبلغ الأموال التي يتم غسلها سنويا يصل إلى 15 % من الناتج الخام الإجمالي العالمي⁽³⁶⁾.

ورغم أن ظاهرة غسيل الأموال متفشية في الغرب إلا أن مجرميها يتربصون في الغالب بالأسواق المالية ذات الميل النزوعي نحو الانفتاح أمام رأس المال الأجنبي. وقد حدث كل ذلك بفضل الظروف التي هيأتها عولمة الحياة الاقتصادية وخاصة عولمة التمويل، من خلال نمو الأسواق المالية النامية و التي أعطت فرصة كبيرة للأفراد والمؤسسات لتحويل أحجام ضخمة جدا من الأموال من مكان إلى آخر بحرية تامة ودون قيود، لذلك فقد لعبت الأسواق المالية دورا في توفير آليات سهلت من مهمات غسيل الأموال⁽³⁷⁾، حيث أصبحت المصارف تقبل الأموال دون شروط ودون التحري عن مصادرها، كما أن زيادة الاتجاه نحو التحرر الاقتصادي المحلي عبر برامج الخصخصة والمعاملات مع العالم الخارجي بهدف اجتذاب رؤوس الأموال كان له أثر بالغ الأهمية على تحرير السياسات النقدية، فالدول النامية التي هي بحاجة إلى النقد الأجنبي لرفع احتياطياتها الدولية، وتسديد الأعباء المستحقة على ديونها الخارجية، وتمويل احتياجات تجارتها الخارجية، تكون عادة مترددة في تقييد عمليات غسيل الأموال خوفا من أن تكون في وضع متعارض مع اتجاه المؤسسات العالمية والاقتصادات الرئيسية في العالم نحو تحرير حركة رؤوس الأموال، لذلك فهي تقدم الحوافز لهذه الأموال المشبوهة، وتسمح لها بالاندماج في السوق المالي المحلي، وهذا أمر خطير جدا يخدم مصالح المصارف الدولية بدرجة أولى. فتحرير حركة رؤوس الأموال هو أداة لتوجيه الأموال القذرة التي يتم إبداعها في مصارف لا إقليمية نحو خدمة الدين الخارجي⁽³⁸⁾، وبالتالي تزويد الطبقات الاجتماعية ذات الامتيازات بميكانيزم مربح لغسيل أموالهم غير المشروعة وبأحجام كبيرة جدا.

وعمليا يتم تحويل العملة الصعبة في حسابات مصرفية لا إقليمية إلى بلد نام وتحديدا إلى سوق ما بين البنوك في ظل غياب أدنى رقابة على مصدر تلك الأموال، وبعد ذلك يتم تحويل العملة الأجنبية إلى العملة الوطنية واستخدامها في شراء الأصول التي تعرضها الدولة للخصخصة برعاية البنك الدولي، حصيلة عمليات البيع هذه عملات أجنبية تودع لدى الخزنة العمومية وتخصيصها فيما بعد لخدمة الدين الخارجي. وبهذا تكون ظاهرة غسيل الأموال ذات آثار سلبية جدا على الاقتصاد الكلي لأن غاسلي الأموال لا يولون الاهتمام لتعظيم الربح بقدر ما يبحثون عن كيفية توظيف أموالهم غير المشروعة وإعادة تدويرها، وهو ما يؤثر على المناخ الاستثماري المحلي وحتى الدولي.

ورغم الإجماع على خطورة ظاهرة غسيل الأموال إلا أن بعض الآراء تعتقد بأنها ليست سلبية كلها، بل إنها في حالات عديدة تترك آثارا ايجابية من خلال إقامة

مشاريع أو أنشطة منتجة لسلع وخدمات تلبي حاجات اجتماعية معينة، وتساهم في خلق مزيد من مناصب الشغل، ففي بيرو مثلاً وجد أن عمليات غسل الأموال تساهم في خدمات قطاع النقل العام بما يفوق 95% من مجموع الخدمات الاقتصادية، وفي قطاع الإسكان بحوالي 48 مرة من قيمة الاعتمادات المخصصة من قبل الحكومة⁽³⁹⁾. وبالنظر إلى المخاوف الكبيرة التي تثيرها الظاهرة، فقد حاولت الحكومات مواجهتها من خلال سن قوانين وتشريعات وتوسيع أنظمة المراقبة وتسهيل وصول المعلومات بشأن حالات غسل الأموال إلى المؤسسات التي تتعامل بالنقد الأجنبي، إلا أن تلك المحاولات تبقى رهينة عدم تناغمها مع شعارات المدافعين عن العولمة خاصة فيما يتعلق بتحريك حركة رؤوس الأموال.

③ أزمات النظام المصرفي

أدت ضغوط تحرير التجارة والتجديد والابتكار التمويلي والثورة في مجال المعلومات والاتصالات إلى تزايد الدور الذي أصبح على البنوك أن تقوم به، فالعولمة المصرفية أدت إلى الربط بين قضيتين مهمتين⁽⁴⁰⁾:

- قضية تحرير النشاط التمويلي وما يشوبه من مخاطر غامضة وصريحة تؤثر على مستويات عديدة كحركة الادخار العالمي ومعاملات المؤسسات والمستثمرين والأفراد، وهو ما قد يفرز عدة أزمات.
- قضية تحرير النشاط المصرفي وإصلاحه حيث أصبحا يمثلان وجهان لعملة واحدة.

إن تزايد دور البنوك ولد بؤرة لأزمة زاحفة أخذت في التنامي بشكل تدريجي، حيث أصبح الجهاز المصرفي عرضة للأزمات أثناء أو حتى بعد التحرير المالي على المستويين المحلي والدولي. فتعبئة رؤوس الأموال غدى عدوى الأزمات على المستوى الدولي⁽⁴¹⁾، وفي العقود الأخيرة من القرن الماضي تعرضت البلاد النامية لجملة من الأزمات المصرفية حتى وإن كانت متفاوتة الشدة، حيث تعرضت بعض البلدان الآسيوية في منتصف التسعينيات إلى مشكلات مصرفية، وقبل ذلك تعرضت دول أمريكا اللاتينية- شيلي وكولومبيا- في منتصف الثمانينيات والمكسيك وفنزويلا في النصف الأول من العقد الأخير إلى أزمات مماثلة. وقد ترتب عن هذه الأزمات خسائر فادحة في الثروة، واضطرابات شديدة على صعيد عرض الائتمان اللازم للاستثمار والتجارة، ولا غرابة في أن الأزمات المصرفية التي وقعت في زمن العولمة قد أثارت الانتباه بسبب آثارها ومخاطرها الكبيرة وأحياناً المدمرة. فالآثار الأليمة جداً لإفلاس البنوك وأزمات النظام المصرفي أوجبت ضرورة الاحتياط لها، وأهمية التوصل إلى مؤشرات أساسية يمكن أن تعطي إنذاراً مبكراً بالأزمات قبل حدوثها، وفهم ديناميكيتها⁽⁴²⁾.

والأزمات المصرفية قد تنشأ بفعل تحرير حركة رؤوس الأموال الخاصة التي تفتح المجال واسعاً أمام الأموال الساخنة، فدخل وخروج هذا النوع من الأموال يمكنه أن يثير أزمات حادة، لأن الدخول الكثيف يزيد من حجم الأموال السائلة والفائضة عن

قدرة البنك على توظيفها، وهو ما يؤدي إلى تراجع مستويات ربحيته، وبالمقابل فإن خروج أحجام كبيرة من رؤوس الأموال يؤدي إلى نقص فادح في السيولة يجعل البنوك تلجأ إلى بنوك أخرى أو إلى البنك المركزي مضطرة للحصول على التمويل اللازم، وهو ما ينعكس سلبا على ربحيتها، كما قد تنشأ الأزمات المصرفية أيضا عن سياسات الحصافة والتحوط والصحة التمويلية، أو بسبب الابتعاد عن السياسات الاقتصادية الكلية القائمة على زيادة قوة الاقتصاد الوطني على جميع الأصعدة⁽⁴³⁾.

وقد أثبتت الأزمات المصرفية المعاصرة وجود علاقة قوية بينها وبين العولمة المالية، فرفع القيود التي كانت مفروضة على النظام المصرفي أثناء الكبح المالي أعطت فرصة واسعة للبنوك من أجل اتخاذ قرارات إقراضية سيئة، خصوصا في ظل انعدام الخبرة اللازمة وعدم وجود قواعد تحوطية كافية، كما أن سهولة وصول المصارف المحلية إلى الأسواق المالية الدولية للحصول على التمويل اللازم جعلها تعتمد بشدة على الاقتراض الخارجي المقوم بعملات أجنبية، وهو ما عمق من التأثيرات السلبية على النظام المصرفي وساهم في نشوب الأزمات بسبب تعرض البنوك إلى متاعب مالية في الحالات التي تندهور فيها قيمة العملة الوطنية، وقد أصبح هذا التوجه قابلا للحدوث في الاتجاه المعاكس، بمعنى أنه يمكن لأزمة حادة في النظام المصرفي أن تعجل بحدوث أزمة خارجية.

إن البنوك غالبا ما تبالغ أثناء فترات اليسر المالي في الدعم المفرط للقطاع الخاص وبدون ضمانات كافية وتحديد لقطاع العقارات. ففي حالات عديدة تبادر بصفة متزايدة إلى تمويل الأصول ذات الأجل الطويل نسبيا بواسطة قروض قصيرة الأجل⁽⁴⁴⁾، وهو ما يزيد من درجة حساسية البنك للتغيرات التي قد تحصل على مستوى النظام المصرفي ككل أو على مستوى تلك المؤسسة بالذات، وتجعل البنوك عرضة لعدة مشكلات ترتبط بمخاطر الائتمان والسيولة والسوق⁽⁴⁵⁾. وهنا يمكن استحضار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، حيث تعود أصول الأزمة التي اندلعت وتفاقت في الولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت لسائر أنحاء العالم، إلى قيام البنوك الأمريكية ومنذ العقد الأخير من القرن الماضي بتقديم قروض للأفراد الأقل دخلا بمرور الارتفاع المستمر لأسعار السكنات، والسياسة الحكومية التي كانت تدعم سوق الرهن، وهو ما أدى إلى زيادة ملحوظة في الإقراض المقدم لبنوك الرهن المحتاجة للسيولة مقابل شراء المزيد من الأوراق المالية التي بحوزة تلك البنوك نتيجة لبيع المساكن. وتشير بيانات ناسداك إلى زيادة قروض الرهن العقاري إلى نحو 10.5 تريليون دولار أمريكي، أي ما يعادل نحو 71% من الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية عام 2007⁽⁴⁶⁾. وبالمقابل، فقد لعبت عملية تحويل الرهونات في السوق الثانوي إلى أوراق مالية مقسمة إلى مشتقات معقدة دورا كبيرا في تأجيج نار الأزمة، وظلت هذه الابتكارات المالية بعيدة عن الجهات الرقابية، وعندما انهارت أسعار السكنات وتزايد التأخر عن السداد وتدهور التصنيف الائتماني للأوراق، بدأت الاضطرابات تعم سوق النقود، ومعها انهار سوق الأوراق المالية، واستمرت

المصارف في عمليات الإقراض للوفاء بالتزاماتها. ومع تزايد صعوبة الاقتراض في سوق ما بين البنوك، وإخفاق أحد أكبر البنوك الاستثمارية الأمريكية في الوفاء بالتزاماته ومن ثم إعلان إفلاسه في سبتمبر 2008، شاعت أجواء من عدم اليقين وانعدام الثقة في كبرى المصارف الأمريكية⁽⁴⁷⁾، وتوقف تمويل المصارف من خلال أسواق ما بين البنوك، وسارعت إلى اختزان السيولة واسترجاع الأموال عن طريق بيع القروض في أسواق الأوراق المالية، إلا أن عملية البيع اعترضتها صعوبات كبيرة مما اضطرها للاحتفاظ بأجزاء معتبرة منها في دفاتها وهو الأمر الذي خلق شحا غير مسبوق في السيولة داخل أسواق ما بين البنوك سرعان ما انتشر إلى خارج الاقتصاد الأمريكي، فقامت فروع المصارف العالمية المتواجدة بالبلاد النامية بسحب أموالها المودعة هناك ونقلها إلى المصارف الأم، مما أدى إلى نقل هذا الشح في السيولة إلى الأسواق المحلية لهذه الدول.

وبالموازاة مع هذه الأوضاع المتأزمة، كانت الاقتصادات الناشئة لدول أمريكا اللاتينية وجنوب آسيا أقل تأثراً، حيث لم تشهد خلال الأزمة خروجاً كبيراً لرؤوس أموال المصارف الأجنبية الناشطة في أسواقها المحلية، ويعود السبب في ذلك حسب تقديرات البنك الدولي إلى أن هذه الدول كانت تفرض على الدوام شروطها الصارمة على البنوك العالمية المتواجدة بأسواقها كالقبود على الصرف، وإلزامية الإقراض بالعملة المحلية، وهو ما صعب على تلك البنوك تحويل رؤوس أموالها إلى مصارفها الأم بعد اندلاع الأزمة.

نجد فنقول أن هذه الأزمة بينت بما لا يدع أي مجال للشك أن أسواق المال كانت تنشط في ظل بيئة مالية بمؤسسات تنظيمية ورقابية على الأنظمة المالية والمصرفية بمواصفات محلية فقط، دون أن تكون لها القدرة على التنظيم والرقابة على النظام المصرفي والمالي العالمي.

إن السمات المؤسسية والهيكلية للاقتصاد وخصوصاً لقطاعه المصرفي تحدد قابليته للتعرض للأزمات، وقد أثبتت دراسة قام بها باحثون في صندوق النقد الدولي بأن بلدان الأسواق النامية والبلدان الصناعية متماثلة في كون عوامل الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي هي المخاطر الأساسية التي تؤدي إلى حدوث الأزمات المصرفية، وتم التوصل إلى أن التحليل الجيد لمختلف المخاطر التي تواجهها البنوك والطريقة التي يمكن أن تتأثر بها بالتغيرات الحاصلة على مستوى الاقتصاد الوطني والاقتصاديات الإقليمية يمكن أن يكون مهماً ومفيداً لصناع السياسات والباحثين على حد سواء، ومن جهة أخرى فإنه يجب إجبار البنوك على احترام وتبني أنظمة وقواعد صارمة للرقابة الداخلية بهدف الحد من التأثيرات المفردة للخطر، كما أن تدعيم السلطات للإشراف المصرفي والمسؤولين على الرقابة الخارجية هو أمر مرجو لإنزال العقاب على سلوكيات المضاربة، مما يمنح دافعاً للاستقرار والتوازن للنظام المصرفي⁽⁴⁸⁾.

④ هروب الأموال الوطنية إلى الخارج

إن إحدى أكبر الأخطار المترتبة عن عولمة الأسواق المالية النامية هي ظاهرة تدويل المدخرات الوطنية، فقد أصبحت هذه المدخرات تحبذ التوظيف خارج الحدود الوطنية لاعتبارات عديدة ومتباينة، والغريب في الأمر أن أكثر الدول النامية تعرضا لهذه الظاهرة هي تلك التي تعاني من عجوزات هيكلية في موازين مدفوعاتها، ومن فجوة متفاقمة بين معدلات الاستثمار ومعدلات الادخار، فضلا عن الديون الخارجية المثقلة بها، ولعل أكبر تناقض وقعت فيه هو إقبال الكثير منها على فتح حسابات رأس المال لديها والسماح لرؤوس الأموال الأجنبية بالاستثمار والتعامل في أسواق النقد والمال المحلية دون شروط، مستفيدة بذلك من مزايا وإعفاءات ضريبية وغيرها من الحوافز التي تتنافس هذه الدول على تقديمها وتوفيرها للأجانب لكسب استثماراتهم، لكنها وبالمقابل سمحت باستثمار المدخرات الوطنية في أي مكان من العالم، لذلك فإن صافي الاستثمارات المحققة في البلاد النامية ليس بالقدر الذي يستحق التثمين. فالبيانات المتوفرة تعطي صورة دقيقة عن مدى خطورة هذه الظاهرة، إذ أن بعض الدول تفوق فيها نسبة الأموال الوطنية الهاربة للخارج إلى رؤوس الأموال المتدفقة للداخل 100 في المائة، بل وأكثر من ذلك فهناك دول أخرى تستثمر ما بين 50% و95% من إجمالي ديونها الخارجية في الخارج. ويبقى تقدير الحجم الفعلي لرؤوس الأموال الوطنية التي تغادر كل سنة البلاد النامية وتفضل الاستثمار خارج الحدود الوطنية أمرا صعبا، ورغم ذلك فهناك تقديرات عديدة أعطيت من خلال عدة دراسات وأبحاث أجريت، فمثلا أدى إعلان بنك الاحتياط الفدرالي الأمريكي في 18 ماي 2013 عن التقليل التدريجي في برنامجه الخاص بشراء الأصول- المعروف باسم "التخفيف الكمي"، وشروعه في تنفيذ خطة الخفض في يناير 2014 إلى حدوث انقلاب مفاجئ في وجهة التدفقات الرأسمالية إلى خارج الأسواق الناشئة وبتجاه الأسواق المتقدمة. وبذلك تحولت الأسواق التي كانت تعدّ الوجهة المفضلة لرؤوس الأموال العالمية خلال السنوات القليلة الماضية فجأة إلى مخرج طوارئ للمستثمرين الراغبين في الهروب. ونتيجة ذلك، وحسب إحصائيات مؤسسة الدراسات الاقتصادية EPFR غلوبال فقد تم سحب رؤوس أموال بحدود 100 مليار دولار أميركي من صناديق السندات والأسهم في الأسواق الناشئة خلال آخر ثمانية أشهر من العام 2013⁽⁴⁹⁾. وهو ما أدى إلى إضعاف شديد لعملات الأسواق الناشئة، وإلى تشديد في سياسات الاقتصاد الكلي، وتراجع في أنشطتها الاقتصادية. كما يشير تقرير المؤتمر القومي العربي 2000 إلى أن حجم الأموال العربية المستثمرة في الخارج يبلغ حوالي 800 مليار دولار أمريكي، مقارنة بحجم الاستثمارات الأجنبية المتراكمة في البلدان العربية والتي لا تتجاوز 60 مليار دولار أمريكي⁽⁵⁰⁾.

وربما تعود ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى تشديد السياسة النقدية في سياق مساعي السلطات لتثبيت القيمة الخارجية لعملتها الوطنية، وهو ما يضغط أكثر على رؤوس الأموال الوطنية للهروب نحو الخارج⁽⁵¹⁾، وحسب استطلاعات صندوق

النقد الدولي لآراء أصحاب رؤوس الأموال الهاربة، فإن هؤلاء ليست لديهم الثقة التامة في إمكانية تحويل أرصدهم السائلة إلى عملات أجنبية- في ظل سياسة نقدية متشددة-، وفي ذات الوقت فهم يمتلكون أرصدة محلية ممولة أساسا من هذه الدول، لذلك فتشديد السياسة النقدية تدعيما لبرنامج التثبيت سوف يلقي حتما معارضة شرسة من أصحاب رؤوس الأموال الوطنية، ويؤدي إلى خلق ضغوط على الاقتصاد الوطني، وزيادة حدة هجرة الأموال الوطنية نحو الخارج.

إن هروب رؤوس الأموال الوطنية قد يؤدي إلى تخفيض معدلات الاستثمار، ورفع معدلات البطالة، وتحجيم الآثار الايجابية التي قد تترتب عن التدفقات الرأسمالية الأجنبية للدخل⁽⁵²⁾، كما قد يؤدي أيضا إلى الإضرار بميزان المدفوعات باعتباره مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية للبلد والتأثير سلبي على قدراته في خدمة ديونه الخارجية، وعلى صافي تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية. ويبقى أمر كبح الظاهرة غاية في الصعوبة حتى في أحسن الظروف، فإن لم تتخذ الدول إجراءات رديعة واسعة النطاق، فلن يكون ضمان البلد لتدفقات رأسمالية أجنبية كبيرة لوحده ناجعا وفعالا لإنهاء أزمة مالية ربما يكون أساسها مشكل ثقة.

⑤ المخاطر المصاحبة للتقلبات الفجائية لرأس المال⁽⁵³⁾

لقد تغيرت تركيبة التدفقات الرأسمالية باتجاه البلاد النامية خلال العقد الأخير من القرن الماضي بصفة كبيرة، حيث زادت التدفقات الخاصة باضطراب مقابل تراجع كبير لتدفقات القروض المصرفية، بدليل الارتفاع الكبير جدا في حجم رؤوس الأموال المتجهة للاستثمار في محافظ الأوراق المالية. وتحليل حركة التدفقات الرأسمالية يظهر أن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية يتميز بالضخامة والسرعة في الحركة، وكما هو معروف فإن شدة تقلب الاستثمارات في الحوافز المالية أعلى بكثير منها في الاستثمارات المباشرة وربما يعود السبب في ذلك إلى أن النوع الأول من الاستثمار تحكمه عوامل قصيرة الأجل ويهدف بالأساس إلى تعظيم المكاسب وفي آمد قصيرة، عكس النوع الثاني الذي يهتم بتحقيق الأرباح على المدى البعيد وتحكمه اعتبارات نمو الأسواق، والدخل الوطني، والتغيرات الهيكلية التي تحصل في اقتصاد البلد المضيف للاستثمارات، كما أن الاستثمار الأجنبي المباشر غالبا ما يكون في صورة طاقات إنتاجية جديدة أو استحواذ على طاقات إنتاجية قائمة، لذلك فإن تصفية هذه الطاقات ليس ممكنا على المدى القصير خصوصا في حالات التكامل والاندماج مع فروع أخرى للشركة في الخارج، وهذا عكس الاستثمار في محفظة الأوراق المالية شديد التأثير بالعوامل النفسية للمتعاملين وبالمعلومات والتوقعات التي بحوزتهم. فالقرارات الاستثمارية المتعلقة بالحوافز المالية ذات حساسية بالغة تجاه الأوضاع السائدة على المدى القصير، ففي حالات الأزمة يسارع المستثمرون إلى تصفية استثماراتهم وتحويل أموالهم إلى الخارج، مقابل ذلك فإنهم يعودون مرة ثانية حينما تسترجع الأسواق استقرارها وثقتها. هذا الدخول والخروج السريع والمفاجئ لرؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية تترتب عنه انعكاسات سلبية على الاقتصاد الوطني فيما يتعلق

بسعر صرف العملة الوطنية، وأسعار الأصول، ومعدلات التضخم... الخ، وهنا يقول المفكر الاقتصادي جوزيف ستيجليتز بأن ما هو واضح دائما للعيان أن تحرير حساب رأس المال هو في الغالب خطر لا يجلب معه أي شيء⁽⁵⁴⁾.

⑥ إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية

إن عملية عولمة الأسواق المالية النامية إذا حدثت بشكل تام وزادت درجة التكامل مع السوق المالي العالمي فإن ذلك من شأنه أن يفقد البلد سيطرته الكاملة على سياسته النقدية والمالية.

ففي إطار السياسة النقدية، فإن تحقيق الشفافية والحرية في حركة الصرف الأجنبي قد يدفع رؤوس الأموال إلى الانتقال عبر الحدود الوطنية وبحرية تامة، وهنا قد يتلقى البلاد تدفقات ضخمة من الأموال تكون غير متوقعة، وتحدث بدافع انخفاض أسعار الفائدة وتدهور معدلات النمو المحققة في الدول الصناعية واستهداف الفرص المجزية التي تتيحها أسعار الفائدة المحلية المرتفعة في ظل سعر الصرف الثابت، فبتثبيت سعر الصرف يمكن للدولة تخفيض تكاليف المعاملات وخطر الصرف التي يمكن أن تعيق الاستثمار والتجارة، لذلك فنتبني سعر صرف ثابت هو ملاذ اسمي معتمد للسياسة النقدية. وفي ظل الجمع بين سعر الصرف الثابت والاندماج الكامل للأسواق المالية تصبح السياسة النقدية بلا قوة⁽⁵⁵⁾، حيث تفقد السلطات النقدية تحكمها في حجم الكتلة النقدية، وأي تقلبات في العملة أو العملات التي قامت الدولة بتثبيت سعر صرف عملتها الوطنية على أساسه سوف تؤثر على العملة الوطنية، وما يتبع ذلك من تضخم وتغير في أسعار الفائدة الحقيقية. ومع زيادة درجة التحرير المالي يفقد البنك المركزي قدرته على تحديد سعر الفائدة، فزيادة التدفقات الرأسمالية تزداد درجة التشابك والارتباط ما بين أسعار الفائدة المحلية قصيرة الأجل من جهة وأسعار الفائدة الخارجية قصيرة الأجل، وتوقعات سعر الصرف على المدى القصير من جهة أخرى- حالة تكافؤ سعر الفائدة المغطى⁽⁵⁶⁾، وأي محاولة من البلد لوضع أسعار الفائدة وأسعار الصرف بشكل يتنافى مع تكافؤ سعر الفائدة المغطى سوف تؤدي إلى تدفقات رأسمالية كبيرة قصيرة الأجل في إحدى الاتجاهين، وهنا تفقد السلطات النقدية سيطرتها على السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف لتحقيق أهداف منفصلة للاقتصاد الكلي، وتصبح متوقفة على مدى زيادة حراك رأس المال⁽⁵⁷⁾.

أما فيما يتعلق بالسياسة المالية، فإنه ومع عولمة البلاد النامية لأسواقها المالية سوف تتاح للمستثمرين المحليين فرص عديدة للوصول إلى أي مكان من العالم أين تكون معدلات الربحية مرتفعة. وفي الحالات التي تكون الاستثمارات تحت وطأة أعباء ضريبية مرتفعة في الاقتصادات المصنعة، فإنه بإمكانها التوجه نحو دول أخرى أين معدلات الضرائب على الأرباح والدخول منخفضة، لذلك فإن الاقتصاد العالمي يشهد تسابقا كبيرا بين مختلف الوحدات الاقتصادية المكونة له في مجال التخفيضات الضريبية إلى حدود أدنى تضمن اجتذاب أكبر قدر ممكن من الاستثمارات الأجنبية،

مما يؤدي إلى تأثيرات سلبية مزدوجة تتمثل في تخفيض الحصيلة الضريبية للدولة التي تعتبر موردا رئيسيا للإنفاق العام، وإضعاف السياسة المالية وعدم قدرتها على تحقيق الأهداف العامة التي من المفروض أنها جوهر وجودها. كما أن الزيادة المضطربة لخروج رؤوس الأموال نحو الواحات الضريبية، غالبا ما يجعل الحكومات تلجأ مضطرة إلى تخفيض الأعباء الضريبية على نشاط الشركات إلى أدنى الحدود لإيقاف هذا النزيف، وسيكون ذلك حتما على حساب برامجها الاجتماعية التي سيتم التضحية بأجزاء هامة منها لتغطية عجوزات الموازنة العامة.

الخاتمة

على الرغم من أن عولمة الأسواق المالية النامية تعد سببا مباشرا في تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة إلا أنها تحمل العديد من المخاطر والأزمات التي تهدد استقرار كيان الاقتصادات النامية، وهو ما توصل إليه فعلا البروفيسور "بول كروجمان Paul Kraugman" الأستاذ بمعهد ماسوشتس للتكنولوجيا بعد دراسته لمسلسل الأزمات في العقود الأخيرة، في كتابه الشهير "لماذا تعاود الأزمات مجددا وعلى الدوام" "Pourquoi les crises reviennent toujours"، إلى درسين مهمين هما(58):

1. أن الليبرالية الجديدة ليست هي الترياق ولا الدواء السحري الشافي من كل الأمراض كما توهم الجميع يوما.
2. وأن الأسواق المالية ليست بريئة، ولا هي بعيدة عن اللوم في هذه الأزمات، وبخاصة في البلدان التي هي في طريق النمو.

لذلك فإن استمرار تطور الأسواق المالية في البلاد النامية سوف يقع على عاتق سلطات الإشراف والتنظيم مهمة إقامة أنظمة مالية قوية ومواجهة الأزمات عند حدوثها، من هنا يصبح الإشراف الرسمي على المؤسسات والأسواق المالية عنصرا مهما جدا ومتما للادارة الداخلية وانضباط السوق، فهناك توافق في الآراء بين المشرفين على النظام المالي في عديد الدول على ضرورة إيجاد إطار دولي قوي ومتناسك للمعايير المالية والإشرافية، وأنجع الأساليب الكفيلة بتعزيز الأنظمة المالية القوية في جميع، وهنا يتوجب على السلطات في البلاد النامية مراعاة الكثير من القضايا قبل تحرير أسواقها المالية في صورة:

- دعم وتأهيل القطاع المالي والنقدي بصفة عامة والجهاز المصرفي بصفة خاصة قبل الانفتاح المالي.
- تفادي الإيقاع السريع في تحرير السوق المالي دون أن يكون ذلك مرفوقا بتنمية قدرات الحكومة على إدارة ذلك التحرير والرقابة عليه.
- التعامل بصورة مسؤولة مع مخاطر الأسواق المالية بتبني سياسات تقوم على ركائز قوية من الإصلاحات الجذرية، واتخاذ تدابير وإجراءات وقائية من شأنها توفير الحماية اللازمة ضد مختلف الأخطار المحتملة.

• رفع نسبة الادخار الوطني للنتائج المحلي الإجمالي، وتاليا التقليل من الحاجة للتمويل الخارجي، فضلا عن تشجيع الادخار الوطني في عملية النمو الاقتصادي النوعي، وهذا يتطلب ضرورة تدعيم وتفعيل دور الأسواق المالية ومؤسساتها، وخلق أدوات مالية تستهوي المواطنين وتناسبهم سعرا ومردودا واستحقاقا.

وفي الأخير ينبغي التأكيد على أنه من الضروري التروي عند تحرير الأسواق المالية وعدم التسرع، وسيكون ربما من الأفضل التعامل بنوع من الجراءة مع المشكلات الأساسية التي تواجه قطاع الشركات والقطاع المالي، وأن يتم خلق بيئة سليمة تساهم في التخصيص الأمثل لرؤوس الأموال المتدفقة نحو الداخل، وأن تكون هناك تصورات بشأن المخاطر المتصلة بعملية التحرير وتقليلها قدر الإمكان. فالدول يمكنها أن تختار إما أن يتوجب عليها إدخال ضوابط صارمة وحازمة وفعالة على الطراز الغربي، تكون مقرونة بأنظمة صرف يعتمد عليها، وتقييد شديد على الديون والأصول المقومة بالعملة الأجنبية في قطاعاتها المالية، أو يتوجب عليها في إرجاء عملية التحرير إلى وقت لاحق.

ويبقى الأمر الأكثر أهمية هو التسلسل الملائم لإجراءات الانفتاح، لضمان أن يكون النظام المالي للبلد المعني قادرا على توجيه رأس المال نحو قنوات الاستثمار المنتجة والمجزية، ويجب أن تكون العملية جزءا من برنامج أكبر للإصلاح الاقتصادي، وأن يتم تنسيقها مع الاقتصاد الكلي الملائم، ومع السياسات الاقتصادية القطاعية، ومع سعر الصرف، وهنا لا بد من التأكيد على أن القضية برمتها تتعلق بنتائج البرامج الإصلاحية أكبر من تعلقها بسرعة التحرير. كما أن تحرير التدفقات الرأسمالية إلى الداخل، والمارة عبر الجهاز المصرفي من الضروري تدعيمها بإصلاحات مصرفية، وزيادة الشفافية، وتحسين تدفق المعلومات حتى يمكن للأسواق اتخاذ الإجراءات المستندة إلى حقائق ميدانية وتقليل المخاطر الناجمة عن عدم الثقة في السوق، باعتبار العلاقة الموجودة بين البنوك وأزمة سعر الصرف من جهة والبورصة من جهة أخرى، إضافة إلى علاقة التغذية المرتدة الموجودة بين سوق النقد وسوق رأس المال، خاصة في حالة التحرير المالي وتحديد قابلية العملة الوطنية للتحويل أو التعويم الكامل.

قائمة المراجع

• الكتب

- باللغة العربية

1. أديب ديمتري، دكتاتورية رأس المال، دار المدى للثقافة والنشر، 2002.
2. بابكر الشيخ، غسيل الأموال، آليات المجتمع في التصدي لظاهرة غسيل الأموال، دار الجامد للنشر والتوزيع-الأردن، 1999.
3. جلال أمين، العولمة والتنمية العربية من حملة نابليون إلى جولة الأوروغواي، 1798-1998، مركز دراسات الوحدة العربية-بيروت، سبتمبر 1999.
4. حسن لطيف كاظم الزبيدي، العولمة ومستقبل الدور الاقتصادي للدولة في العالم الثالث، دار الكتاب الجامعي- الإمارات العربية المتحدة، 2002.
5. حازم الببلاوي، دور الدولة في الاقتصاد، دار الشروق، الطبعة الأولى، 1998.
6. رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي- القاهرة، الطبعة الأولى، 1999.
7. سعيد النجار، السياسات المالية و أسواق المال العربية، صندوق النقد العربي و الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي و الاجتماعي، شركة أبو ظبي للطباعة و النشر.
8. سميح مسعود، الأزمة المالية العالمية نهاية الليبرالية المتوحشة، المركز الكندي لدراسات الشرق الأوسط - مونتريال، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2010.
9. صلاح الدين حسن السيسي، القطاع المصرفي والاقتصاد الوطني، القطاع المصرفي وغسيل الأموال، عالم الكتب، الطبعة الأولى، 2003.
10. ضياء مجيد الموسوي، العولمة واقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية- الجزائر، الطبعة الثانية، 2005.
11. عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2002/2000.
12. عبد الحي زلوم، نذر العولمة، المؤسسة العربية للدراسات والنشر- بيروت، الطبعة العربية الثانية، 2000.
13. عمرو محي الدين، أزمة النمر الآسيوية، الجذور والآليات والدروس المستفادة، دار الشروق، القاهرة، الطبعة الأولى، 2000.
14. محسن أحمد الخضير، العولمة: مقدمة في فكر واقتصاد وإدارة عصر اللادولة، مجموعة النيل العربية.
15. ميشيل تشوسودوفيسكي، عولمة الفقر، ترجمة محمد مستجير مصطفى، مجلة سطور، 2000.

16. هانس بيتر مارتن وهارولد شومان، فخ العولمة، الاعتداء على الديمقراطية والرفاهية، ترجمة عدنان عباس علي، سلسلة عالم المعرفة رقم 238، المجلس الأعلى للثقافة والفنون والآداب/الكويت، أكتوبر 1998.

- باللغة الفرنسية

1. Bertrand Blancheton, La mondialisation Principe, Histoire et Perspective, Edition de De Boeck Université, Belgique, Septembre 2009.

2. Joseph E. Stiglitz, La grande désillusion, Traduit de l'anglais (Américain) par Paul Chemla, Janvier 2003.

3. Louis Miotti, Dominique Plihon, "Libéralisation financière, spéculation et crise bancaires", L'économie Internationale- Revue de CEPII, N°86, la documentation française/ Paris, 2001.

4. Maurice Durosset, La mondialisation de l'économie, Ellipses- Paris, décembre 1994.

• البحوث والمقالات

- باللغة العربية

1. "عين على العاصفة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد 4، ديسمبر 2002.
2. ادواردو انينات، دانييل هاردي، باري جونستون، "مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد 03، سبتمبر 2002.
3. إيهان كوزلا وإيسوار براساد، "تحرير قيود حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 41، العدد 03، سبتمبر 2004.
4. باري ايشنجرين ومايكل موسى، "صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 04، ديسمبر 1998.
5. باري جونستون، "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 04، ديسمبر 1998.
6. بيترج. كويرك، "غسيل الأموال: يثير التشوش في الاقتصاد الكلي"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 34، العدد 01، مارس 1997.
7. بريندا جونتايلث، إيرموسيو، "استنباط مؤشرات لتوفير إنذار مبكر بالأزمات المصرفية، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 36، العدد 02، جوان 1999.
8. جيرد هاوسلر، "عولمة التمويل"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 38، العدد 01، مارس 2002.
9. كوميكو يوشيناري، "فرص الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 28، العدد 03، سبتمبر 1991.

10. مالكولم نايت، " الدول النامية والتي تمر بمرحلة انتقال تواجه العولمة المالية"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 36، العدد 02، يونيه 1999.
11. دانيال س. هاردي، "هل يمكن التنبؤ بأزمات النظام المصرفي؟"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 04، ديسمبر 1998.
12. ديباك ميشرا وأشوكا مودي وأنتو بانيني مرشد، "تدفق رؤوس الأموال الخاصة والنمو"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 38، العدد 02، جوان 2001.

- باللغة الفرنسية

1. Manuel Guitián, «Le défi posé par la gestion des flux de capitaux», Finance et développement, Volume 35, Numéro 02, Juin 1998.
2. Département des études du FMI, "Stabilité des flux de capitaux et spéculation sur les monnaies", Finance et développement, Volume 34, Numéros 04, Décembre 1997.

• التقارير والملتقيات

1. تقرير البنك الدولي عن بحوث السياسات، العولمة، والنمو، والفقر: بناء اقتصاد عالمي شامل، ترجمة هشام عبد الله، المؤسسة العربية للدراسات والنشر-بيروت، الطبعة العربية الأولى 2003.
2. تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2010.
3. منصور عبد الله، "عولمة قواعد الضبط المصرفي وانعكاساتها على إقراض الدول النامية"، الملتقى الدولي حول العولمة المالية، جامعة باجي مختار-عنازة، أيام 7 و 8 ديسمبر 2004.

• المواقع على شبكة الانترنت

1. موقع منظمة الشفافية العالمية www.transparency.org