



## 2. التدفقات المالية الخاصة: المفهوم والأهمية النسبية

## مصادر التراكم الرأسمالي

تنقسم مصادر التراكم الرأسمالي تبعاً لكونها نابعة من مصادر للادخار المحلي أو الادخار الأجنبي، وطبقاً لمصدر وجهة تقديمها .

1. الادخار المحلي (ق. عائلي – ق. أعمال – ق. حكومي).
2. الادخار الأجنبي ويشمل:-

■ الادخار الرسمي «قروض سهلة – مساعدات وهبات – قروض رسمية بشروط تجارية/ائتمان» .

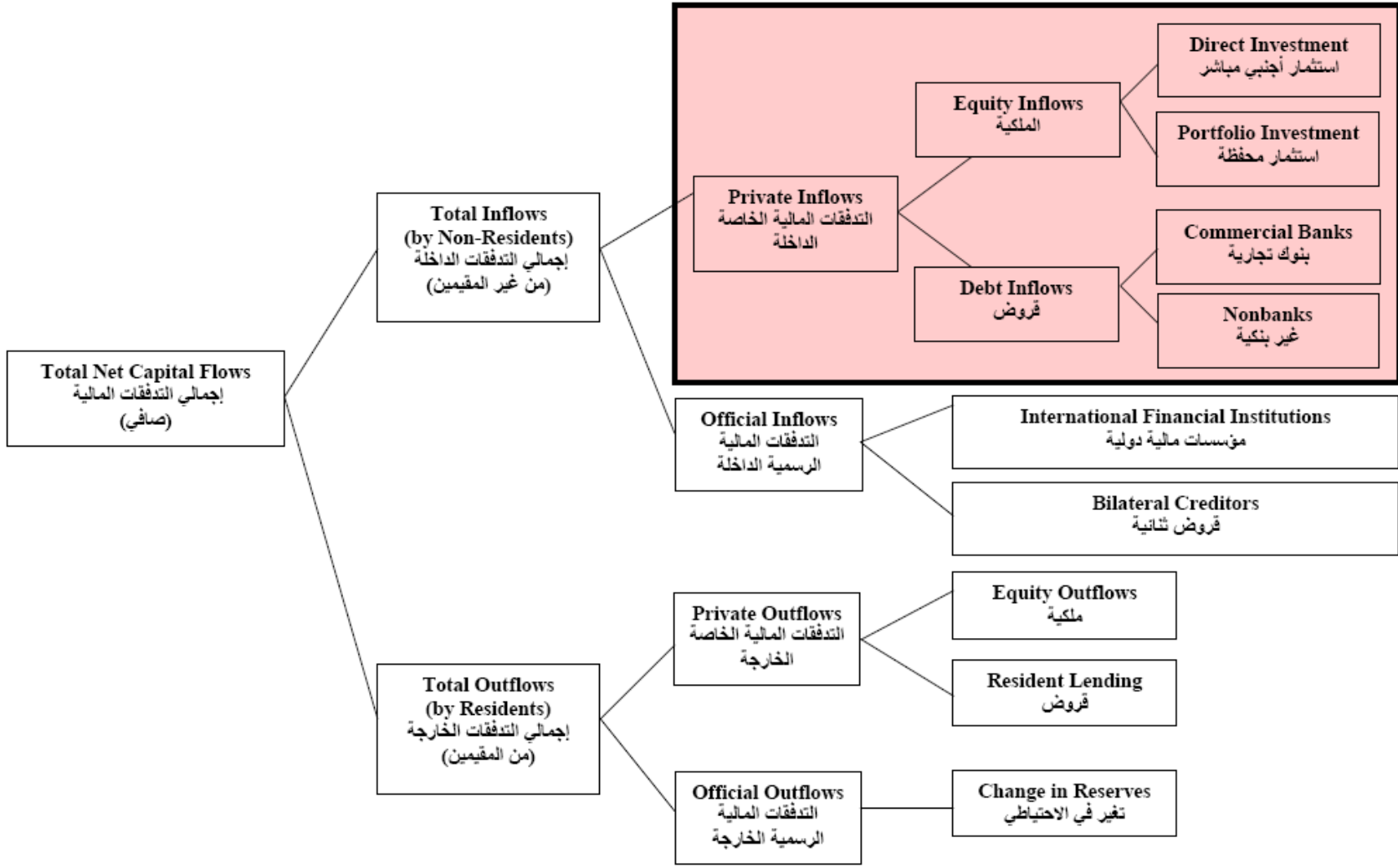
1) الادخار الخاص «الاستثمار المباشر للأفراد او الشركات – الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية – الائتمان المقدم من البنوك الاجنبية للشركات المصدرة لاسواق الدول النامية» .

## تمهيد: التدفقات المالية الخاصة

- زادت تدفقات رؤوس الأموال بشكل أسرع من التجارة العالمية خلال العشرين سنة الأخيرة. وقد تميّزت هذه التدفقات الخاصة بالدورية والتقلب الشديد.
- في كثير من الدول النامية أدى الانفتاح/التحرر المالي (Liberalization) المتزايد إلى زيادة في التدفقات المالية والشراكات عبر الحدود مما جعلها عرضة للصدمات المالية الخارجية. مما دفع العديد من هذه الدول لإتباع سياسات كلية تحوطية منذ نهاية القرن الماضي وخاصة اثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

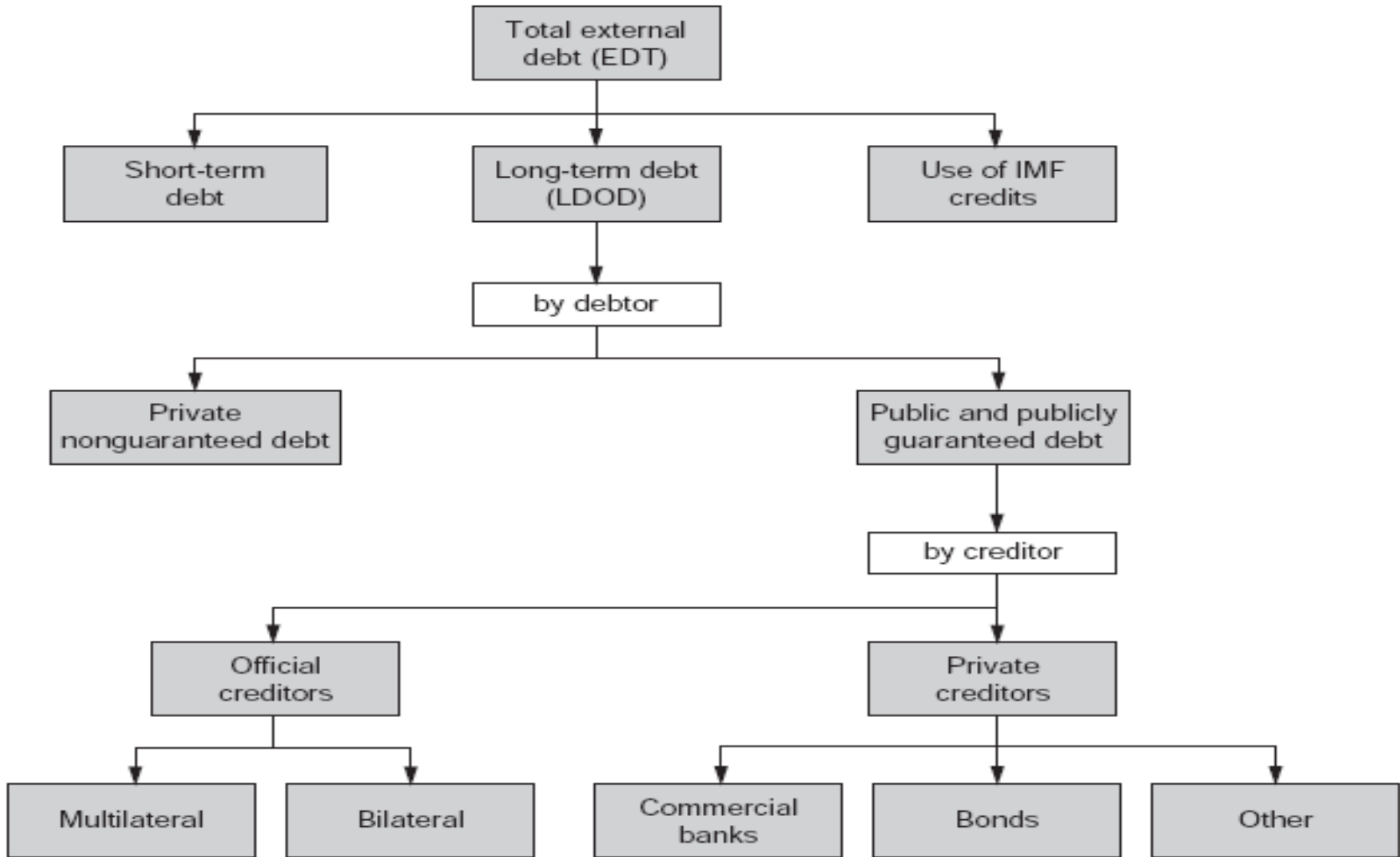


- تأخذ التدفقات المالية الخاصة شكل استثمارات أجنبية مباشرة أو محافظ استثمارية ( في أدوات دين أو ملكية ) أو استثمارات أخرى من ضمنها القروض البنكية كالتالي:



ملاحظة: التدفقات صافية

### External Debt and Its Components



المصدر: World Bank, 2012

## 1- خصائص التدفقات المالية

■ يؤكد وليمسون (2001) إن التعامل مع التدفقات المالية الخاصة يملئ على الدولة ضرورة التعرف على خصائص كل نوع من أنواع تلك التدفقات ، لاختيار واستهداف النوع الأفضل ، وذلك من ناحية :-

■ التكلفة .

■ الشرطية (Conditionality) .

■ تقاسم المخاطرة (التجارية - سعر الفائدة - سعر الصرف) .

■ مشاركة الملكية الفكرية .

■ التأثير على الاستثمار .

■ احتمال العزوف والتراجع (Reversal) .

# خصائص التدفقات المالية المختلفة (طبقاً لدراسة وليمسون)

نوع التدفق	التكلفة	الشرطية	تقاسم المخاطرة	مشاركة الملكية الفكرية	تأثير على الاستثمار	احتمال التراجع
- رسمي: - قروض تنموية متعددة الأطراف	منخفضة إلى تجارية	نعم	سعر الفائدة فقط	جزئياً	حسب التقسيم استهلاك/استثمار	لا
- قروض ثنائية	صفر إلى منخفضة	عادة	سعر الفائدة فقط	جزئياً	حسب التقسيم استهلاك/استثمار	لا
خاص: - استثمار أجنبي مباشر -- أسهم المحفظة - قروض التمويل - قروض بنكية • مضمونة • تجارية • بين البنوك	الأعلى عالي تجارية	ممكن لا لا	نعم نعم لا	نعم لا لا	%100 مرتفعة حسب التقسيم (استهلاك واستثمار)	ضعيف جداً محدودة لا
• مضمونة • تجارية • بين البنوك	تجارية تجارية تجارية	لا لا لا	لا لا لا	لا لا لا	// // //	نعم وتعتمد على الفترة ضعيف جداً قوي جداً
- سندات	تجارية	لا	لا	لا	//	نعم يعتمد على الفترة



## 2- تطور التدفقات الخاصة

- تظهر البيانات الدولية ارتفاع حجم هذه التدفقات ابتداء من منتصف السبعينات وبسرعة أكبر منذ بداية التسعينات.
- وكذلك ارتفاع حصة الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمارات في المحفظة على حساب التدفقات الأخرى مثل القروض المصرفية.
- إضافة إلى تركيز جغرافي شديد لهذه التدفقات في الدول المتقدمة و دول أمريكا اللاتينية وآسيا وضعف حصة دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.
- وارتفاع تذبذب هذه التدفقات أثر الأزمة المكسيكية 1995 وأزمة دول شرق آسيا 1997 / 1998 ثم الأزمة المالية العالمية 2008.
- وكذلك زيادة التدفقات الخاصة مقارنة بالتدفقات الرسمية بعد ما كانت تستحوذ هذه الأخيرة على نصيب الأسد قبل التسعينات. (أنظر الجدول والشكل التاليين). (تراجعت التدفقات الرسمية من نحو 14.2% عام 2001 لنحو 2.7% عام 2011).

## 2- العلاقات الاقتصادية والحسابية بين عناصر التدفقات المالية

- صافي التدفقات المالية الخاصة والرسمية = صافي تدفقات الملكية + صافي تدفقات الدين (الرسمي والخاص).
- صافي تدفقات الملكية = صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر + صافي تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية.
- صافي تدفقات الدين (الرسمي والخاص) = الدين من المصادر الرسمية + الدين من المصادر الخاصة.
- صافي تدفقات الدين من المصادر الرسمية = البنك الدولي + صندوق النقد الدولي + اطر رسمية أخرى.
- صافي تدفقات الدين من المصادر الخاصة = ديون طويلة ومتوسطة الأجل + ديون قصيرة الأجل.
- ديون طويلة ومتوسطة الأجل = سندات + قروض من مؤسسات بنكية وغير بنكية.

# التدفقات المالية الخاصة الداخلة للدول النامية 2012 - 2001

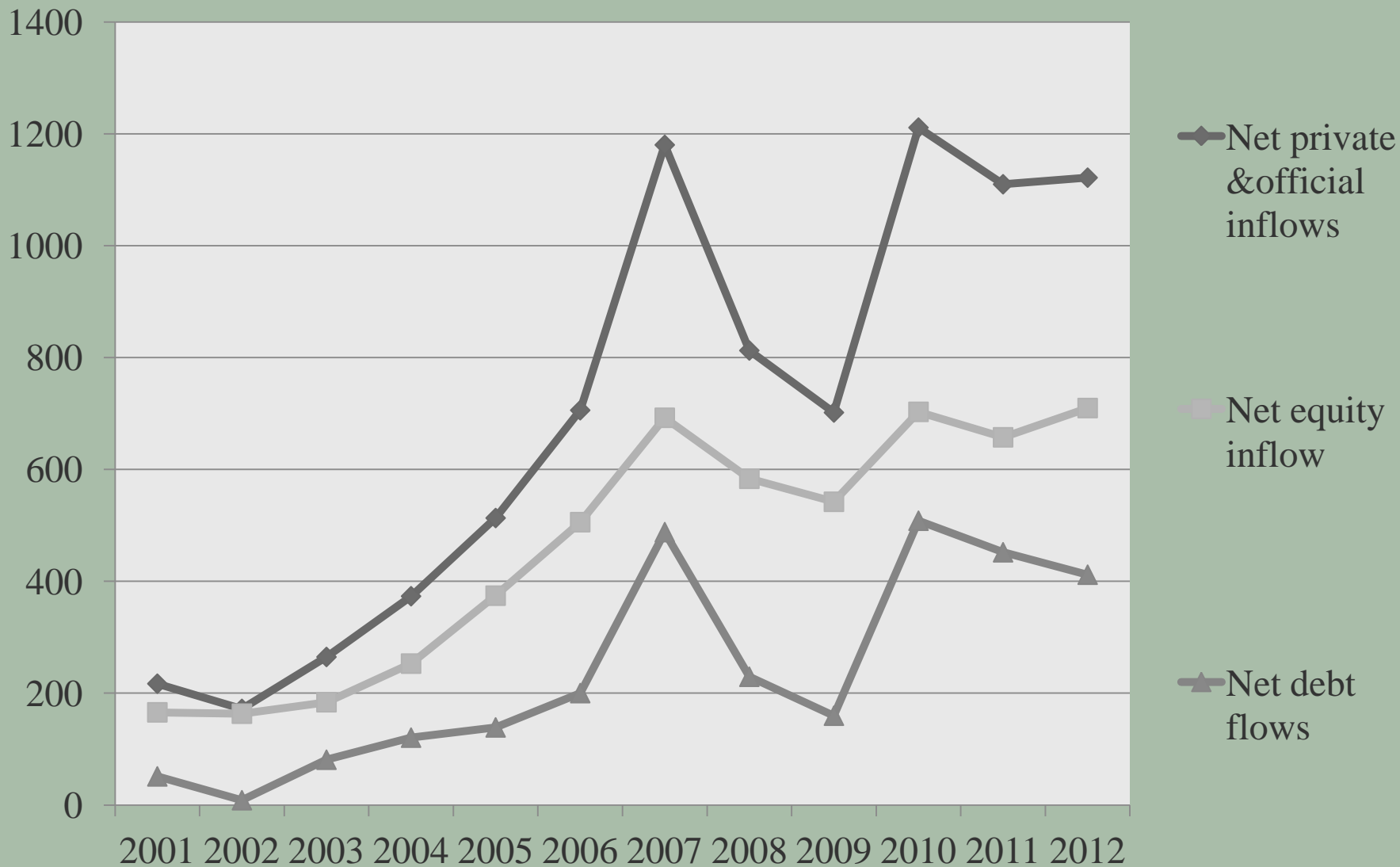
Net Capital Flows to Developing Countries, Equity and Debt, 2001 – 2012- (\$ billions)

year	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Net private & official inflows	216.9	171.9	264.7	373.3	513.1	705.8	1.180.2	812.6	701.7	1.211.1	1.109.8	1.121.6
Percent of GNI	3.8	2.9	4.0	4.7	5.4	6.3	8.5	4.9	4.3	6.2	5.3	5.1
Net equity inflow	165.7	163.3	183.8	252.8	374.3	505.7	692.3	583.3	542.1	702.9	657.4	709.7
Net FDI inflows	159.0	155.0	157.4	215.9	306.6	398.0	559.4	636.9	427.9	582.7	644.4	612.2
Net portfolio equity inflows	6.7	8.3	26.3	36.9	67.7	107.7	132.9	-53.6	114.2	120.2	2.7	97.6
Net debt flows	51.2	8.6	81.0	120.5	138.8	200.1	487.9	229.3	159.7	508.3	451.9	411.8
Official creditors:-	30.9	6.8	-11.9	-24.3	-64.3	-68.9	1.6	30.4	81.0	73.2	32.0	27.9
World Bank	7.4	-0.5	-2.6	2.4	2.6	-0.3	5.2	7.2	18.3	22.4	7.0	12.7
IMF	19.5	14.2	2.4	-14.7	-40.2	-26.7	-5.1	10.8	26.8	13.8	0.5	-13.4
Other Official	4.0	-6.8	-11.7	-11.9	-26.7	-41.9	1.6	12.4	35.9	36.9	24.5	28.6
Private creditors	20.3	1.7	92.9	144.8	203.1	269.0	486.3	198.8	78.7	435.1	419.9	383.9
Net medium and long term debt flow	0.1	-1.0	38.2	86.1	118.0	171.1	284.8	216.0	60.9	177.5	244.8	280.5
Bonds	19.1	14.0	18.8	37.6	45.3	33.6	66.9	-8.6	61.0	129.7	120.6	178.7
Banks and other private	-19.1	-15.0	19.4	48.5	72.7	137.5	217.9	224.6	-0.2	47.9	124.2	101.8
Net short-term debt flows	20.2	2.8	54.7	58.6	85.1	97.9	201.4	-17.1	17.8	257.6	175.1	103.4
Change in reserves (=- increase)	-80.4	-157.0	-280.5	-393.0	-397.4	-625.1	-	1.067.8	-448.9	-632.1	-702.0	-475.8
Workers remittances	90.0	108.0	133.7	154.7	180.0	213.6	259.7	301.0	285.0	315.6	342.9	348.1

Sources: World bank. International Debt Statistics – 2014.

Note: FDI = Foreign direct investment; GNI = gross national income; IMF = International Monetary Fund.

# هيكل التدفقات المالية للفترة 2001 – 2012



## التدفقات المالية الخاصة الداخلة للدول النامية حسب الأقاليم

رغم ارتفاع قيمة التدفقات الكلية الخاصة للفترة 2005-2010، وكذلك رغم ارتفاعها لإقليم الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من 19.4 مليار دولار عام 2005 إلى 26.2 مليار دولار عام 2010 إلا أن حصة الإقليم من تلك التدفقات قد تراجعت من نحو 3.7% إلى نحو 2.3% للعامين 2005، 2010 على التوالي!، مقابل ارتفاع حصة إقليم أمريكا اللاتينية من نحو 17% إلى نحو 28% لذات الفترة

Net Capital Flows to Developing Regions, 2005-10

\$ billions

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Net private and official inflows	519.7	686.5	1,133.2	835.2	674.9	1,129.7
<i>by region:</i>						
East Asia and the Pacific	209.0	238.6	301.6	211.7	235.3	447.1
Europe and Central Asia	135.3	248.9	424.1	313.0	104.0	172.8
Latin America and the Caribbean	93.8	68.7	208.3	181.9	173.7	318.6
Middle East and North Africa	19.4	14.5	29.6	21.0	29.2	26.2
South Asia	28.7	77.1	116.3	64.8	86.2	111.6
Sub-Saharan Africa	33.6	38.7	53.4	42.6	46.4	53.4

Sources: World Bank Debtor Reporting System.

### 3- أسباب زيادة التدفقات المالية

- تظهر البيانات تضاعف التدفقات المالية الخاصة (للأسهم والسندات بنحو خمسة اضعاف خلال عشر سنوات ) وهو ما يفسر بـ :-
- عولمة الاستثمار وتنوعه ودخول المؤسسات والصناديق المالية كمستثمرين .
- تراجع حدة مشاكل مديونية الدول النامية (من خلال عدة مبادرات مثل مبادرة برايدي (1989) The Brady Plan (تحويل قروض الدول المتعثرة وبخاصة لدول أمريكا اللاتينية إلى سندات “Par Bonds and Discount Bonds” وبرنامج الدول الفقيرة المثقلة بالديون (Heavily Indebted Poor Countries – HIPC).



- وضعية اقتصادية واعدة للدول النامية كنتيجة لسياسات توافق واشنطن 1981 (تطبيق برامج إصلاح اقتصادي شامل وتحرير عدة قطاعات لاسيما القطاع المالي والحد من الرقابة على التجارة والتدفقات المالية وإتباع سياسات اقتصادية كلية أكثر توازناً خاصة في مجال مكافحة التضخم).
- تراجع حجم هروب رؤوس الأموال (خاصة في دول أمريكا اللاتينية نتيجة لتحسن الظروف الاقتصادية العامة).



- تقدم تكنولوجيا المعلومات والاتصالات جعل الاستثمار أكثر انتشاراً وأماناً .
- الانفتاح الاقتصادي للدول النامية عزّز فرص تنويع 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 .



## 4- السمات الأساسية

- من الناحية النظرية تعتبر التدفقات المالية الخاصة عامل أساسي في التنمية الاقتصادية في الدول النامية حيث تسهم في تغطية فجوة احتياجات الموارد المالية التي تحتاجها الدول النامية في عملياتها التنموية .
- لكن خلال الفترة الماضية تم التشكيك في هذا الطرح، حيث أصبحت التدفقات المالية الخاصة للدول النامية تشكل في أحيان عدة عامل عدم استقرار مالي واقتصادي.
- وذلك نسبة لطبيعتها التي تتسم بعدم الاستقرار وتطور الأدوات المالية المعقدة التي تستخدم لدرء مخاطر الاستثمارات الخاصة في الدول النامية (تامين القدرة على مغادرة الأسواق عند الإحساس بالخطر).



■ لكن رغم ذلك هناك من يرى، بالرغم من صعوبة تجنب الآثار السلبية الناتجة من التدفقات المالية الخاصة للدول النامية، إلا أن تهيئة البيئة الداخلية للدول النامية من الممكن أن يزيد الاستفادة منها وخفض مخاطرها.

■ من أهم سمات التدفقات المالية الخاصة للدول النامية ارتفاع درجة التذبذب حيث أنها أصبحت مرتبطة بدورات الأعمال في الاقتصاديات المتقدمة. من المعروف أن نمط الانتعاش والانكماش للأسواق المالية أصبح سمة سائدة في الاقتصاد العالمي الأمر الذي ينعكس على تدفق الاستثمارات الخاصة للدول النامية.

■ السبب الرئيسي لهذا النمط من السلوك للأسواق المالية هو اعتماد أنشطة التمويل عموماً على توقعات مستقبلية، بجانب الاختلاف الكبير في نوعية المعلومات (Stiglitz, 2000) التي تحدد مسار أسواق المال.

■ وبما أن المستثمرين في الغالب يتلقون معلوماتهم من أطراف أخرى مشاركة في أسواق مالية أخرى، يؤدي هذا لارتباط السلوك والاتجاهات بين هذه الأسواق، فيما يعرف بانتقال العدوى بين الأسواق المالية.

■ أيضاً من الأسباب التي تزيد من استمرار التذبذب في التدفقات المالية الخاصة  
الازدياد المستمر لاستخدام أدوات إدارة المخاطر ذات الحساسية العالية بحركة  
أسواق المال (Persaud, 2000).

■ هذا بجانب أهمية الدور المتزايد لمدراء الاستثمار الذين يهدفون إلى تحقيق  
أرباح قصيرة المدى لشركاتهم للحصول على مكافآت مالية بين فترات زمنية  
مقاربة (Williamson, 2003)، كل ذلك من شأنه زيادة تكرار دورات  
الانتعاش والانكماش (Boom & Bust) في الأسواق المالية.

■ ينبغي ملاحظة أن حجم التقلبات في التدفقات المالية الخاصة يختلف حسب  
نوعية التدفقات حيث تعتبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة نسبياً أكثر  
استقراراً مقارنة بالمحافظ الاستثمارية، ويعزى ذلك إلى:

(أ) عدم إمكانية إصدار الكثير من الدول النامية سندات مديونية تغطي احتياجاتها التمويلية، وهذه الظاهرة تعرف بالخطيئة الأولى/الأصلية (Original Sin) (Housman & Panizza, 2003).

(ب) اختلاف درجة التطور بين الأسواق المالية بالدول المتقدمة وأسواق راس المال في الدول النامية والتي تتسم بقلة العرض من الأدوات المالية ذات الأمد الطويل.

(ج) صغر حجم أسواق الدول النامية مقارنة بحجم المضاربات السائدة في هذه الأسواق (Mead & Sheveninger, 2000).

■ باعتبار السببين (أ) و (ب) أعلاه يمكن القول بأن الأسواق المالية في الدول النامية غير مكتملة (Incomplete) مقارنة بأسواق الدول المتقدمة، بمعنى أن عدد الأوراق المالية المتاحة أقل من عدد الاحتمالات المستقبلية مما يجعل التقاسم الأمثل للمخاطر غير ممكن، ولذلك تلجأ الكثير من المحافظ الاستثمارية الخاصة إلى الاستعانة بالوساطات المالية عبر الأسواق المالية العالمية المتقدمة.

■ من أهم سلبيات تقلبات التدفقات الخاصة للدول النامية زعزعة الاستقرار الاقتصادي الذي يتسبب بدوره في أزمات اقتصادية واجتماعية في هذه البلاد .

■ تقدر بعض الدراسات (Eichengreen, 2004) أن الناتج الإجمالي للدول النامية انخفض بمعدل 25% نتيجة للأزمات الاقتصادية التي تسببت فيها تقلبات التدفقات المالية الخاصة للدول النامية،

■ وهذه النسبة تقدر في حدود 150 مليار دولار أمريكي خلال الفترة (1990-2002) .

■ كذلك فإنه في بعض الأحيان تستمر دورة تقلبات التدفقات الخاصة لفترات أطول،

■ حيث شهدت سبعينات القرن الماضي (1970s) توسع في القروض البنكية (في الدول المتقدمة للدول النامية)، الأمر الذي تسبب لاحقاً في أزمة مديونية للدول النامية في الثمانينات.

■ ثم تبع ذلك في التسعينات انتعاش التدفقات المالية الخاصة متمثلة في المحافظ الاستثمارية ثم انكماش في أواخر التسعينات بعد الأزمة المالية الآسيوية ثم انفراج لمدة ثلاث سنوات من القرن الحالي ثم انكماش نتيجة للأزمة المالية العالمية في عام 2008. عموماً هذا الارتفاع والانخفاض لا ينطبق لكل مكونات التدفقات المالية الخاصة.



- من جانب آخر فقد شهد عقد التسعينات وحتى عام 2002 تزايد مستمر في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة للدول النامية ،
- حتى عند حدوث الأزمة المالية الآسيوية في عام 1998 فقد أقبل المستثمرون الأجانب لتملك العديد من المؤسسات الآسيوية التي واجهت مشاكل مالية نتيجة لتداعيات الأزمة، هذا بجانب انخفاض تكاليف الإنتاج التي تميزت بها الصين خلال تلك الفترة، بالإضافة لإقبال العديد من الدول الآسيوية الناشئة أو الصاعدة لتخصيص أصول بعض المؤسسات الحكومية في تلك الفترة.

- بالرغم من الاستقرار النسبي لتدفق الاستثمارات الأجنبية الخاصة خلال تلك الفترة إلا أن اتجاهها تركز نحو دول معدودة من الدول النامية.
- حيث استقبلت عشر دول نامية ثلاث أرباع التدفقات الأجنبية المباشرة بينما كان تركيز التدفقات الأجنبية للدول الأقل نمواً محصوراً في استخراج واستغلال الموارد الطبيعية وفي قطاع الاتصالات (البنك الدولي، 2004).

- وقد أكدت دراسات صندوق النقد الدولي فيما يخص تقلبات أشكال التدفقات المالية الخاصة ، انه خلال الثلاثين سنة الماضية تبين التالي:-
  - تقلب التدفقات الخاصة وبخاصة باتجاه الدول النامية .
  - تبدو تدفقات الديون أكثر تقلباً من أنواع التدفقات الخاصة الأخرى .
  - ارتباط تطور صافي التدفقات المالية الخاصة الداخلة إلى الدول النامية بظروف التمويل العالمي، حيث ترتفع ارتفاعاً حاداً في فترات انخفاض أسعار الفائدة، وتنخفض بسرعة في الفترات الأخرى، عند زيادة أسعار الفائدة او ارتفاع مستويات المخاطرة .