

## تصور وحدود تمويل اقتصاديات دول العالم بأسواق المال

*The development and limits of financing the economies of the world's countries with financial markets*

أ. قاسم شاوش لمياء \*

أستاذة مساعدة صنف أ

جامعة يحي فارس-المدية

[l.chaouche@yahoo.fr](mailto:l.chaouche@yahoo.fr)

أ.د. براق محمد

أستاذ التعليم العالي

المدرسة العليا للتجارة-الجزائر

[berrak@hotmail.com](mailto:berrak@hotmail.com)

157

## ملخص

يبدو أن الدور المحوري للنظام المالي في التنمية يكون أكثر وضوحا عندما يحدث انهيار أو ما يعرف بالأزمة، فتمويل التنمية عن طريق الاقتراض الخارجي من البنوك التجارية في السبعينات بالبلدان الناشئة، أسفر عن أزمة مديونية حلها كان بالتحول من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد أسواق المال و ذلك باقتراح من صندوق النقد الدولي، إلا أن الأزمات المالية التي هزت هذه الأسواق أكدت حدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة بأسواق المال، هذا من جهة و من جهة أخرى فارتفاع تكلفة الوساطة المالية في منتصف السبعينات بالدول المتقدمة، أدى إلى اعتمادها على اللاوساطة المالية في تمويل اقتصادياتها إلا أن أسواقها المالية لم تسلم هي الأخرى من أزمات مالية أكدت من جديد حدود تمويل اقتصاديات دول العالم بأسواق المال

الكلمات المفتاحية: تمويل: اقتصاديات دول العالم: أسواق المال

## Abstract:

The principle role of financial system in development will be more clear when happen crisis, finance development by foreign borow from banks in emerging countries was the principle cause of indebtedness crisis and his resolution was by the translation from indebtedness economic to financial market economic, as a suggestion of 'FMI' in the other hand the increase of borow cost's in developed countries push them also to finance their economics by stock markets but financial crisis in developed and emerging market put limits of financial world countries' economics by stock markets

**Key words:** finance; world economies; financial markets

## مقدمة:

يعد كل من التمويل المباشر وغير المباشر شبكتين ضرورتين في سيورة التمويل الاقتصادي , إلا أننا نجد في اقتصاديات العالم طغيان إحدى الشبكتين على الأخرى, مما أدى لتصنيف الاقتصاد إلى صنفين اقتصاد السوق المالي، و اقتصاد الاستدانة إلا أن أغلبية البلدان النامية تشهد التحول من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد أسواق المال، الأمر الذي فسح لنا المجال لمناقشة إشكالية تمويل اقتصاديات دول العالم بأسواق المال.

## 1- تطور و حدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة بأسواق المال :

واجهت البلدان الناشئة في السبعينات ضرورات تحديث الهياكل الأساسية لخدمة المشروعات الخاصة ولعامّة الجديدة، و مع قلة الموارد التقليدية لتمويل الإنفاق العام و مع تزايد عجز ميزان المدفوعات فضلت هذه البلدان اللجوء للتمويل الخارجي، الأمر الذي أوقعها في أزمة مديونية كانت نقطة بداية لإصلاح أنظمتها المالية ظهرت على أثرها أسواق مالية في هذه الدول، أصبحت قبله لتدفق رؤوس أموال أجنبية كانت سببا في وقوع أزمات مالية كشفت عن خطورة تمويل التنمية باستثمارات المحافظ، واضحة بذلك حدودا للتمويل عن طريق الأسواق المالية في هذه الدول، إيضاح الفكرة يكون من خلال النقاط التالية:

- تطور تمويل اقتصاديات الدول الناشئة.
- حدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة بأسواق المال.

## 1-1- تطور تمويل اقتصاديات الدول الناشئة :

إن سوق الأوربية للدولار و التي كانت ندوة مقفولة لم تفتح أبوابها لمستقرضي البلدان الاشتراكية والبلدان النامية إلا بعد سنة 1982، و في السابق لم تتمكن من اللجوء إليها إلا بعض البلدان المحظوظة من طرف الرأسمالية الأمريكية، كالبرازيل و المكسيك، و منذ سنة 1995 أصبحت أرصدة البلدان العربية المنتجة للبترو أو البترو - دولارات أهم مصدر تمويل لهذه السوق اثر الارتفاعات المتوالية في أسعار النفط منذ أواخر 1973.<sup>[1]</sup>

و استخدمت بذلك المديونية الخارجية كآلية أساسية لنقل أعباء الأزمة إلى مجموع البلدان النامية، و من البداية استخدمت إعادة تدويل الفوائض النفطية كآلية هامة من آليات تشغيل الرأسمالية المعاصرة، و من ثم استخدمت المديونية الخارجية كضرورة لاستمرار المصارف التجارية في قبول الودائع المتضخمة المتدفقة من البلدان النفطية، و توفير القروض لتمويل مشتريات البلدان النامية من منتجات العالم الصناعي، مما ساعد على تخفيف وطأة الركود بداخله.<sup>[2]</sup>

في السبعينات واجهت البلدان النامية ضرورات تحديث الهياكل الأساسية لخدمة المشروعات الخاصة و العامّة الجديدة، و مع قلة الموارد التقليدية لتمويل الإنفاق العام، و مع تزايد عجز ميزان المدفوعات نتيجة ضعف التصدير و تزايد الاستيراد، فضلت أغلبيتها الإسراع بالتنمية عن طريق التمويل الخارجي و من ثم لجأت إلى القروض الخارجية، و كان هناك وهم أن القروض سوف ترد بالدولار، و أن التضخم يخفض من قيمة الدولار، فكان الاعتقاد سائدا برد الديون بدولار رخيص غير أن ارتفاع أسعار الفائدة و ارتفاع أسعار صرف الدولار، و إعادة جدولة الديون بأسعار فائدة أعلى قد عمل كله على زيادة حجم الديون، فنمت نموا خياليا<sup>[3]</sup>، فمقارنة حجم تطور المديونية الخارجية مع تكاليف خدمة هذه الديون بالنسبة للدول النامية، يتضح أن هذه الأخيرة أصبحت تقترض لتسديد المستحق من ديونها السابقة (أقساط و فوائد) و بذلك فقدت

عملية الاقتراض الخارجي أهم أهدافها وهو الحصول على موارد مالية إضافية لتمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية<sup>[4]</sup>، حيث ارتفعت قيمة المديونية من 166,7 بليون دولار عام 1970 إلى 658,2 بليون دولار عام 1980، كما ارتفعت خدمة الدين من 14,3 بليون دولار عام 1975 إلى 99,5 بليون دولار عام 1980.<sup>[5]</sup>

كما عملت البلدان النامية على إقامة عدد كبير من مشروعات الصناعة التركيبية بهدف التصدير، إلا أن زيادة الإنتاج أصبحت تتطلب زيادة في الاستيراد دون أن تصحب ذلك زيادة التصدير، وقد تعرضت هذه الصناعات لحالة تقرب من شبه التوقف الكامل خلال أزمات النقد الأجنبي التي واجهتها بعض الأقطار المدينة في عقدي السبعينات والثمانينات.<sup>[6]</sup>

وفي أواخر السبعينات و مطلع الثمانينات، و مع بطئ هبوط أسعار النفط بدأ النظام المالي العالمي يتردد في توفير التمويل اللازم للبلدان النامية التي صارت مكبلة بالديون الخارجية بعد أن ظلت القروض المصرفية الدولية تنمو بمعدل سنوي بلغ في المتوسط 25% طول الفترة من 1973 إلى 1981، فقد صارت خدمة الدين عندئذ في عام 1981 ثقيلة تمثل 60% من حصيلة الصادرات في كل من المكسيك والبرازيل.<sup>[7]</sup>

فقد تدهورت أوضاع البلدان النامية، و مع اندلاع أزمة الديون عام 1982 أخذت الدول الدائنة تمارس كافة الضغوط الممكنة على البلدان المدينة فخفضت كافة أنواع التدفقات المالية إليها من معونات اقتصادية وقروض مصرفية و استثمارات مباشرة، و تدخل الصندوق و فرض على الدول النامية القيام ببرامج إعادة الهيكلة و تمثلت حلول الصندوق بالتالي:<sup>[8]</sup>

- اتباع سياسة تقشفية لتخفيض العجز الداخلي والخارجي، و جعل سعر الصرف واقعياً، و كان على الدول المدينة تخفيض قيمة عملاتها؛
- التخلي عن القطاع العام و بيعه إلى القطاع الخاص.
- إيقاف حركة الإقراض و إيجاد البديل المتمثل في فتح أبواب الاقتصاد الوطني أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة و غير المباشرة، و ذلك من خلال إنشاء الأسواق المالية.

وهكذا فقد واجهت الدول السائرة في طريق النمو عبئاً حقيقياً لدين لم يكن بمقدورها تحمله أي أزمة في المقدرة على الدفع و ليس مشكلة سيولة قصيرة الأجل، مما جعلها تلجأ للسوق الثانوي للدين أو تطبيق خطة بريدي "BRADY".

## 1-2- حدود تمويل اقتصاديات الدول الناشئة بأسواق المال :

تمتاز أسواق الأسهم بالدول الناشئة بخصائص تميزها عن الأسواق المتقدمة إذ تعتبر كطبقة أصول مستقلة بذاتها، الأمر الذي يجعلها قبلة لتدفقات رؤوس أموال كفيلة بتلبية الاحتياجات التمويلية لهذه الدول، إلا أن الأزمات المالية التي هزت الأسواق المالية الناشئة في التسعينات أظهرت الدور غير الواضح الذي يمكن أن تلعبه تدفقات رؤوس الأموال على الاقتصاديات الناشئة، ومن ثم حدود التمويل باللاوساطة.

## 1-2-1- أزمة المكسيك والأرجنتين (1994-1995):

في أمريكا اللاتينية ظهرت أول أزمة مالية في منتصف التسعينات ما بين 1994-1995 في المكسيك، وكانت من نتائجها أن أثرت على الأرجنتين حيث نقدم فيما يلي عرضاً موجزاً لأزمة كل من المكسيك والأرجنتين:

## 1-1-2-1- الأزمة المكسيكية:

عرف الاقتصاد المكسيكي قبل الأزمة معدلات نمو مرتفعة نتجت عن تغير هيكله واستقرار الاقتصاد الكلي، حيث كانت هذه المؤشرات بمثابة خط الانطلاق لتدفقات رؤوس الأموال الضخمة، إذ بلغ التدفق على المكسيك في النصف الأول من التسعينات (1990-1994) 104 مليار دولار وهو ما يمثل 20% من رؤوس الأموال التي انتقلت إلى الاقتصاديات المصنعة حديثاً<sup>[9]</sup>، مؤدية بذلك إلى تزايد احتياطات الصرف الأجنبية في المكسيك، بلغت نسبتها 6,3 مليار دولار في نهاية 1989، و 25,1 مليار دولار في نهاية سنة 1993، واستمرت احتياطات الصرف الأجنبية في الارتفاع إلى غاية بداية 1994.<sup>[10]</sup>

إن تباين أسعار الفائدة المطبقة في المكسيك عن تلك المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية أدت برجال الأعمال الأمريكيين بالاقتراض من بلدهم و التوجه للاستثمار بالمكسيك، وأسفرت هذه العملية على ارتفاع أسعار الأسهم أربع مرات في غضون 2 إلى 3 سنوات و سيطر بذلك الأمريكيون على 50% من سوق الأوراق المالية المكسيكية وحوالي 25% من الدين الحكومي قصير الأجل، وتمثل الأموال المستثمرة في الاقتصاد الحقيقي المنتج ما نسبته 25% محصورة في الشركات متعددة الجنسيات، أما النسبة الباقية فقد سخرت للمضاربات في عمليات الأسواق المالية.<sup>[11]</sup>

عندما ارتفعت أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة وحدثت اضطرابات سياسية حادة نجمت عن الانتخابات العامة في المكسيك 1994 من جهة أخرى، انخفضت تدفقات رأس المال الوافدة إلى المكسيك على نحو أدنى إلى تزايد مخاطر التهديد بتخفيض قيمة العملة و تدني معدلات النمو، واستجاب البنك المركزي المكسيكي لضغوط الانتخابات العامة فتوسع في منح الائتمان المحلي، واستمر في محاولات تثبيت سعر الصرف بعدما شهدت العملة المحلية انخفاضاً كبيراً ثم سمح بتعويمها بعد ذلك.<sup>[12]</sup>

وبعد تخفيض قيمة العملة مباشرة فقد أدرك كل من الدائنين المحليين و الأجانب أنه يجب على الحكومة القيام بتسديد ديون قصيرة الأجل تقدر بحوالي 28 مليار دولار خلال شهور قليلة قادمة في الوقت الذي لا تمتلك فيه من احتياطات النقد الأجنبي أكثر من 6 مليار دولار، وفجأة وجدت المكسيك نفسها عاجزة عن اقتراض أموال جديدة لخدمة هذه الديون، لقد كانت الحكومة قادرة على الوفاء بالدين، ولكن تعوزها السيولة اللازمة لذلك، فهي كانت قادرة على الوفاء بالدين نظراً لأن هذا الدين البالغ قيمته 28 مليار دولار لم يكن يمثل سوى 10 من الناتج المحلي الإجمالي للمكسيك وكانت الميزانية الحكومية متوازنة تقريباً.<sup>[13]</sup>

هكذا دفع بالحكومة المكسيكية إلى حافة التوقف عن تسديد الديون في بداية عام 1995 ولم ينقذها من هذا المصير إلا قيام الولايات المتحدة و صندوق النقد الدولي بترتيب قرض دولي قدره 40 مليار دولار للمكسيك مناصفة بينهما، واستخدمت حكومة المكسيك القرض في دفع ديونها، وأصبحت قادرة على خدمة مدفوعات القرض الجديد وذلك ابتداء من عام 1996.<sup>[14]</sup>

### 1-2-1-2- الأزمات الأرجنتينية:

لقد جاءت الأزمة الأرجنتينية في أعقاب أزمة المكسيك، فعلى الرغم من الأداء الاقتصادي القوي للأرجنتين في عام 1994 وبداية عام 1995، إلا أن القلق كان يساور المستثمرين المحليين والأجانب بشأن استقرار سعر الصرف، وبدءوا في سحب أموالهم من البنوك على أثر الانهيار الذي حدث في المكسيك، متأثرين كذلك بظروف عدم الاستقرار المتوقعة في الانتخابات العامة بالأرجنتين في مايو 1995، و تحولت طلبات سحب الأموال من البنوك إلى حالة من الذعر الشديد التي يتنافس فيها المودعون على سحب أموالهم، فقد كان هناك ما يشبه الفرار الجماعي للمودعين و الدائنين من البنوك التجارية الأرجنتينية، وتعرضت البنوك من ثم إلى نقص في السيولة و عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها.<sup>[15]</sup>

واستطاعت الأرجنتين أن تهرب من شبح الانهيار عن طريق قرض دولي رتبته لها صندوق النقد الدولي قدره 7 بليون دولار و قرض إضافي قدمه لها البنك الدولي قدره 500 مليون دولار خصص لإعانة المنشآت المالية.<sup>[16]</sup>

هكذا تعرضت الأرجنتين بدورها إلى أزمة مالية في عام 1995 أثرت على الاقتصاد الكلي فيها طوال ذلك العام، ولم تفق منها إلا في عامي 1996-1997 فقد انهار معدل نمو الناتج المحلي فيها من نحو 8% عام 1994 إلى سالب 4% عام 1995 وذلك قبل أن يرتفع مرة أخرى إلى 4% عام 1996 ثم إلى 8% عام 1997.<sup>[17]</sup>

وعلى إثر انخفاض قيمة البيزو انخفضت رسملة السوق المالي الأرجنتيني بحوالي 17%، وأسعار السندات بحوالي 12%، ابتداء من الربع الأخير من عام 1994، وتشهد مزيداً من الانهيار طوال عام 1995، وذلك قبل أن تبدأ في الصعود 1996، و تواصل ارتفاعها عام 1997<sup>[18]</sup>. ولم تبدأ تدفقات رأس المال الوافدة في استعادة نشاطها و تتحول إلى تدفقات داخلية إلا بعد تحسن الأوضاع في عامي 1996-1997.

### 1-2-2- أزمة الأسواق المالية الآسيوية (1997-1998):

عرفت دول جنوب شرق آسيا قبل الأزمة نموا هائلا و متواصلا، و أصبحت الحركة الاقتصادية بها تجلب اهتمام المستثمرين المحليين و الأجانب، حيث شهدت كل من إندونيسيا، تايلاندا، كوريا الجنوبية وماليزيا خلال العقود الثلاثة الأخيرة استقرارا على مستوى الاقتصاد الكلي، ارتفاع معدلات الادخار والاستثمار والتصدير، انخفاض معدلات التضخم ... ونتيجة لهذه الميزات الاقتصادية الجيدة ومعدلات النمو المرتفعة، اعتبر كثير من المحللين أن هذا النمو الاقتصادي سوف يؤدي إلى توسع كبير في الأسواق الآسيوية، والذي

سينعكس إيجاباً على الطلب العالمي بالزيادة بأكثر من النصف في العشرية الأولى من القرن الواحد والعشرين، لكن الأزمة التي ألمت بالمنطقة في 1997-1998 أخلطت كل هذه التقديرات المستقبلية وركنتها عرض الحائط.<sup>[19]</sup>

شهدت الأزمة المالية الآسيوية فصلها الافتتاحية في جويلية 1997، والذي تمثل في انهيار شديد في عملات تلك الدول أمام الدولار الأمريكي والعملات الأخرى، نتيجة لعمليات المضاربة على سعر العملة، وتدني الأرباح في سوق الأسهم، مما اضطر السلطات النقدية إلى رفع أسعار الفائدة بهدف وقف صرف العملات الوطنية إلى عملات أجنبية خاصة الدولار الأمريكي، ومحاولة تشجيع المستثمرين في الداخل والخارج الحائزين للدولار الأمريكي على ترحيل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملات الوطنية.<sup>[20]</sup>

وكانت بوادر الأزمة من تايلاندا في جويلية 1997 عندما قام تجار العملة في عاصمتها "بانكوك" بالمضاربة على خفض سعر الباهت التايلندي، وذلك بعرض كميات كبيرة منه للبيع، حيث شكل هذا الإجراء ضغوطاً شديدة نحو خفض قيمة العملة التايلندية، وبعدها تآكل احتياطي النقد الأجنبي بـ 87 مليار دولار لهذه الدولة، لجأت إلى التخفيض الرسمي لعملتها، حيث انخفضت قيمة الباهت بـ 39% أمام الدولار الأمريكي، مما أنتج تراجع في أسعار الأسهم العادية وأسعار البورصة بنسبة 75%-50% على التوالي، أدى إلى انسحاب المستثمرين الأجانب من سوق الأوراق المالية التايلندية، و مما زاد في سوء الوضعية و عنفها أن بنوكها كانت تعاني من مشاكل عديدة مثل: انكشاف القروض الممنوحة بالدولار الأمريكي حيث أنها مضمونة بأصول محلية.<sup>[21]</sup>

ومن تايلاند والتي تعتبر من أضعف اقتصاديات دول المنطقة، انتقلت عدوى الأزمة إلى أسواق ماليزيا، وأدت إلى انخفاض "الرنجنت" الماليزي بنسبة 17,8% بحلول 15 سبتمبر 1997 مقارنة بنهاية ديسمبر 1996، نتيجة تنشيط عمليات المضاربات ببعض المساندة الخارجية في بورصة "كوالا لامبور" ومن ثم التأثير السلبي على الاقتصاد الماليزي كله، وتلت ماليزيا بعد ذلك دول أخرى بالجوار، حيث انخفضت "الروبية الإندونيسية" بنسبة 24,6% وحتى العملات القوية مثل عملات سنغافورة، هونغ كونغ وكوريا الجنوبية تأثرت ولكن ليست بنفس الدرجة، حيث انخفضت بنسبة 8,2% و 5% و 9% على التوالي.<sup>[22]</sup>

وهكذا تميزت أزمة بلدان جنوب شرق آسيا بعدد من الخصائص الفارقة، فالأزمة قد ضربت أسرع الاقتصاديات نمواً في العالم كله، إذ لا يستطيع أحد أن ينكر النجاح الكبير الذي حققته هذه البلدان في مجال النمو الاقتصادي خلال العقدين الماضيين، وكانت الأزمة كذلك أعنف أزمة مالية تضرب الأسواق الناشئة منذ أزمة مديونية البلدان المتخلفة في عام 1982، وتمخضت الأزمة، نتيجة لذلك عن تحريك أكبر عملية مساندة مالية تشهدها أسواق رأس المال الناشئة، وتميزت الأزمة أخيراً بأنها كانت أقل الأزمات المالية توقعا [23]، والتي كان من نتائجها أن انخفضت القوة الشرائية للأكثرية العظمى من الشعوب، فانخفضت (بمقياس الدولار) بـ 82% في إندونيسيا و 43% في تايلاند و 34% في ماليزيا.<sup>[24]</sup>

## 1-2-3- الأزمات المالية الروسية والبرازيلية (1998-1999) :

امتدت الأزمة المالية التي انفجرت في دول جنوب شرق آسيا في 1997 إلى مناطق أخرى من العالم، حيث اتسعت في القارة الآسيوية حتى شملت روسيا و وصلت إلى الجزء الغربي من الكرة الأرضية كأمریکا اللاتينية حتى ضمت البرازيل.

## 1-3-2-1- الأزمة المالية الروسية (سنة 1998) :

منذ سنة 1992، باشرت روسيا إصلاحات اقتصادية بمساعدة صندوق النقد الدولي، و التي كان من نتائجها أن استقر الروبل، و انخفض التضخم مسجلا تطورا إيجابيا في سنة 1997، ليقدربحوالي 7،4% في الخمس أشهر الأولى لسنة 1998.

وقبل حدوث الأزمة كانت روسيا تعاني من انخفاض الناتج الداخلي الخام، حيث كان يمثل حوالي 5،1% من الناتج العالمي سنة 1997، و نصيب جد ضئيل من التجارة الدولية 9،0% من الناتج الوطني الخام، بالإضافة إلى ظهور اختناقات كبيرة بفعل المديونية الخارجية، و عجز كبير في الميزانية قدر بحوالي 9،6% من الناتج الوطني الخام، و ذلك منذ سنة 1996، ظهر نتيجة انخفاض الأسعار العالمية للسلع (المواد الأولية و البترول) بنسبة 40% في المتوسط اثر تراجع مشتريات الدول الآسيوية في أعقاب الأزمة الآسيوية.<sup>[25]</sup>

و نتج عن هذه الاضطرابات توقيع برنامج الاستقرار مع صندوق النقد الدولي في جويلية بمبلغ 22 مليار دولار، يتم بموجبه إعادة هيكلة الديون و السماح لحاملي سندات GKO (\*) بتحويلها لسندات طويلة الأجل مقدرة بالدولار، و توقف هذا البرنامج في بداية أوت و بالتالي عرف النظام المالي تدهورا ساهم في ظهور الذعر و الاضطراب في أنظمة الصرف، و تسريع القرارات المعلن عنها في 17 أوت حيث أعلن البنك المركزي و السلطات الروسية بتأخير دفع الفوائد لمدة 90 يوم على الديون الخارجية، كذا توسيع تقلبات الروبل بالنسبة للدولار.<sup>[26]</sup>

و أحدثت قرارات 17 أوت صدمة مالية تجاوزت باتساعها انهيار هونغ كونغ في أكتوبر 1997، و شوهد في تلك الفترة عودة تدفقات رؤوس الأموال من الأسواق الناشئة نحو الأسواق المتقدمة، و عرفت جميع البورصات انخفاضا قويا لعدة أسابيع و امتدت إلى معدلات السندات في الاقتصاد العالمي باستثناء أسواق الدين العمومي للدولة المتقدمة.<sup>[27]</sup>

(\*) : سندات الخزينة قصيرة الأجل.

## 1-2-3-2- الأزمة البرازيلية (سنة 1999):

تميز الاقتصاد البرازيلي بالنمو المرتفع في الفترة (1950-1980) كما تميز بتضخم مرتفع، وسجل في تلك الفترة عدم استقرار الاقتصاد الكلي وانفجار المشاكل الأولى في أكتوبر 1997 بجنوب شرق آسيا وفي روسيا عام 1998، دفع بالأسواق الدولية لإعادة النظر في زيادة الخطر بالبلدان الناشئة فيما يخص العجز وفي عدم قدرة السلطات البرازيلية على تفادي هذا الخطر الذي ظهر في الميزانية والميزان الجاري، ففي الفترة الأولى عمدت إلى تثبيت الريال بالدولار، كما قامت بوضع قيود والحد من الخروج القوي أو الكثيف لرؤوس الأموال، وأعلنت عن تطبيق مخطط تطهير المالية العمومية وكانت مبادرة ناجحة ولكن لم تدم لفترة طويلة، وسارعت إلى وضع إجراءات تمثلت في رفع معدلات الفائدة و أعلنت عن تدابير صارمة في الميزانية، وكانت التدابير غير كافية، حيث استمرت رؤوس الأموال في التدفق نحو الخارج، مما استدعى من المسؤولين البرازيليين اللجوء إلى صندوق النقد الدولي ليتمكنوا بذلك من الحصول على مبلغ مالي قدره 5.41 مليار دولار خصص لدعم ميزان المدفوعات.<sup>[28]</sup>

وفي جانفي 1999، اتخذت البرازيل القرار بالتخلي عن نظام الصرف المرتبط بالدولار، بتخفيض قيمة الريال ب 40%، وكانت من نتائجه أن زرع الشكوك في نفوس المستثمرين وأصبح بذلك الانشغال الوحيد بالنسبة للبرازيل هو التخوف من عودة تضخم قوي وأزمة عميقة متبوعة بخروج رؤوس الأموال.<sup>[29]</sup>

وبعد الانخفاض الذي سجله الريال، بعد استقالة رئيس البنك المركزي البرازيلي وإعلان الحكومة البرازيلية تأخير دفع الديون المستحقة قرر البنك المركزي في 15 جانفي 1999 ترك عملة الريال عائمة لارتباطها بسرعة خروج رؤوس الأموال، كما قام أيضا برفع معدلات الفائدة مؤقتا.<sup>[30]</sup>

بالرغم من الإجراءات المتخذة من طرف السلطات البرازيلية للتخفيف من الآثار السلبية للأزمة المالية، إلا أن سياسة التقشف المتبعة أثرت سلبا على التشغيل وعلى النمو الاقتصادي بالتبعية مما اضطر السلطات العمومية القيام بخصوصية بعض المؤسسات العمومية.

## 2- تطور و حدود تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة بأسواق المال :

إن التمويل بنظام الوساطة المالية في الدول المتقدمة كان سائدا إلى وقت قريب حيث لعبت البنوك والمؤسسات المختصة في منح القروض دورا حيا و أساسيا في تمويل المؤسسة والاقتصاد بصفة عامة، واستمر هذا النوع من التمويل حتى منتصف السبعينات في الولايات المتحدة الأمريكية وإلى أوائل الثمانينات في بقية الدول الأوروبية ليتم بعدها الاعتماد على التمويل باللاوساطة المالية والذي عرف حدودا في الفترة الأخيرة، تأسيسا على ما تقدم ولتوضيح الفكرة ارتأينا تناولها ضمن النقاط التالية:

- تطور تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة:
- حدود تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة بأسواق المال.



## 2-1- تطور تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة: [31]

على الرغم من المزايا التي حضيت بها الديون باعتبارها مصدرا من مصادر التمويل، فهي لا تخلو من العيوب لاسيما عندما يكون العائد على الاستثمارات اقل من تكلفة القروض فعندئذ تنخفض أرباح المساهمين ويزيد احتمال تدخل الدائنين في تسيير المؤسسة، حيث أصبحت تكلفة الوساطة المالية في حد ذاتها ترتفع من سنة لأخرى مكلفة البنوك و المؤسسات الخاصة أموالا طائلة، فتكلفة الوساطة بالنسبة للبنوك والمؤسسات الوسيطة الفرنسية مثلا ارتفعت من 2,5% من مجموع رؤوس الأموال المستعملة في الوساطة سنة 1972 إلى 6,5% سنة 1981، هذه التكاليف بينت أكثر أهمية التمويل برؤوس أموال خاصة والاعتماد عليها في تنفيذ السياسات الاستثمارية والتمويلية للمؤسسة حيث يعترف العديد من الاقتصاديين باتجاه المسؤولين عن المؤسسات في الدول المتقدمة لإعطاء الأولوية لرفع رأس المال على حساب عمليات إصدار القروض خلال عشرية الثمانينات.

إن التخلي التدريجي عن الوساطة المالية في الدول المتقدمة هو نتيجة زيادة أهمية رؤوس الأموال الخاصة في تمويل المؤسسات التي أصبحت لا تلجا كثيرا للبنوك لتمويل نشاطاتها عن طريق القروض و عليه عرفت اللاموساطة المالية بأنها تعكس الوضعية التي لا تمر فيها الأموال المحصل عليها بالمؤسسات المالية و ذلك عند تلبية الحاجات التمويلية للأعوان الاقتصادية، وبذلك أصبحت عملية التمويل تتم دون وساطة، فالعلاقة تغيرت وأصبحت بين طرفين وليس ثلاثة أي انتقلت من العلاقة غير مباشرة إلى علاقة مباشرة لكن بصورة حديثة.

وقد شهدت عشرية الثمانينات تراجع حجم التمويل بالوساطة لصالح التمويل المباشر، والجدول التالي يبين تطور نسبة اللاموساطة المالية في فرنسا للفترة ما بين 1981-1986:

## جدول رقم (01): تطور نسبة اللاموساطة المالية في فرنسا خلال الفترة 1981-1986

السنة	1981	1982	1983	1984	1985	1986
نسبة اللاموساطة المالية	22%	23%	29%	36%	38%	61%
نسبة الوساطة المالية	78%	77%	71%	64%	62%	39%

المصدر: [32]

يبين الجدول أعلاه زيادة نسبة اللاموساطة في تمويل الاقتصاد كما تؤكد العديد من الدراسات نفس الظاهرة في أمريكا و اليابان و بريطانيا على الخصوص، وهذا يقودنا إلى تسجيل عدة ملاحظات:

- تخص دور البنوك في الحياة الاقتصادية بعد أن قل نصيبها في تمويل المؤسسات لصالح الأسواق المالية، أدى ذلك إلى تنوع نشاط البنك الذي لم يبق منحصر في الوظيفة التقليدية إذ أصبح يقدم خدمات عديدة و متنوعة فرضتها تلك التحولات مثلا أصبح يقدم الاستشارات للمستثمرين؛
- تتعلق بتمويل الاقتصاد عن طريق الأوراق المالية، لقد عرفت هذه الظاهرة بأنها تحويل مبالغ من القروض التابعة لمؤسسات متخصصة إلى أدوات مالية يمكن تداولها بين المستثمرين.

نخلص مما سبق ذكره إلى أن التمويل في نظام الوساطة المالية كان سائد إلى وقت قريب حيث لعبت البنوك و المؤسسات المختصة في منح القروض دورا حيا و أساسيا في تمويل المؤسسة و الاقتصاد بصفة عامة و اعتبر النظام البنكي آنذاك أساسا لقيام أي اقتصاد لما توصل إليه من تقنيات زادت التطورات التكنولوجية و الإعلامية فعالة و مرنة و استمر هذا النوع من التمويل حتى منتصف السبعينات في الولايات المتحدة الأمريكية و إلى أوائل الثمانينات في بقية الدول الأوروبية، و تحت ضغط التكاليف المرتفعة تحولت أغلبية الدول من الاعتماد على التمويل بالوساطة المالية إلى التمويل باللاوساطة المالية.

## 2-2- حدود تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة بأسواق المال :

إن الاعتماد على النظام البنكي في تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة استمر لفترة طويلة، و تحت ضغط التكاليف المرتفعة تحولت أغلبية هذه الدول للاعتماد على أسواق المال في تمويل اقتصادياتها مما جعلها تتعرض لآزمات مالية عنيفة، أكدت من جديد حدود التمويل باللاوساطة المالية.

### 2-2-1- الأزمة الأمريكية (سنة 2001):<sup>[33]</sup>

شهدت الولايات المتحدة الأمريكية اعنف هجوم إرهابي في تاريخها يوم 11 سبتمبر 2001 والذي أطلق عليه الثلاثاء الأسود و أدى ذلك إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية حتى يوم الأحد 16 سبتمبر 2001 و ذلك لأول مرة منذ اغتيال الرئيس كينيدي في عام 1963.

فقد قام البنك الاحتياطي الفيدرالي بخفض سعر الفائدة في يوم 17 سبتمبر بمقدار 50 نقطة أساس من 5.3% إلى 3% في محاولة للحد من التأثير السلبي للأزمة الحالية و التي تزيد من احتمالات دخول الاقتصاد حالة من الكساد إلى جانب الحد من هبوط أسعار الأوراق المالية عند بدء عمل البورصات الأمريكية. كما قام عدد من البنوك المركزية بتخفيض أسعار الفائدة لدعم الدولار الأمريكي و تجنب دخول العالم في مرحلة من الكساد، حيث قام البنك المركزي الأوروبي بتخفيض أسعار الفائدة كذلك في يوم 18 سبتمبر بمقدار 50 نقطة أساس من 4.25% إلى 3.75% مما يعد أكبر خفض يقوم به البنك خلال عام 2001 كذلك قام البنك المركزي الانجليزي بتخفيض أسعار الفائدة بربع في المائة لتسجل 4.75% بدلا من 5% و ذلك فضلا عن البنوك المركزية لبعض الدول التي خفضت أسعار الفائدة مثل اليابان و هونغ كونغ و التايوان و الكويت و تعد تلك هي المرة الأولى التي تشهد فيها أسواق المال العالمية تناسقا و التزامنا في السياسة النقدية للبنوك المركزية الرئيسية منذ حرب الخليج في عام 1991 و على الرغم من ذلك كان تأثير خفض سعر الفائدة على أداء بورصة نيويورك ضئيلا حيث سجلت مؤشرات البورصة الأمريكية تدهورا كثيرا عقب افتتاح أسواق المال الأمريكية مرة أخرى و بلغت معظم المؤشرات أدنى مستويات لها منذ ثلاث سنوات و قد شهد مؤشر داو جونز يوم 17 سبتمبر انخفاضا بنسبة 7% حيث انخفض المؤشر من 5,9605 نقطة يوم 10 سبتمبر ليبلغ 7,8920 نقطة يوم 17 سبتمبر و قد بلغ المؤشر أدنى مستوى له منذ شهر ديسمبر 1998 كما بلغ مؤشر نازداك أدنى مستوى له منذ ثلاث سنوات و قد حقق مؤشر نازداك انخفاضا بنسبة 6.8% من 3,1695 نقطة في يوم 10 سبتمبر ليبلغ 1579 نقطة في يوم 17 سبتمبر و قد حققت أسهم شركات الطيران و قطاعات التأمين و الإعلام أكبر خسائر.

إن التراجع الاقتصادي الملاحظ في أغلبية الدول الصناعية على اثر الأزمة والذي بدا في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2001 كان له تأثير مهم على الدول الناشئة، وهذا ما يبينه الجدول أدناه:

**جدول رقم (02) : تطور معدلات النمو في الدول المتقدمة و الدول الناشئة (2000-2002)**

السنة	2000	2001	2002
الولايات المتحدة الأمريكية	1,4%	1,2%	1,5%
الدول المتقدمة	3,8%	1%	1,3%
الدول الناشئة	5,5%	2,7%	3,1%

المصدر: [34]

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن معدلات النمو في الدول الناشئة -والتي تختلف في حد ذاتها باختلاف المناطق - انخفضت إلى نصفها في 2001 مقارنة بسنة 2000 لترتفع مجددا في سنة 2002، أما معدلات النمو في الولايات المتحدة فانخفضت من 4,1% سنة 2000 إلى 1,2% سنة 2001 لترتفع سنة 2002 إلى 1,5%، كما لوحظ انخفاض معدلات النمو في الدول المتقدمة من 5,5% سنة 2000 إلى 7,2% سنة 2001 لترتفع سنة 2002 إلى 3,1%.

إن نمو التجارة العالمية وزيادة التكامل المالي العالمي هي عوامل ساعدت على انتشار الأزمة، فالتراجع الاقتصادي في الدول الصناعية قلل من الطلب على صادرات الدول الناشئة نتيجة الارتباط القوي الموجب بين حجم صادرات الدول الناشئة و الدورة الاقتصادية لدول المجموعة السبع.

**2-2-2- الأزمة العالمية الراهنة (سنة 2008) :**

عرفت الولايات المتحدة الأمريكية ثاني أزمة لها في 2008 بعد أزمة 11 سبتمبر 2001 أثرت بشدتها على أغلبية دول العالم فمشكلة الرهن العقاري قد نشأت من سياسة نقدية محكمة تعاونت فيها البنوك المركزية مع المؤسسات المالية العالمية الضخمة لفرض هيمنة مالية كاملة على حركة و اتجاهات وحجم السيولة النقدية العالمية، وقد أدار هذه السياسة لحد كبير محافظ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي -ألن جرينسبان - عندما رفع سعر الفائدة تدريجيا حتى قفز إلى 6% في افريل عام 2000 بحجة السيطرة على معدل التضخم بالاقتصاد الأمريكي، لكن الهدف كان استقطاب المدخرات الأجنبية للاستثمار في السندات الأمريكية، وقد تحقق له ذلك بتراكم ضخم من هذه المدخرات بلغ نحو 4000 مليار دولار أمريكي، وللاحتفاظ بهذه المدخرات لكي تستثمر بالقطاعات الاقتصادية الأمريكية المختلفة، بدا "جرينسبان" في خفض مستمر لمعدل الفائدة حتى بلغ 1% في يوليو 2003 واستمر على ذلك سنة كاملة حتى يونيو 2004 مما أدى إلى انخفاض مستمر لسعر الدولار الأمريكي، وأصبح سحب هذه المدخرات من الاقتصاد الأمريكي مستحيلا مما ضاعف الاستفادة منها لصالح الاقتصاد الأمريكي، أما البنك المركزي الأوروبي فقد خفض سعر الفائدة في

بداية 2001 من 4,5% تدريجيا إلى 3% في يونيو 2003 واستمر على ذلك المعدل لمدة سنتين أما بنك إنجلترا المركزي فبدأ خفض سعر الفائدة من 6% عام 2000 إلى 3,5% في ديسمبر 2003 هذا مما يفيد بوجود تنسيق متكامل هادف و موحد بين الأجهزة المالية العالمية، و من خلال انخفاض أسعار الفائدة العالمية، بدأت مشكلة الرهن العقاري العالمية تظهر على الساحة العالمية حيث اندفعت المؤسسات المالية العالمية بشراسة بوضع تسهيلات ائتمانية ميسرة للغاية لجميع فئات المجتمع الأمريكي لشراء عقارات بالتقسيط المريح بأسعار فائدة تتغير بتغير الوضع الاقتصادي وبدون ضمانات مالية سوى ملكية العقار [35]، [36] وتبين بعد ذلك أن أكثر من 50% من الذين حصلوا على هذه القروض لم يستخدموها في أغراضها، فالقروض العقارية بفوائد متدنية أوجدت سوقا نشطة للعقارات وزادت في طلبها مما رفع قيمة العقارات وحولها إلى أصول مرهونة قابلة لإضافة ديون أخرى بهدف تحقيق رفاهية الأسر المالكة للعقارات، ومع توسع الإقراض العقاري بجانب الإقراض لشراء الأثاث و السيارات و غيرها، لجأت البنوك إلى إصدار سندات في مقابل قروضها العقارية وبيع هذه السندات إلى مستثمرين عالميين مقابل فوائد، وقام هؤلاء المستثمرين ببيع هذه السندات مرة أخرى أو رهنها لدى صناديق استثمار أو تحولت لشراء مزيد من السندات العقارية، في حين أن السندات ذاتها ناتجة أيضا من قروض عقارية أو قروض للسلع المعمرة، وبالإضافة إلى ذلك فإن البنوك منحت عملائها قروضا بحيث تنحصر عملية السداد في السنوات الثلاث الأولى على تسديد الفوائد المستحقة فقط على القرض، ومع ارتفاع معدلات الفائدة المتحركة عجز معظم المقترضين عن سداد أصل القرض والغرامات المالية العالية المترتبة على عدم السداد مما فاقم من حدوث المشكلة، وعندما أوجبت الأنظمة التأمين على السندات العقارية تحملت شركات التأمين الكبرى عبء هذه السندات، والأمور كلها، كانت مرتبطة بحال المقترض الأساسي ومدى قدرته المالية للوفاء بالمستحقات، وعندما عجز عن السداد، زاد عبء الدين عليه، وكذلك تحولت السندات إلى عبء وصارت سندات رديئة تسببت بانهيار المصارف المقرضة لحاجتها إلى السيولة، وأصابت صناديق التحوط والمستثمرين بخسائر امتدت لتضرب شركات التأمين على السندات العقارية.<sup>[37]</sup>

## الخاتمة:

أوضحت أزمة المديونية للدول السائرة في طريق النمو في الثمانينات حدود ارتفاع سعر القروض، حيث تحول النظام المالي الدولي من أزمة سيولة محددة بعدم المقدرة على سداد خدمة الدين إلى مواجهة خطر أزمة ملاءة طويلة وعميقة، استدعى حلها تطبيق مخطط باكر في 1985 ثم خطة "بريدي" في 1989، مما أيد كثيرا مسعى صندوق النقد الدولي بإنشاء أسواق مالية في الدول الناشئة، أما الدول المتقدمة فاعتمدت على نظام التمويل بالوساطة المالية لفترة طويلة و تحت ضغط التكاليف المرتفعة تحولت لنظام التمويل باللاوساطة المالية، وما أثار اهتمامنا هو تعرض الأسواق المالية في هذه الدول لآزمات مالية وضعت حدودا لتمويل اقتصادياتها بأسواق المال .

## الهوامش :

- (1): ضياء مجيد الموسوي، العولمة واقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص106.
- (2): نفس المرجع السابق، ص106.
- (3): نفس المرجع السابق، ص 109.
- (4): مروان عطون، أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء 1، ديوان المطبوعات الجامعية، 1993، ص 338.
- (5): مجدي محمود شهاب، الاتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية بالتطبيق على بعض البلدان العربية، الدار الجامعية للنشر، 1998، ص 18.
- (6): ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 110.
- (7): ضياء مجيد الموسوي، نفس المرجع السابق، ص 111.
- (8): ضياء مجيد الموسوي، نفس المرجع السابق، ص 111.
- (9): غليرسو أورتيث مارتينيز، ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 6، جوان 1998، ص 6.
- (10) : crise russe , in economie internationale, N°76, 1998,p53.
- (11): عبد العلي زلوم، نذر العولمة، الطبعة الأولى، دار الفارس للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص238.
- (12): أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، دار النيل للطباعة والنشر، عام 2001، ص 35.
- (13): أحمد يوسف الشحات، نفس المرجع السابق، ص 36.
- (14): غليرسو أورتيث مارتينيز، نفس المرجع السابق، ص 9.
- (15): أحمد يوسف الشحات، نفس المرجع السابق، ص 35.
- (16)2000,edition la decouverte ,paris,1999,p10. .L'economie mondiale. CEPIL
- (17): أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص 36.
- (18)CEPIL ,op-cit,p7.
- (19): عبد المطلب عبد الحميد، العولمة المالية واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، 2001، ص280.
- (20): عبد المطلب عبد الحميد، نفس المرجع السابق، ص 280.
- (21): إيهاب الشلبي، دور الأسواق المالية وصندوق النقد الدولي في تكوين أزمة آسيا المالية، أخبار النفط والصناعة، السنة الثلاثون، العدد 341، فبراير 1999، ص 28.
- (22): عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 281.
- (23): أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص 46.
- (24): عبد العلي زلوم، مرجع سابق، ص 249.
- (25): SHANTAYANAN DEVARAJAN and others ,wold bankconomists 'forum , the wold bank , washington, 1999,p27.
- (26): STANLEY FISHER , la crise financiere, etat des lieux, in problemes economiques, N° 2595, 16 decembre 1998,p8.
- (27): STANLEY FISHER,IBID ,P9.
- (28) :MACKEL FREDIRIC. LES GRAND crise des annees quatre-vingt dix, in problemes ,economiques N° 2669 juin 2000
- (29) CEPIL ,op-cit,p39.
- (30): صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، الاضطرابات المالية والاقتصاد العالمي، أكتوبر 1998، ص 8.
- (31): فريدة بخراز يعدل , تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2002، ص 130.
- (32): فريدة بخراز يعدل، مرجع سابق، ص 130.

- (33): عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص153.
- (34): www.asmp.fr
- (35): صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة، دار غربية للطباعة، 2003، ص285.
- (36): احمد جلال، الأزمة المالية، ندوة غير منشورة، جمعية الاقتصاد السياسي، نوفمبر 2009.
- (37): صلاح الدين حسن السيسي، نفس المرجع السابق، ص286.

## قائمة المراجع:

### أولا: الكتب العربية

- (1): أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، دار النيل للطباعة والنشر، عام 2001.
- (2): - صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة، دار غربية للطباعة، 2003.
- (3): - عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005.
- (4): عبد الحي زلوم، نذر العولمة، الطبعة الأولى، دار الفارس للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
- (5): عبد المطلب عبد الحميد، العولمة المالية واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، 2001.
- (6): ضياء مجيد الموسوي، العولمة واقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- (7): فريدة بخراز يعدل، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2002.
- (8): مجدي محمود شهاب، الاتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية بالتطبيق على بعض البلدان العربية، الدار الجامعية للنشر، 1998.
- (9): مروان عطون، أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء 1، ديوان المطبوعات الجامعية، 1993.

### ثانيا: المجلات والتقارير

- (10): احمد جلال، الأزمة المالية، ندوة غير منشورة، جمعية الاقتصاد السياسي، نوفمبر 2009.
- (11): إيهاب الشلبي، دور الأسواق المالية وصندوق النقد الدولي في تكوين أزمة آسيا المالية، أخبار النفط والصناعة، السنة الثلاثون، العدد 341، فبراير 1999.
- (12): غليسو أورتيغ مارتينيز، ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 6، جوان 1998.
- (13): صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، الاضطرابات المالية والاقتصاد العالمي، أكتوبر 1998.

### ثالثا: المراجع باللغة الأجنبية

- (1) : CEPIL, L'économie mondiale 2000, édition la découverte, paris, 1999.
- (2) : François LENGLET, 'Les crises russe et chinoise' in problèmes économiques n°2585, 30 Septembre 1998.
- (3) : MACKEL FREDERIC, LES GRAND crise des années quatre-vingt dix, in problèmes économiques, N° 2669 juin 2000
- (4) : SHANTAYANAN DEVARAJAN and others ,wold bank economists 'forum , volume1, the world bank , washington, 1999.
- (5) : STANLEY FISHER , la crise financière, etat des lieux, in problèmes économiques, N° 2595, 16 décembre 1998.
- (6) : Crise russe, in économie internationale, N°76, 1998.
- (7) : Rapport world economic and financial swveys , international capital markets , and polley , 1995.