



التدفقات المالية العالمية وإشكالاتها

د. أحمد طلفاح



مقدمة

- التدفقات المالية: تعريفها، أشكالها وخواصها .
- التطورات الحديثة للتدفقات المالية والعوامل المفسرة لها .
- المنافع والمخاطر المرتبطة بالاندماج المالي .
- محددات التدفقات المالية .
- السياسات الاقتصادية اللازم اتخاذها لتقليص المخاطر .
- الاستنتاجات .



المقدمة

- تزايدت وتيرة التدفقات المالية العالمية بشكل مضطرد في العقد الماضي.
- الاندماج المالي عملية متواصلة وهي نتيجة حتمية للعولمة.
- هناك أرباح كامنة ومهمة من جراء الاندماج المالي تمثل في الاستفادة من الخبرات الإدارية وتوطين التكنولوجيا والوصول إلى الأسواق ومصادر التمويل.
- هناك أيضاً مخاطر محتملة كما أثبتت التجارب الحديثة (المكسيك 94، دول شرق آسيا 1997، روسيا 98، البرازيل 99، تركيا 2000 والأرجنتين 2002).



1. التدفقات المالية: تعريفها، أشكالها وخواصها

1.1- تعريف التدفقات المالية

- هناك تعريفات مختلفة للتدفقات المالية الدولية.
- ولكن البنك الدولي يعرف صافي التدفقات المالية على أنها صافي التدفقات من القروض التي تزيد فترة استحقاقها عن سنة واحدة مطروحا منها التسديدات، بالإضافة إلى المساعدات الرسمية وصافي الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في محافظ الأسهم.



2.1- أشكال التدفقات المالية

* بناءً على التعريف السابق فإن التدفقات المالية تأخذ أشكالاً مختلفة:

- استثمارات أجنبية مباشرة (FDI).
- استثمارات في المحفظة - الأسهم - السندات.
- القروض (المسندة، تجارية - بين البنوك).



* وقد عرفت أونكاد الاستثمار الأجنبي المباشر أنه ذلك الاستثمار الذي ينطوي على علاقة طويلة المدى وتعكس مصالح دائمة ومقدرة على التحكم الإداري بين شركة في البلد الأم وشركة أو وحدة إنتاجية في بلد آخر.

* وبذلك فإن الاستثمار الأجنبي المباشر يشمل على ملكية حصة رأس مال عن طريق شراء الأسهم من الشركة التابعة عن طريق الدمج والاستحواذ أو الاقتراض والائتمان قصير أو طويل الأجل بين الشركة الأم والشركة التابعة.



3.1- خصائص التدفقات المالية

أهمية التعرف على الخصائص التالية لمختلف التدفقات لمعرفة "الأفضل":

- التكلفة .
- الشرطية (Conditionality) .
- تقاسم المخاطرة (التجارية - سعر الفائدة - سعر الصرف) .
- مشاركة الملكية الفكرية .
- التأثير على الاستثمار .
- احتمال العزوف والتراجع (Reversal) .



خصائص التدفقات المالية المختلفة (تابع)

نوع التدفق	التكلفة	الشرطية	تقاسم المخاطرة	مشاركة الملكية الفكرية	تأثير على الاستثمار	احتمال التراجع
رسمي: - قروض تنموية متعددة الأطراف	منخفضة	نعم	سعر الفائدة فقط	جزئياً	حسب التقسيم استهلاك/استثمار	لا
- قروض ثنائية	منخفضة	عادة	سعر الفائدة فقط	جزئياً	حسب التقسيم استهلاك/استثمار	لا
خاص: - استثمار أجنبي مباشر - أسهم - قروض - مسندة - تجارية - تجارية - بين البنوك - سندات	الأعلى عالي	ممكن لا	نعم نعم	نعم لا	نعم مرنعة	ضعيف جداً محدودة
	تجارية	لا	لا	لا	حسب التقسيم بين استهلاك واستثمار	نعم وتعتمد على الفترة
	تجارية	لا	لا	لا	//	ضعيفة جداً
	تجارية	لا	لا	لا	//	قوي جداً
	تجارية	لا	لا	لا	//	نعم يعتمد على الفترة

المصدر: J. Williamson; Development Policy Review 2001,19 (1):11-99



2. التطورات الحديثة للتدفقات المالية والعوامل المفسرة لها

1. تطورات التدفقات الخاصة ومسبباتها .

2. أسباب زيادة التدفقات المالية .



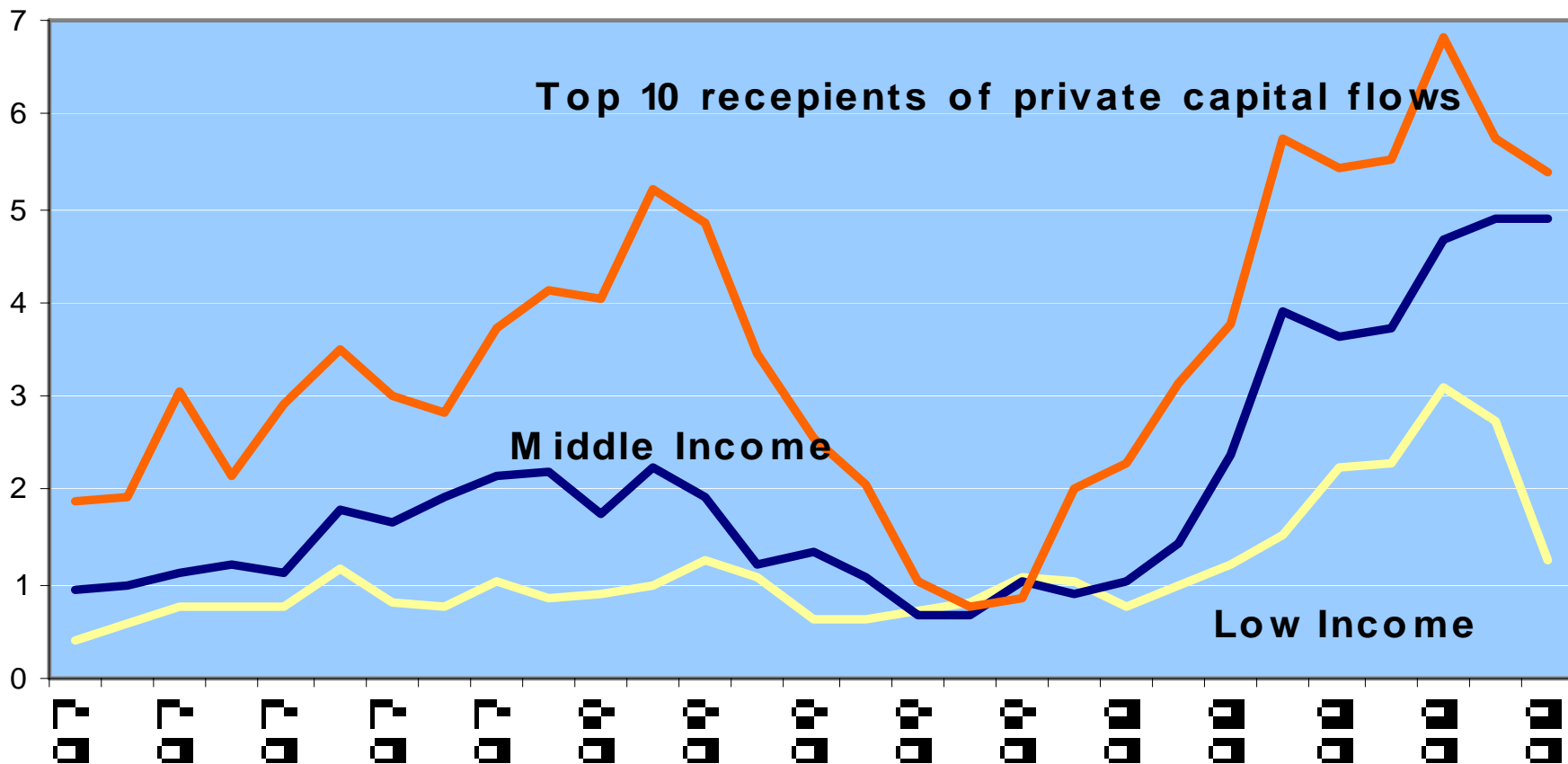
1.2- تطور التدفقات الخاصة ومسبباتها

- ارتفاع حجم هذه التدفقات ابتداء من منتصف السبعينات وسرعة أكبر في بداية التسعينات.
- ارتفاع حصة الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمارات في المحفظة على حساب التدفقات الأخرى مثل القروض المصرفية .
- تركيز جغرافي شديد لهذه التدفقات في دول أمريكا اللاتينية وآسيا وضعف حصة دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا .
- ارتفاع تذبذب هذه التدفقات أثر الأزمة المكسيكية 95 وأزمة دول شرق آسيا 97-98 .
- تدفقات القطاع الخاص أصبحت 5 أضعاف التدفقات الرسمية بعد ما كانت تستحوذ هذه الأخيرة على نصيب الأسد قبل التسعينات .



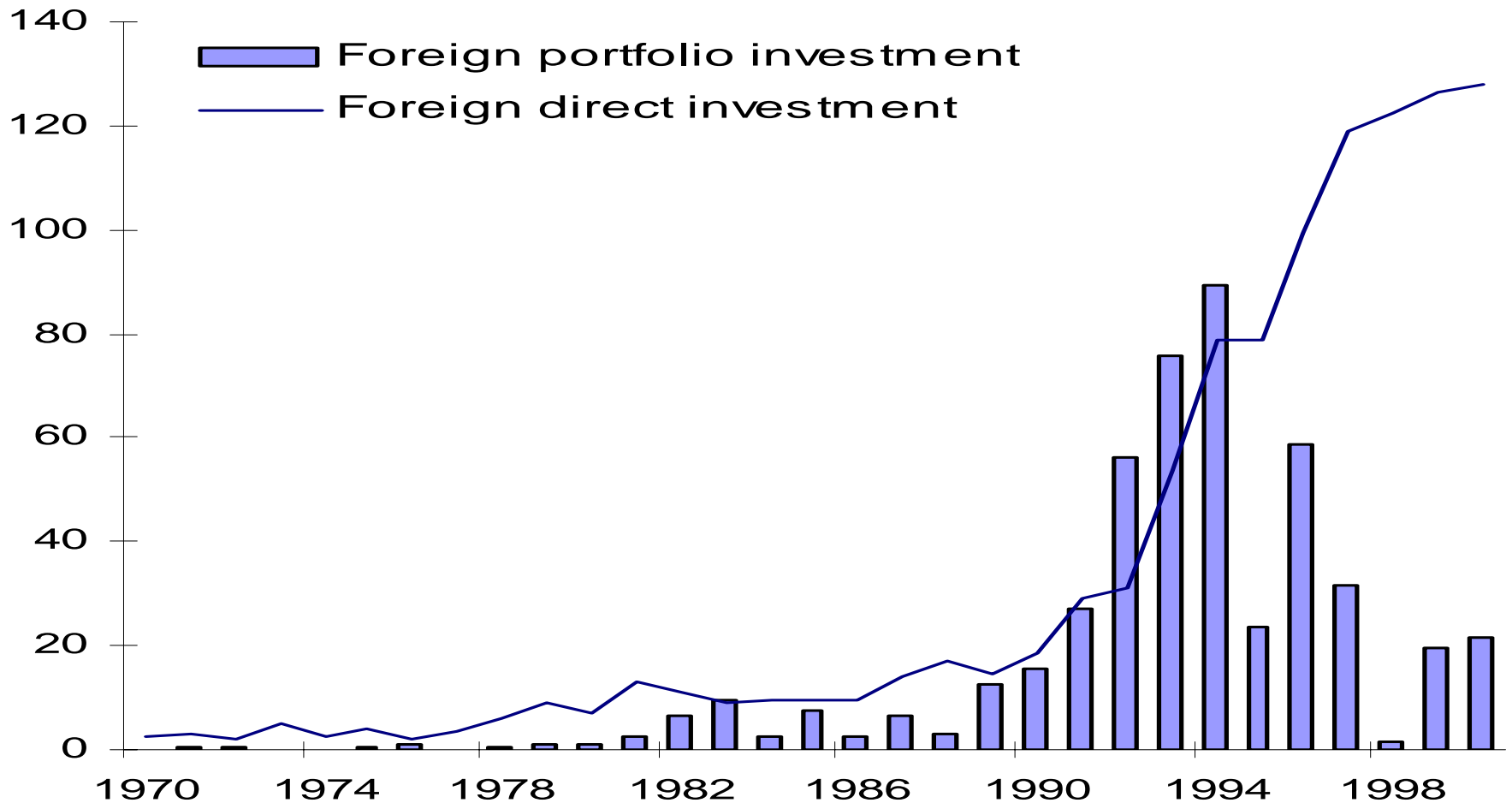
LDCs : Private Capital Flows, 1970-98

(in % of GDP)





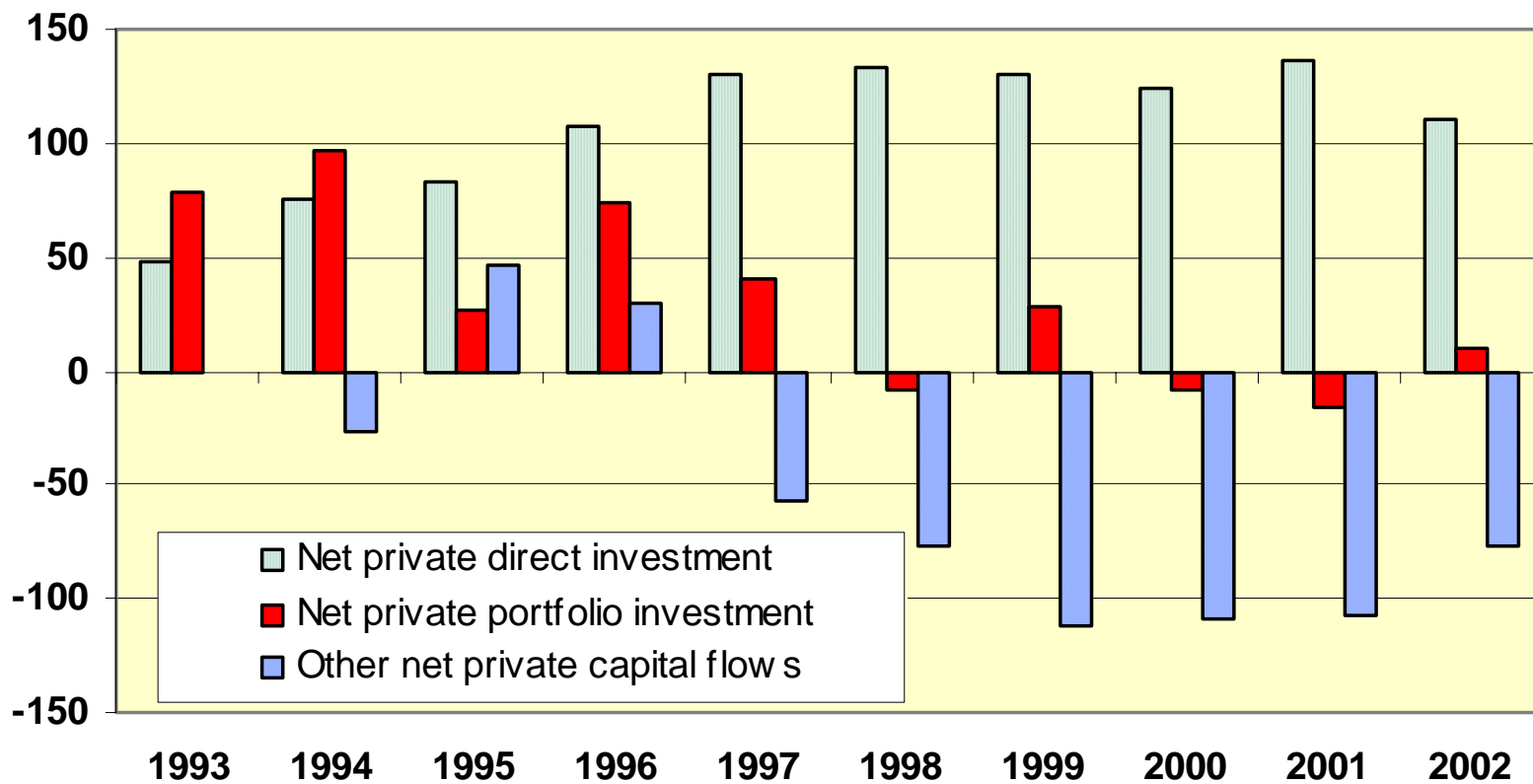
LDCs : Net Investment Flows, 1970-2000 (in billion U.S. dollars)





LDCs : Net Private Capital Flows

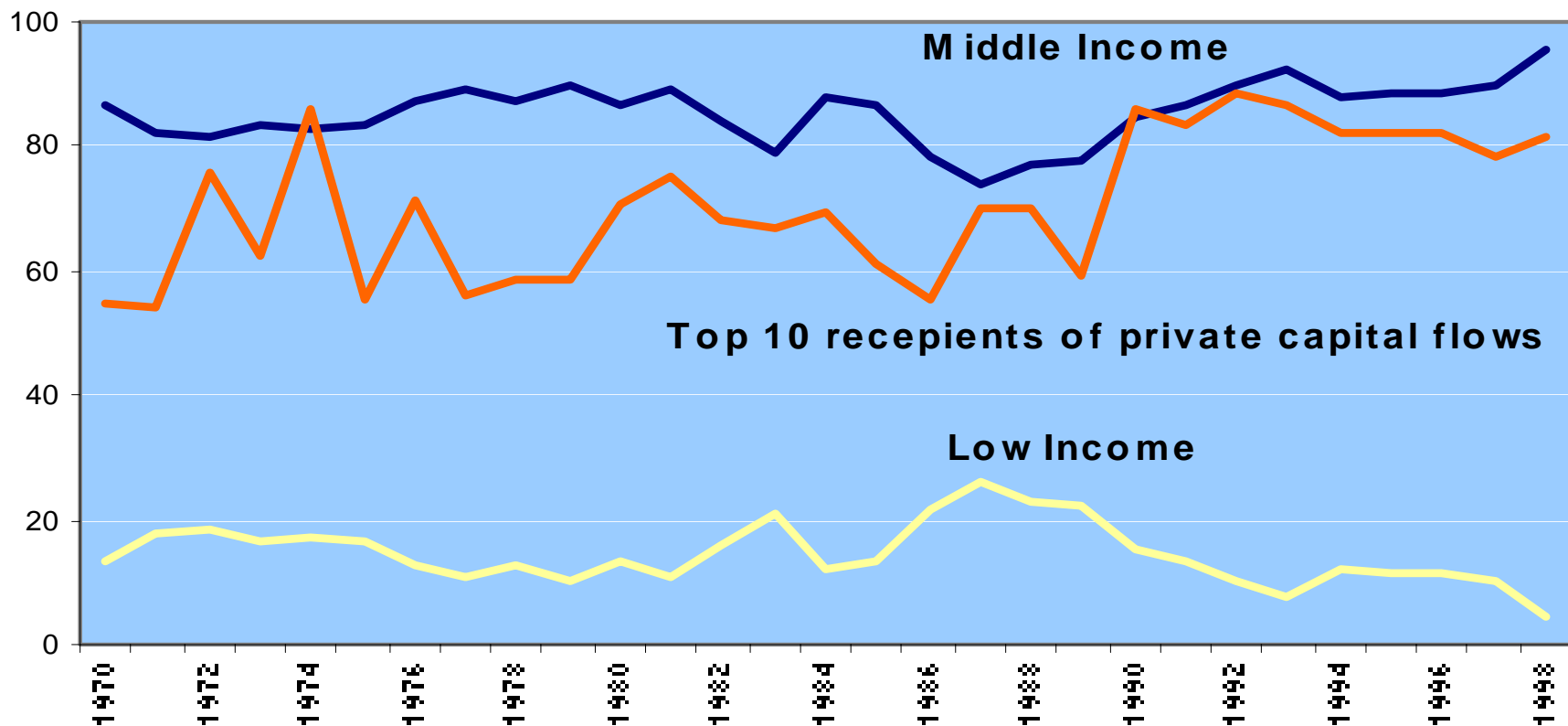
Billions of US\$





LDCs : Relative Shares in Private Capital Flows, 1970-98

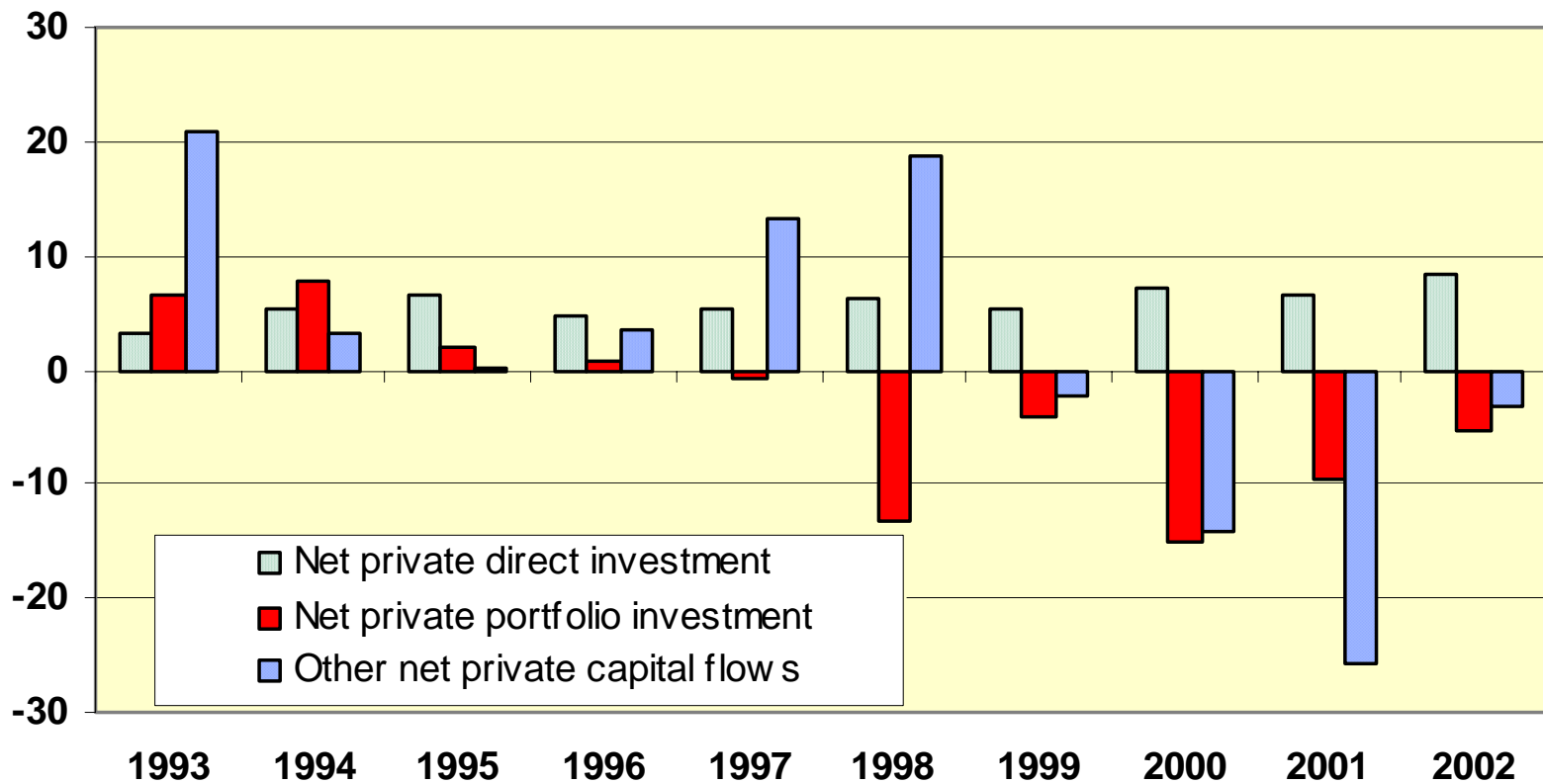
(%)





Middle East : Net Private Capital Flows

Billions of US\$





2.2- أسباب زيادة التدفقات المالية

- عولمة الاستثمار وتنوعه ودخول المؤسسات المالية كمستثمرين.
- تراجع حدة مشاكل مديونية الدول النامية.
- وضعية اقتصادية واعدة للدول النامية.
- تراجع حجم هروب رؤوس الأموال.

- تقدم تكنولوجيا المعلومات والاتصالات جعل الاستثمار أكثر انتشاراً جغرافياً.
- الانفتاح الاقتصادي للدول النامية عزز فرص تنوع الاستثمار وضمن عوائد مرتفعة بعد تصحيح هذه العوائد بعوامل المخاطرة.
- دخول صناديق التقاعد والضمان الاجتماعي والصناديق المالية وشركات التأمين بقوة عالم الاستثمار واعتماد العديد منها على الاقتراض للاستثمار.



تراجع حدة مشاكل مديونية الدول النامية

- تخفيف أعباء الديون المتراكمة على الدول النامية من خلال عدة مبادرات مثل مبادرة برايدي (The Brady Plan) وبرنامج الدول الفقيرة المثقلة بالديون (HIPC).

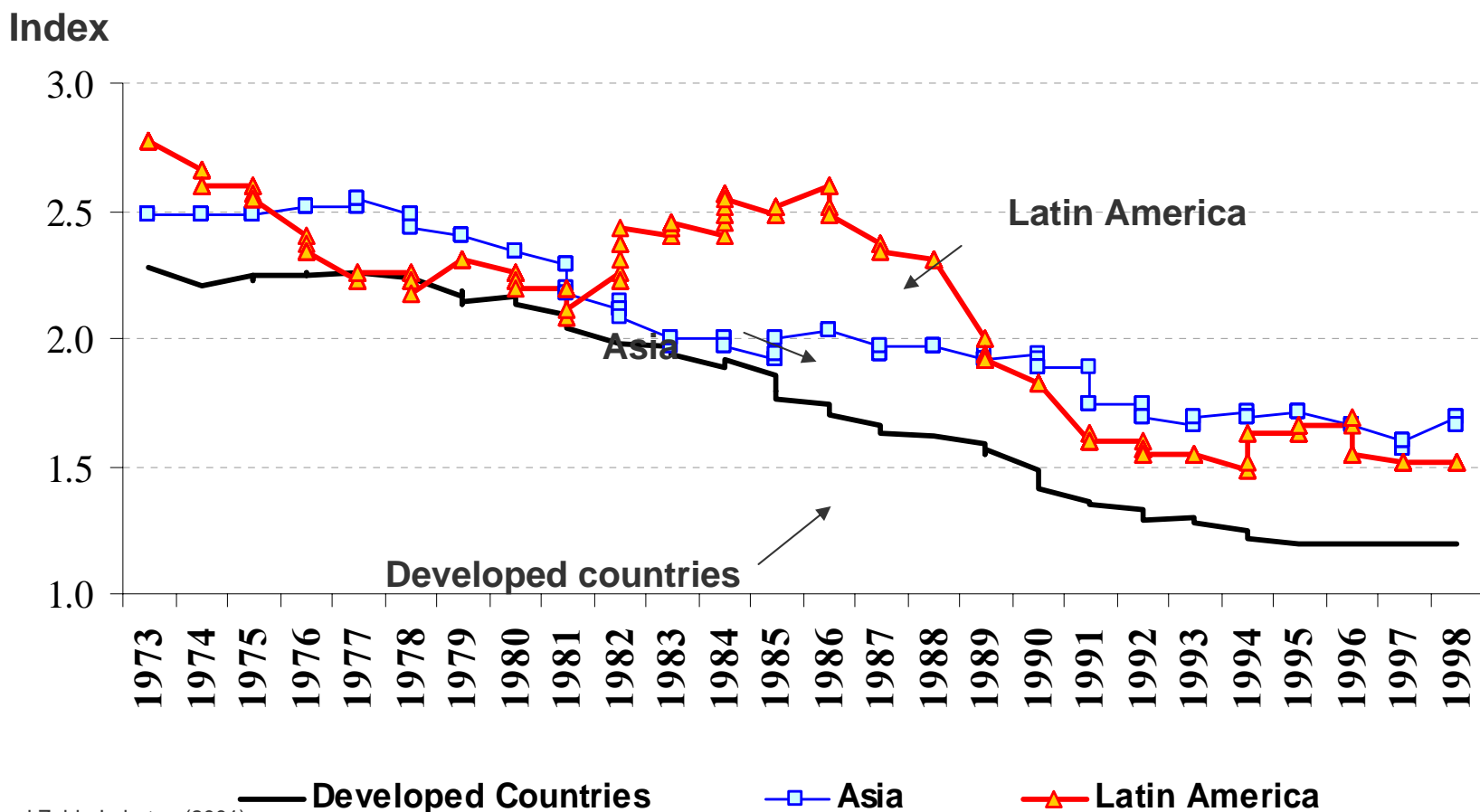


وضعية اقتصادية واعدة للدول النامية

- تطبيق برامج إصلاح اقتصادي شامل وتحرير عدة قطاعات لاسيما القطاع المالي والحد من الرقابة على التدفقات المالية.
- اتباع سياسات اقتصادية كلية أكثر توازناً خاصة في مجال مكافحة التضخم.



Financial Restrictions in Domestic Markets

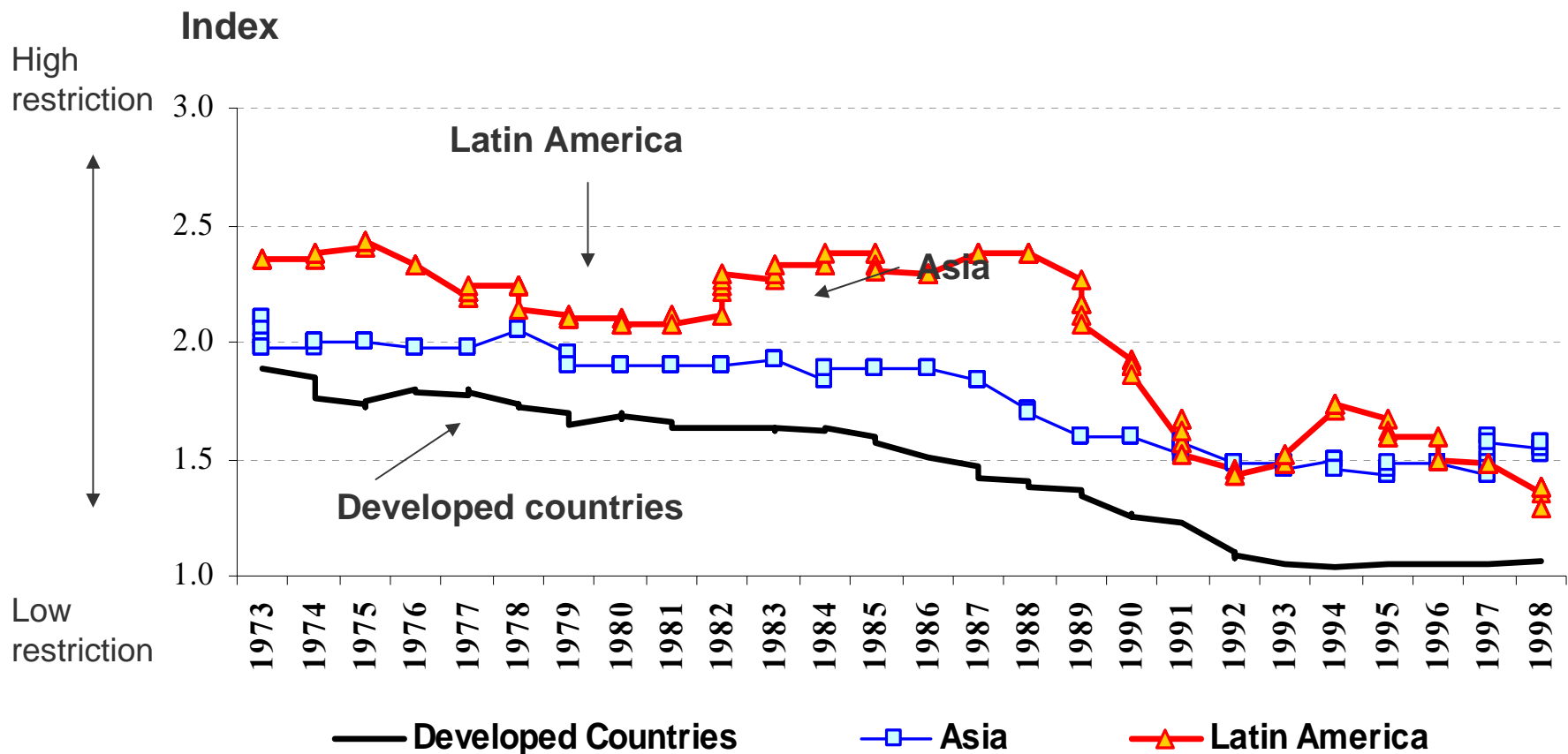


Source: Schmukler and Zoido-Lobaton (2001).

Note: The figure displays an index of the liberalization of domestic financial markets. The indexes cover the last 30 years for developed and developing economies. 3=High restrictions 2= Medium restrictions, and 1=No restrictions. Developed countries include Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Ireland, Italy, Japan, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Great Britain, and the United States. Asian economies include Hong Kong, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Taiwan, and Thailand. Latin American economies include Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, and Venezuela. The variable restrictions on financial markets is the average of five indicators including: 1. Lending interest rates; 2. Deposit interest rates; 3. Credit controls; 4. Reserve requirements; and 5. Deposits in foreign currency.



Financial Restrictions on Capital Account



Source: Schmukler and Zoido-Lobaton (2001).

Note: The figure displays an index of the liberalization of the capital account. The indexes cover the last 30 years for developed and developing economies. 3=High restrictions 2= Medium restrictions, and 1=No restrictions. Developed countries include Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Ireland, Italy, Japan, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Great Britain, and the United States. Asian economies include Hong Kong, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Taiwan, and Thailand. Latin American economies include Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, and Venezuela. The variable restrictions on the capital account is the average of six indicators including: 1. Borrowing abroad by banks; 2. Borrowing abroad by corporations; 3. Acquisition by foreign investors; 4. Multiple exchange rates/others; 5. Repatriation of capital; 6. Repatriation of income.



تراجع حجم هروب رؤوس الأموال

- خاصة في دول أمريكا اللاتينية نتيجة لتحسن الظروف الاقتصادية العامة.



ما هو الوزن النسبي لهذه العوامل في تفسير ارتفاع التدفقات؟

- تبين التجارب أن العوامل الخارجية مثل تغير أسعار الفائدة والسعر النسبي للأصول المالية والدورة الاقتصادية والعوامل المؤسسية المرتبطة بالرغبة في تنويع الاستثمار تلعب دوراً في نفس مستوى الأهمية من العوامل الداخلية المتعلقة بالمخاطر المالية، والاقتصادية والسياسية.



• الأهمية النسبية للعوامل الخارجية والداخلية يعتمد على الأقطار:

- العوامل الخارجية مهمة في دول أمريكا اللاتينية بينما العوامل الداخلية تأخذ أكثر أهمية في دول آسيا.
- في أقطار أفريقيا جنوب الصحراء تلعب العوامل الداخلية دوراً كبيراً.
- بالنسبة لدول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تمثل المديونية والانفتاح على الخارج عوامل مهمة في جذب التدفقات الخارجية.
- في بعض الأحيان تحصل تدفقات خارجية حتى في حالة عدم وجود إصلاحات اقتصادية واضحة (البرازيل وتركيا في بداية التسعينات).



3. المنافع والمخاطر المرتبطة بالتدفقات الأجنبية

1. المنافع المحتملة.

2. المخاطر المحتملة.



1.3- المنافع المحتملة

أ. تمهيد الاستهلاك (Consumption Smoothing)

- يقع تمهيد الاستهلاك لأن المستهلكين يخططون استهلاكهم لأكثر من فترة ويمكنهم توزيع الموارد بين الفترات.
- التدفقات تساعد على تمهيد الاستهلاك من خلال الاقتراض وقت الشدة والاقتراض وقت الرفاه.
- الأسواق الدولية تلعب دوراً مكماً للدورة الاقتصادية خاصة في حالة وجود صدمات مؤقتة.



(تابع): المنافع المحتملة

ب. رفع الاستثمار (Investment Leverage)

- تمثل التدفقات الخارجية عاملاً مكملاً للادخار المحلي الذي عادةً ما يكون غير كاف لتمويل المشاريع الاستثمارية في الدول النامية (أثر الحجم أو الكم).

- تحسين إنتاجية الاستثمار من خلال تحويل الموارد المالية إلى المشاريع أكثر ربحية (أثر النوعية أو الكيف).



(تابع): المنافع المحتملة

- إن أثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة على النمو أهم من التدفقات الأخرى لأن:

❖ تُسهّل انتقال المعرفة التكنولوجية والتنظيمية ويُحسّن من هيكل قوة العمل.

❖ هذا الأثر يكون أكثر قوة إذا توفر حد أدنى من رأس المال البشري ذي نوعية جيدة وتوفر حدّ أدنى من الدخل.



(تابع): المنافع المحتملة

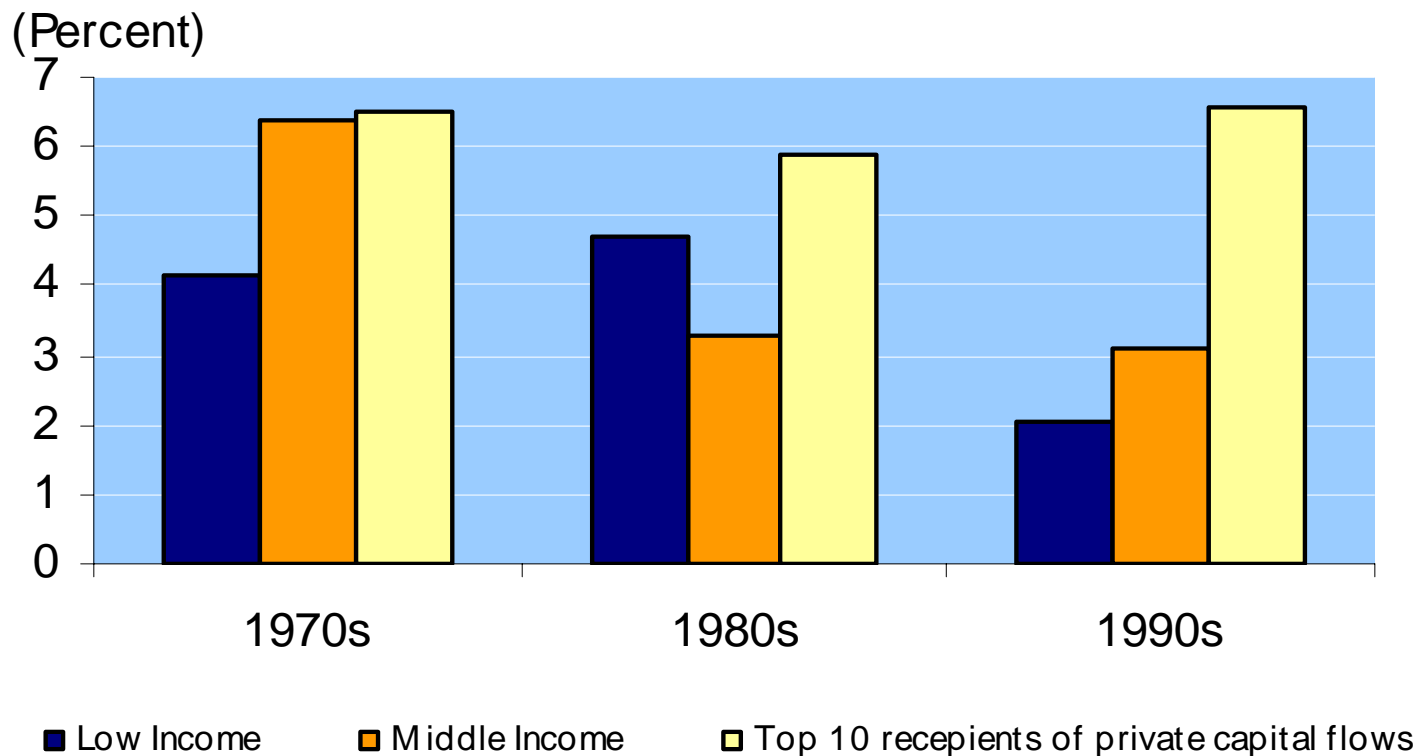
- التجارب:

- ❖ تفيد التجارب بأن الاستثمار الأجنبي المباشر يعد الأكثر تأثيراً على النمو مقارنة بالأشكال الأخرى للتدفقات (Bosworth and Collin, 1999).
- ❖ إن العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو هي علاقة ذات اتجاهين (Borensztein et al., 1998 and Gruben and Mcleod, 1998).
- ❖ تكامل بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة ونوعية رأس المال البشري لا سيما بلوغ مستويات تعليم عالية. (Borensztein et al., 1998).



LDCs :Growth Rate of Real GDP

(Annual averages per decade)



Note: Top 10 recipients are Argentina, Brazil, Chile, China, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Mexico, and Thailand.

Source: World Bank, *Global Development Finance* (2001).



(تابع): المنافع المحتملة

ج. تعزيز درجة الالتزام ونوعية السياسات الاقتصادية الكلية

- رفع تكلفة القيام بأخطاء على مستوى السياسات الكلية ومنفعة اتخاذ الاجراءات الملائمة وبالتالي التقليل من عدد الأخطاء وتعزيز سبل التحوط من الأزمات.

- الالتزام يحقق الاستقرار الاقتصادي الذي يساعد على استمرار النمو لأن التذبذب يؤثر سلباً على النمو.



(تابع): المنافع المحتملة

د. تحسين الكفاءة والاستقرار المالي:

- تساهم التدفقات المالية خاصة إذا اصطحبت بدخول البنوك الأجنبية وتعزيز دورها في:

❖ ضغط لتحسين شفافية وانسياب المعلومات وتحسين وسائل الرقابة وتعزيز المنافسة بين البنوك.

❖ اقتحام أفضل لأسواق رأس المال العالمية.

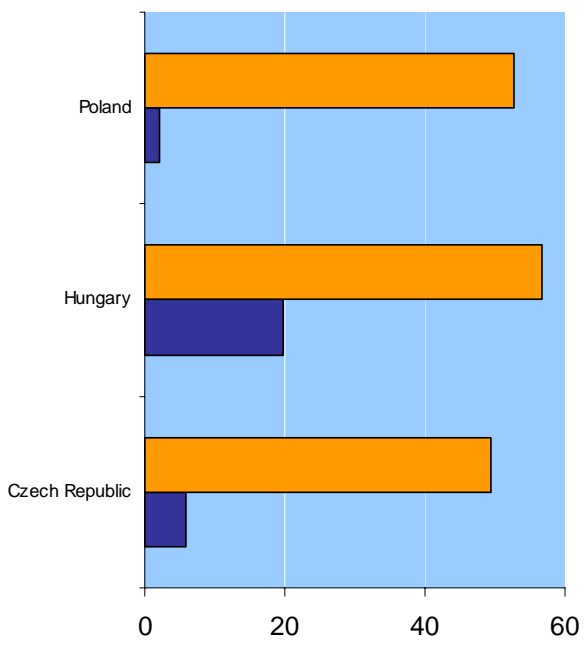


Foreign Banks Penetration 1/(%)

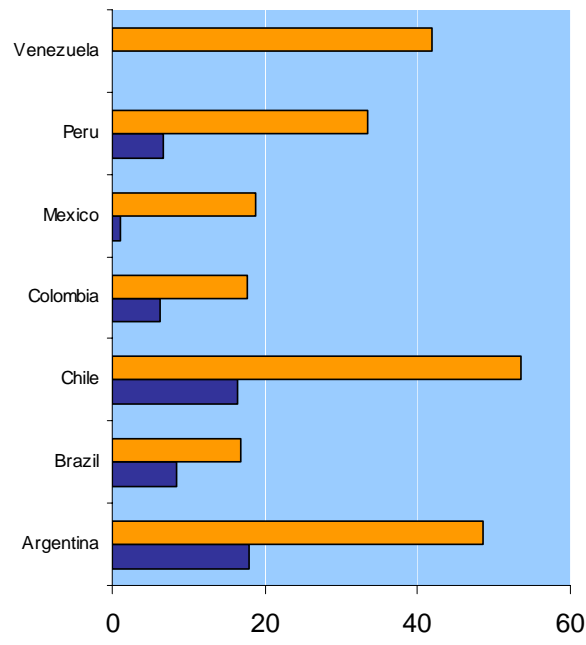
■ Foreign control, Dec. 1994 2/

■ Foreign control, Dec. 1999 2/

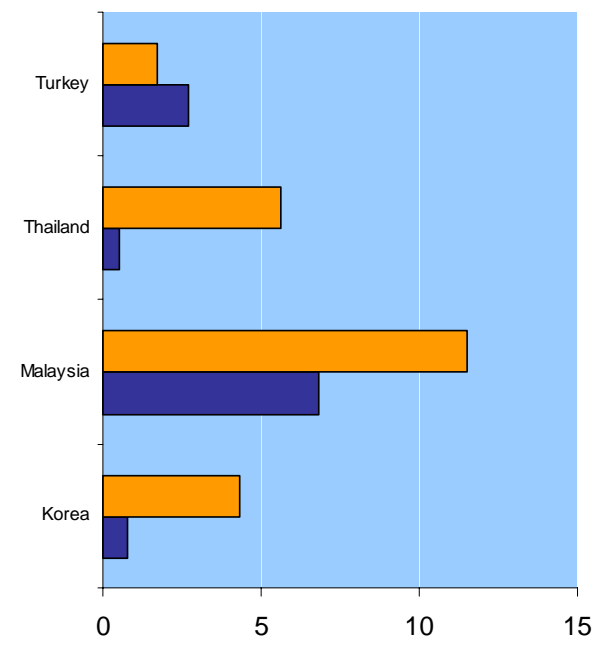
Central Europe



Latin America



Asia and Turkey



Source: IMF, *World Capital Markets Report 2000* (p.153).

1/ Ownership data reflect changes up to December 1999 while balance sheet data are the most recent available in Fitch IBCA's BankScope.

2/ Ratio of assets of banks where foreigners own more than 50% of total equity to total bank assets.



(تابع): المنافع المحتملة

- تطوير مستوى الخدمات المالية وتحسين نوعيتها واتباع أساليب حديثة في الإدارة.
- إن وجود بنوك أجنبية قوية محلياً سيساهم في الحد من هروب رؤوس الأموال في حالة اندلاع الأزمات.
- تسعير الخدمات المالية بشكل يتماشى مع الأسعار الدولية لهذه الخدمات.



2.3- المخاطر المحتملة

أ. التركيز الجغرافي للتدفقات

- إن التدفقات تتحرك بتوافق مع الدورة الاقتصادية وبالتالي يصعب الحصول على هذه التدفقات في أوقات الشدة.
- حصة غير متكافئة للدول النامية.



(تابع): المخاطر المحتملة

ب. ضغوط متزايدة على السياسات الكلية

- ارتفاع سريع في المجاميع النقدية (Monetary Aggregates)، ضغوط تضخمية، ارتفاع قيمة العملة، تدهور وضعية الميزان الجاري.
- إدارة الاقتصاد الكلي تصبح أصعب نتيجة لما يسمى (الملحمة المستحيلة) "Impossible Trinity" أي عدم قدرة صانعي القرار على تحقيق سعر صرف ثابت وسياسة نقدية موجهة إلى أهداف داخلية في ظل حرية التدفقات المالية.



(تابع): المخاطر المحتملة

- أزمات الثقة في نظام الصرف تزيد في ظل تدفق حر لرؤوس الأموال مما يمكن أن يؤدي إلى أزمات مالية ومصرفية خطيرة.
- إن السياسات التي تهدف إلى الحد من الآثار السلبية للتدفقات المالية مكلفة وغير مجدية في بعض الحالات.



ج. التذبذب المالي ، العدوى والأزمات المالية

- إن تحرير عمليات رأس المال والتدفقات الخارجية يمكن أن يؤدي إلى تفاقم في تذبذب الحركة الاقتصادية ويزيد من هشاشة الاقتصاد المحلي من خلال:

❖ المضاربة.

❖ ميول البنوك إلى أخذ مخاطرة أكبر خاصة في ظل وجود ضمانات ولو
ضمنية من قبل الحكومة (Moral Hazard).

❖ عدم التطابق بين فترات الأصول والخصوم من ناحية والعملات المحسوبة
بها هذه الأصول والخصوم من ناحية أخرى (Asset Liabilities
Miss matching).



- التذبذب (Volatility) يزيد من درجة المخاطر المنبثقة عن عدم استقرار سعر الصرف و/أو تغير مستمر في مستوى الاحتياطي الأجنبي. في الحقيقة أن درجة التذبذب تعد مقياساً لدرجة المخاطرة.
- إن التذبذب يؤثر سلباً كذلك على النمو وتنافسية الصادرات.



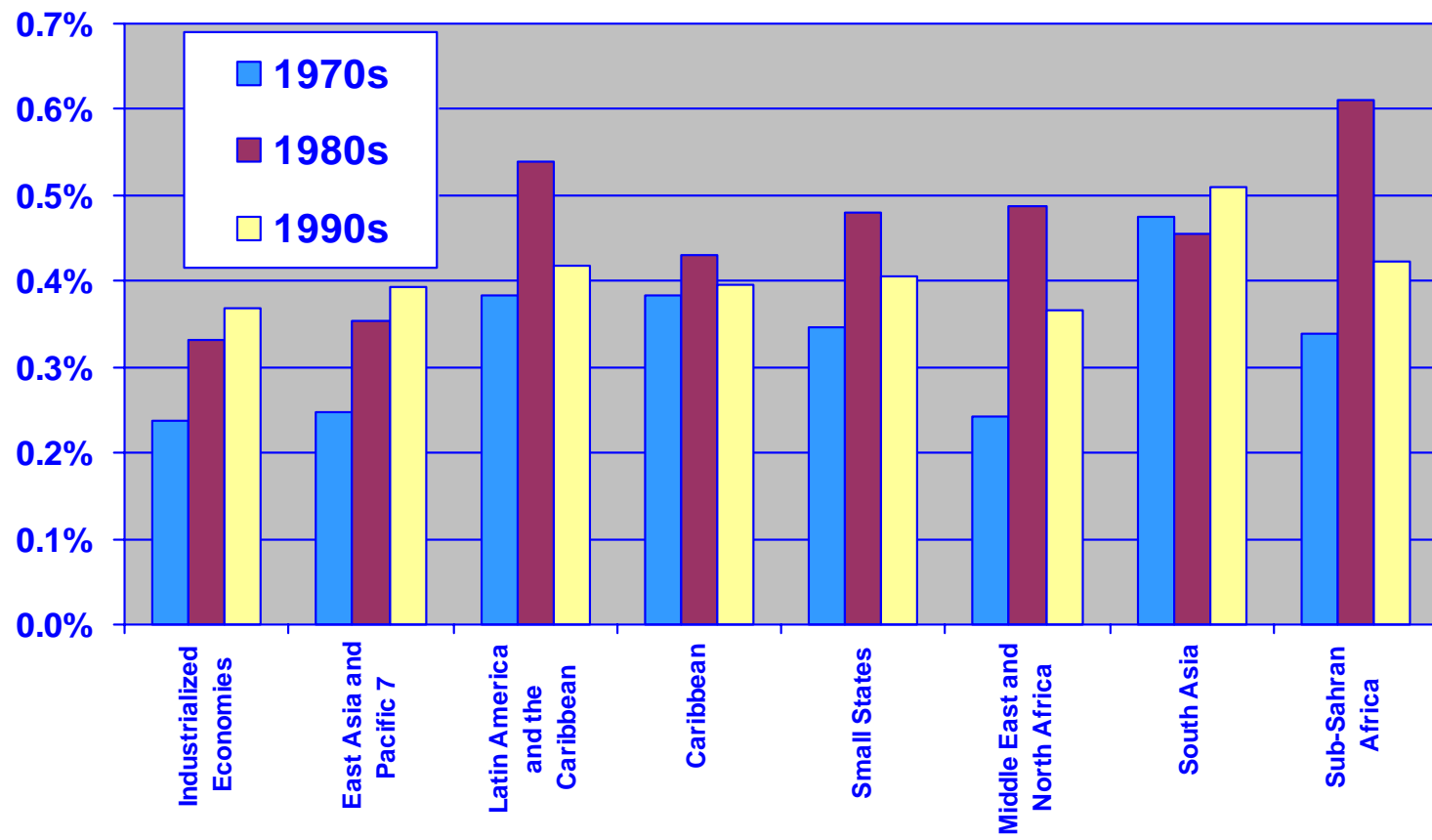
(تابع): التذبذب المالي، العدوى والأزمات المالية

- التدفقات قصيرة المدى تستجيب في أغلب الأحيان إلى تغير في قراءة الوضع الاقتصادي أو إحساس خاص بالمستثمرين يمكن أن يؤدي إلى "تصرفات القطيع" وخروج كبير لرؤوس الأموال وبالتالي أزمات مالية.



Gross Private Capital Flows Volatility

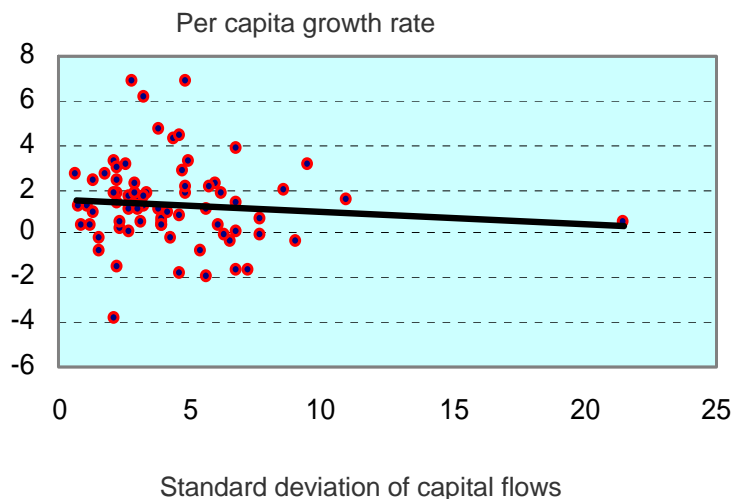
(in percentage of GDP, regional median values)



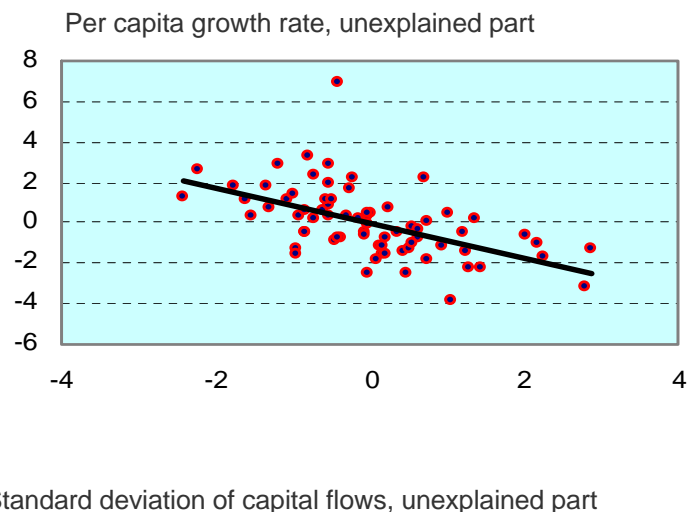


Correlations and partial correlations between per capita average growth rates and private capital flows volatility, 1970-98 (in percent)

Before controlling for fundamentals



After controlling for fundamentals



Note: The partial correlation between the growth rate and capital flows volatility is the correlation between the residual growth rate and residual volatility in capital flows, after controlling for various fundamentals (initial GDP, initial schooling, population growth rates, investment policy, openness).

Source: World Bank, *Global Development Finance* (2001).

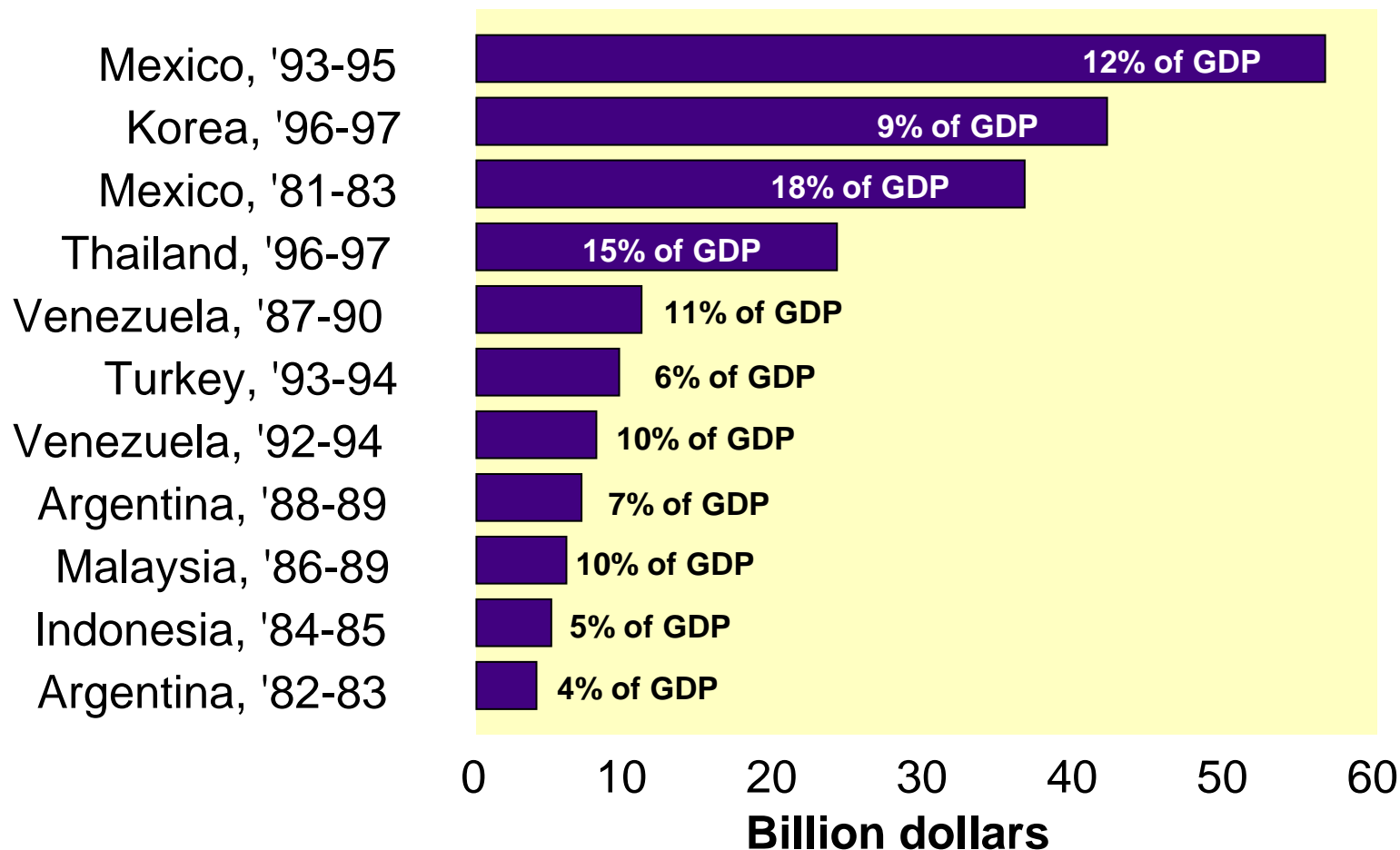


• مصادر التذبذب (Volatility Sources)

- عوامل محلية: تغييرات فعلية أو متوقعة للأساسيات الاقتصادية .
- عوامل خارجية: التغير في أسعار الفائدة أو معدلات التبادل .
- وجود "تصرفات القطيع" أو سلوك القطيع من جانب المستثمرين .
- العدوى المالية: خروج رؤوس الأموال نتيجة نشوب أزمة ثقة في بلد أو بلدان مجاورة، كما حدث خلال أزمة المكسيك وتأثيرها على البلدان المجاورة .



Reversals in Net Private Capital Movements I



Source: Finance and Development, September 1999.



Reversals in Net Private Capital Movements II

Short-term debt inflows turned into outflows in 1998 (billion dollars)

	1997	1998
All developing countries	43.5	-85.0
East Asia and Pacific	0.8	-68.0
Korea	-8.0	-29.9
Thailand	-6.9	-15.1
Indonesia	1.1	-11.8
Malaysia	3.4	-5.3
Latin America and Caribbean	24.1	-5.7

Source: Bank for International Settlements.

• التخصيص غير الملائم للموارد

- ارتفاع حجم الاقتراض وتخصيصه للاستهلاك وقطاعات أخرى تخضع للمضاربة.

- تخصيص غير ملائم للموارد نتيجة لوجود عدم تكافؤ في المعلومات
(Asymmetry of Information).

- قابلية البنوك الأجنبية لتفضيل بعض العملاء المعروفين على حساب صغار العملاء مع أثر سلبي على النمو والاستثمار والتشغيل.

• المخاطر المرتبطة بوجود بنوك أجنبية

- تخصيص غير ملائم للموارد المالية والقروض.
- ضغوط كبيرة على البنوك المحلية لكي تكون تنافسية.
- إمكانية وجود "المخاطرة الأخلاقية" في حالة دمج البنوك المحلية وإنشاء بنوك كبيرة تتمتع بضمانات ضمنية من الحكومة لحمايتها في حالة نشوب الأزمات.
- يمكن أن تغادر البنوك الأجنبية البلد المستضيف في حالة نشوب أزمة وهي بالتالي لا تمثل حصنا ضد هروب الأموال في حالة نشوب الأزمات المالية أو أزمات الثقة بالاقتصاد.



4 . السياسات الملائمة

❖ هنالك أدوات للسياسة الاقتصادية تستخدم للتأثير على هيكل التدفقات المالية:

- سياسات التعقيم (Sterilization).

- سياسة صرف مرنة (Exchange Rate Flexibility).

- سياسات مالية صارمة (انكماشية) "Fiscal Contraction".

- مراقبة تدفق رؤوس الأموال.

- معدلات الاحتياطي الإجباري.

- أخرى.



• تعتمد كفاءة كل إجراء أو سياسة من هذه السياسات على :

- ما إذا كانت التدفقات طويلة أم قصيرة المدى.

- هيكل وتكوين هذه التدفقات.

- إتاحة ومرونة الإجراءات.

- درجة تطور أسواق المال المحلية.

1. سياسة التعقيم

- تدخل البنك المركزي من خلال بيع أو شراء أصول مالية بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية بغرض عدم المساس بالأساس النقدي.
- الهدف هو الحد من الأثر التضخمي للتدفقات وأثرها على الأساس النقدي.
- من الإجراءات المتبعة بكثرة خاصة في حالة عدم وجود كساد اقتصادي (حالة دول شرق آسيا ودول أمريكا اللاتينية).

سياسة التعقيم (تابع)

• تقاس درجة التعقيم بمعامل التعقيم α في العلاقة التالية:

$\Delta L = \alpha \Delta R$ ، حيث أن L هي حجم الأصول المحلية الصافية

للبنك المركزي و R هي حجم الأصول الأجنبية الصافية (استقلالية

نقدية $\alpha = -1$).



سياسة التعقيم (تابع)

- يمكن قياس درجة التعقيم أيضاً من خلال نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى القاعدة النقدية (R/M) حيث أن ارتفاع R/M يفيد بوجود سياسة تعقيم نشطة (البرازيل، الشيلي وكولومبيا 92-93).

• سياسة التعقيم : الإيجابيات والسلبيات

- وسيلة سريعة للحد من الآثار التضخمية وتأثيرها على سعر الصرف.

- تفترض وجود إحلال غير تام بين الأصول المحلية والأصول الأجنبية من ناحية وبين مختلف الأصول المحلية من ناحية أخرى.



• سياسة التعقيم : الإيجابيات والسلبيات (تابع)

- إن سياسة التعقيم يمكن أن تسبب ارتفاعاً في أسعار الفائدة المحلية والتي يمكن بدورها أن تجلب مزيداً من التدفقات الخارجية (حالة كولومبيا 1991، وماليزيا 91-92).

- يمكن أن تسبب سياسة التعقيم في ارتفاع في دين الحكومة خاصة إذا كانت الفائدة المدفوعة على الأصول المباعة أكبر من تلك التي تجنيها الحكومة من الأصول الأجنبية التي في حوزتها .

• سياسات التعقيم : الإيجابيات والسلبيات (تابع)

- تتطلب سوقاً مالياً متطورة.
- من الضروري أن تكون الأصول المحلية المباعة في عملية التعقيم ذات آجال ليست بالقصيرة وإلا فسيتم تسيلها بسرعة مما يمكن أن يُسبب أزمة سيولة بنكية.
- إن تراكم الأصول الأجنبية لدى السلطات النقدية يمكن أن يتسبب في مشاكل إدارة الاقتصاد من حيث إمكانية تأجيل برامج الإصلاح كما أن انخفاض مستوى الأصول الأجنبية يمكن أن يشجع على المضاربة.

2. مرونة سعر الصرف

- اتبعت عدة بلدان سياسة صرف مرنة نتيجة لعدم القدرة على الدفاع عن سعر ثابت أمام حرية تدفق رؤوس الأموال من وإلى الخارج.
- في حالة سعر الصرف المرن فإن التدفقات الكبيرة من الخارج تؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية فحسب ولا تؤدي إلى تغيير في الأساس النقدي.

مرونة سعر الصرف (تابع)

إن مرونة سعر الصرف تعتبر شيئاً مرغوباً فيه خاصة وأنه:

- لا يؤدي إلى تغيير في الأساس النقدي.
- يؤدي إلى ضغوط نحو انخفاض الأسعار المحلية.
- يؤدي إلى إدخال بعض من اللائقيين على المضاربين الذين يراهنون عادة على الضمانات التي يعطيها نظام سعر صرف ثابت.



مرونة سعر الصرف (تابع)

- إن التدفقات الكبيرة يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع كبير في قيمة العملة المحلية وتدهور في تنافسية الصادرات ووضعية الميزان الجاري.
- إن أثر ارتفاع قيمة العملة على الصادرات والميزان الجاري لا يمكن أن يعرف مسبقاً مما يعقد عملية الإدارة الاقتصادية للتدفقات وسعر الصرف.

3. سياسة مالية صارمة

- إذا كان لا بد للأساس النقدي أن يتغير (في حالة التدخل غير المعقم مثلاً) فإن سياسة مالية صارمة أو تقشفية يمكن أن تحد من الآثار التضخمية للتدفقات الخارجية.
- وجد Corbo and Hernandez (1996) أن هذه السياسة تعتبر من أنجح السياسات للحد من الآثار التضخمية للتدفقات الأجنبية.



سياسة مالية صارمة (تابع)

- الإشكالية الوحيدة هي أن السياسة المالية يمكن أن تأخذ وقتاً أطول من اللازم نتيجة لضرورة المصادقة عليها من قبل السلطة التشريعية.

4. مراقبة التدفقات المالية

• يمكن أن تبرر مراقبة التدفقات المالية بجميع أشكالها:

- الرقابة على الصرف .
- نظام حصص أو رقابة كمية .
- نظام الصرف المتعدد .
- ضريبة التدفقات .

من خلال نظرية الأمثلية من الدرجة الثانية حيث أن الهدف هو الحد من تشوهات سياسات أخرى مثل الضمانات المقدمة للمقترضين وحماية الصناعات الناشئة ذات الكثافة الرأسمالية العالية . الخ.

مراقبة التدفقات المالية (تابع)

- يمكن تبرير المراقبة من خلال عدة عوامل:
 - الحدّ من تقلبات الاحتياطي الأجنبي أو سعر الصرف في حالة نظام صرف مرّن.
 - الحدّ من ملكية الأجانب.
 - تفادي انهيار برنامج إصلاح اقتصادي من جرّاء التدفقات من الخارج



Purpose of Capital Controls

Purpose of Control	Method	Direction of Control
Generate revenue	Controls on capital outflows permit a country to run higher inflation with a given fixed-exchange rate and also hold down domestic interest rates.	Outflows
Financial Repression/ Credit Allocation	Governments that use the financial system to reward favored industries or to raise revenue, may use capital controls to prevent capital from going abroad to seek higher returns.	Outflows
Correct a Balance of Payments Deficit	Controls on outflows reduce demand for foreign assets without contractionary monetary policy or devaluation. This allows a higher rate of inflation than otherwise would be possible.	Outflows
Prevent potentially Volatile Inflows	Restricting inflows enhances macroeconomic stability by reducing the pool of capital that can leave a country during a crisis (example: Chilean <i>encaje</i>).	Inflows
Prevent Financial Destabilization	Capital controls can restrict or change the composition of international capital flows that can exacerbate distorted incentives in the domestic financial system (example: Chilean <i>encaje</i>).	Inflows
Prevent Real Appreciation	Restricting inflows prevents the necessity of monetary expansion and greater domestic inflation that would cause a real appreciation of the currency.	Inflows
Restrict Foreign Ownership of Domestic Assets	Foreign ownership of certain domestic assets—especially natural resources—can generate resentment (example: Article 27 of the Mexican constitution).	Inflows
Preserve Savings for Domestic Use	The benefits of investing in the domestic economy may be fully accrue to savers so the economy, as a whole, can be made better off by restricting the outflow of capital.	Outflows
Protect Domestic Financial Firms	Controls that temporarily segregate domestic financial sectors from the rest of the world may permit domestic firms to attain economies of scale to compete in world markets.	Inflows and Outflows

Source: Neely (1999, p.16).

مراقبة التدفقات المالية (تابع)

- يمكن أن تأخذ الرقابة المباشرة على التدفقات عدة أشكال منها ضرورة إيداع مبلغ يكون أكبر كلما كانت فترة الاستثمار أو تدفق رأس المال وبقائه في الداخل قصيرة.
- هذا الإيداع يعتبر مثل الضريبة تعتمد على فترة الاستثمار وفترة الإيداع (تسمى هذه الضريبة بالضريبة الشيلية 91-98)



مراقبة التدفقات المالية (تابع)

معدل الضريبة الموافق للإيداع أو الاحتياطي الإجباري بالنسبة للاقتراض قصير المدى:

$$t = \frac{ri^*T / (1 - r)}{D}$$

t : معدل الضريبة لفترة محددة.

r : معدل الاحتياطي الإجباري بدون عوائد.

i^* : سعر الفائدة على جملة الإيداع.

T : فترة الإيداع.

D : فترة الاستثمار أو بقاء رأس المال في الداخل.

مراقبة التدفقات المالية (تابع)

• الشواهد

- إن فرض مثل هذه الضريبة ساهم في التأثير على آجال الاستثمارات حيث أصبح أطول لكن لم تؤثر على حجمها الإجمالي.
- إن الرقابة أفضل بالنسبة للتدفقات للخارج.



مراقبة التدفقات المالية (تابع)

- تأكل في نجاح سياسة الرقابة حيث أن هناك دائماً طرقاً لتفادي هذه الرقابة على المدى الطويل، وعليه فإن الرقابة ليست حلاً جذرياً طويلاً المدى.
- تشير الدراسات التجريبية إلى أن الرقابة تزيد في تكلفة رأس المال لدى الشركات الصغيرة والمتوسطة (2003) IJFE.
- كما أن أثر الرقابة على النمو غير واضح حيث أنها يمكن أن تُغني الاقتصاد المحلي من آثار الأزمات والعدوى. من ناحية أخرى، ويمكن كذلك أن تؤثر سلباً على تخصيص وإتاحة الموارد المالية في الأوقات العادية (2003) IJFE.



مراقبة التدفقات المالية (تابع)

- يمكن أن تلعب الرقابة دوراً مناقضاً لسياسات إصلاح تدعو للتحرير المالي والانفتاح.
- إن ممارسة الرقابة التي تكيل بعدة مكابيل يمكن أن تُعطي آثاراً غير صحية منها الرشاوي وغيرها من التشوهات التي تحد من كفاءة الرقابة.
- إن الرقابة على التدفقات قصيرة المدى يمكن أن تكون مفيدة إذا أمكن وضعها بسرعة ودون عناء لتفادي زيادة حجم السيولة في الاقتصاد وزيادة حجم الائتمان وارتفاع الأسعار.



5. معدلات الاحتياطي الإجباري

- الهدف من هذه السياسة هو الحدّ من قدرة البنوك على توزيع الائتمان وعلى ضخ السيولة في الاقتصاد خاصة إذا مرت التدفقات الرأسمالية عبر النظام المصرفي.
- الإشكالية تكمن في أن هذه السياسة تتعارض مع سياسة التحرير المالي وبرامج الإصلاح الاقتصادي مما يمكن أن يؤثر على مصداقية الحكومة في تطبيق مثل هذه البرامج.

6. أخرى

- الصرامة والحزم في الإدارة الاقتصادية.
- الإدارة الجيدة للديون القصيرة بالعملة الأجنبية.
- تقوية الدور الرقابي والسياسة التحوطية والوقائية للبنوك.
- تحرير التجارة الخارجية وحساب رأس المال.

• الصرامة والحزم في الإدارة الاقتصادية:

- المحافظة على التوازنات الكلية والحرص على الشفافية في اتخاذ الاجراءات اللازمة لتفادي التأويلات والقراءات الخاطئة للحالة الصحية للاقتصاد .
- مراقبة تطورات سعر الصرف والتأكد من أن تسعيره يتناسب مع الأساسيات الأخرى في الاقتصاد .
- اتباع سياسة نقدية ومالية غير توسعية .

• الإدارة الجيدة للديون القصيرة بالعملة الأجنبية:

- بينت الأزمات الأخيرة أن ارتفاع نسبة الديون الخارجية قصيرة المدى إلى الاحتياطي الأجنبي يعتبر مؤشراً على الهشاشة المالية للاقتصاد واحتمال نشوب أزمات مالية.

• سياسات الرقابة والتحوط للنظام البنكي:

- دعم الرقابة التحوطية والمراقبة المستمرة للوضع المالي للبنوك .
- بالخصوص متابعة الالتزامات الخارجية بالعملة الأجنبية والتأكد من أن تقلبات أسعار الصرف لا تؤثر على وضعهم المالي .

• تحرير التجارة الخارجية وحساب رأس المال:

- إن تحرير التجارة يمكن أن يحدّ من ارتفاع قيمة العملة المحلية المصاحب للتدفقات الكبيرة من الخارج.
- تحرير حساب رأس المال يمكن أن يمتص زيادة السيولة داخل الاقتصاد من خلال تمكين العملاء من امتلاك أرصدة بالعملة الأجنبية (تايلاند و الشيلي).
- الإشكالية هو أن الأثر النهائي لتحرير رأس المال غير واضح وأن هذا التحرير يمكن أن يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين الأجانب بالاقتصاد وبالتالي إلى زيادة التدفقات من الخارج.

7. الاستنتاجات

- إن تحرير التدفقات المالية من الخارج يمكن أن يكون له آثار إيجابية كبيرة.
- تفيد الدراسات التطبيقية أن هناك أثر واضح وإيجابي للاستثمار الأجنبي المباشر على النمو، الاستثمار المحلي والإنتاجية.
- التدفقات طويلة المدى هي أكثر استقراراً.

الاستنتاجات (تابع)

- إن التدفقات قصيرة المدى يمكن أن يكون لها أثر سلبي على مستوى الاقتصاد الكلي من خلال رفع حجم السيولة والضغط التضخمية وارتفاع قيمة العملة الحقيقية وتدهور الميزان الجاري ويمكن في كثير من الحالات أن تؤدي إلى أزمات مالية كبيرة.

الاستنتاجات (تابع)

- إن الحزم في الإدارة الاقتصادية والإدارة الجيدة للديون بالعملة الصعبة أمرين ضروريين لكن غير كافيين لتفادي خطر الأزمات المالية حيث أن التوقعات والقراءات الفردية للوضع الاقتصادي لا تخضع دائماً للمنطق الاقتصادي البحت وحيث أن أزمات الثقة يمكن أن تقع حتى لو كانت المؤشرات الكلية التقليدية جيدة.

الاستنتاجات (تابع)

- بالرغم من أن الأسواق أصبحت تفرق بين الأقطار ذات المخاطر المختلفة إلا أن الأزمات المالية يمكن أن تعصف بأي قطر في أي مكان.

- إن التحرير المالي وتعزيز المناعة ضدّ الأزمات من خلال الرقابة التحوطية وغيرها يأخذ وقتاً وبالتالي هذا ما يبرر إيجاد نظام رقابة مؤقتة خاصة على التدفقات قصيرة المدى.