

شیوا خلیلی \*

## تحولات بازارهای مالی و جریان های سرمایه

### مقدمه :

بحرانهای مالی و اقتصادی دو دهه گذشته ، دگرگونیهای عمیقی در سیستم های اقتصادی جهان پدید آورده است . اصلاح ساختار کلان اقتصاد ، انجام تعدیل های اقتصادی ، تکیه بر موازین بازار ، ایجاد رقابت بیشتر و بهبود کارآیی ، آزادسازی سیستم های مالی و تجاری ، ادغام و یکپارچگی بازارهای کالا و بازارهای سرمایه ، هم آهنگی و همکاری های منطقه ای و بین المللی در بخشهای مالی ، تجاری و سیاستهای داخلی اقتصادی را می توان حاصل رویدادهای دو دهه اخیر و روشن بینی و واقع گرایی مسئولان امور و اقتصاددانان ، بخصوص از دهه هشتاد دانست .

طی دو دهه گذشته نقش بازارهای سرمایه در پاسخ به اختلالات کلان اقتصادی ، نحوه تامین مالی کسری بودجه و ترازپرداختها ، ادغام بازارهای سرمایه و بالاخره پایه گذاری تغییرات عمده در مقررات پولی و مالی و سیاستگذاری اقتصادی حائز اهمیت بسیار است . در

\* - محقق اداره حسابهای اقتصادی - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

گزارش حاضر سعی می شود که عوامل موثر در تحرک جریان های سرمایه و چگونگی تحول و تاثیر آنها بر سیستم های مالی و اقتصادی از خلال رویدادهای دو دهه اخیر مورد بررسی قرار گیرد.

این گزارش در سه بخش ارائه می گردد. بخش اول به شرح بحرانهای پولی، نفتی، دگرگونیهای سیستم پولی جهان، حرکت جریان های سرمایه و اوضاع اقتصادی جهان در آخر دهه هفتاد می پردازد. بخش دوم بحران بدهیها و گسترش جریانهای سرمایه و نقش آنها در پاسخ به اختلالات اقتصادی و تحولات سیاستهای مالی و اقتصادی را از نظر می گذرانند. در بخش سوم رفتار بازارهای جدید سرمایه با کشورهای در حال رشد و چگونگی دستیابی این گروه از کشورها به بازارهای سرمایه مورد مطالعه قرار می گیرد.

#### الف - رویدادهای مالی و اقتصادی دهه هفتاد:

دهه هفتاد را می توان بطور کلی با بحران پولی بین المللی و دو شوک نفتی که دومین رکود بزرگ قرن بیستم را بوجود آورد، مشخص نمود. ضعف مالی و بدهکاری خصوصی ناشی از بحرانهای فوق موجب گردید که در این دهه یک اقتصاد جهانی بدهکار خاصه در بخش خصوصی شکل گیرد.

وجود دلارهای نفتی و بی نظمی بازارهای ارزی و شناوری نرخ ارزها باعث شد که جریان های کوتاه مدت سرمایه تحرک یافته و بازارهای عمده پول (۱) و بازارهای اوراق قرضه و اسناد خزانه فعال گردد و وام دهی سیستم بانکی بسیار افزایش یابد. تحولات پولی بین المللی در دهه هفتاد در واقع زمینه را برای تحول سیستم مالی آماده نمود.

دهه هفتاد با ضعف مالی، رکود و خطر ورشکستگی و پیدایش اقتصادهایی با اختلالات

بسیار در ابعاد کلان پایان یافت. وقایع این سالها به اختصار و با رعایت جوانب اقتصادی آنها در این بخش ذکر می گردد.

### ۱ - بحران پولی بین المللی: در سال ۱۹۴۶ به موجب تصمیم اتخاذ شده از سوی

کشورهای عمده جهان در کنفرانس برتن وودز، سیستم پولی جهان براساس برابری ثابت ولی قابل تعدیل به دلار آمریکا که خود قابل تبدیل به طلا بود، پایه گذاری شد. متعاقب آن در سال ۱۹۴۷، پیرو قرار داد دیگری (۲)، دلار آمریکا به پول برتر تبدیل شد. لیکن بروز مشکلات اقتصادی و پیدایش کسری در تراز پرداختهای کشور آمریکا از اواخر دهه پنجاه، اعتماد به دلار را دچار تزلزل نمود. زوال پایدار حسابهای خارجی این کشور طی دهه شصت باعث شد که بحران دلار از حدود سال هفتاد تشدید شود و در اوائل ۱۹۷۱ به اوج خود برسد. مداخله بانکهای مرکزی (بخصوص بانک مرکزی آلمان) برای جذب دلارهای اضافی بازار در بهبود شرایط موثر نیافتاد و برعکس نگرانی این بانکها را برای تبدیل دلارهای خریداری شده به طلا بیشتر نمود (ذخایر طلای بانک فدرال آمریکا از ۲۵ میلیارد دلار در سال ۱۹۴۹ به ۱۱ میلیارد دلار در سال ۱۹۷۱ کاهش یافت). فشار بانکهای مرکزی بر دولت آمریکا و تشدید بحران دلار، مسئولان آن کشور را وادار ساخت تا معیارهای محافظه کارانه ای اتخاذ نموده و طی اعلامیه ای، در ۱۵ اوت ۱۹۷۱ تبدیل دلار به طلا را موقتا متوقف نمایند (۳).

این تصمیم دولت آمریکا عملا به سیستم برتن وودز پایان داد و روابط پولی بین المللی را دچار آشفتگی و بی نظمی نمود. از نیمه دوم سال ۱۹۷۱ تا فوریه سال ۱۹۷۳ دلار آمریکا دوبار کاهش ارزش پیدا کرد و در ۱۶ مارس ۱۹۷۳ متعاقب نشست های متعدد پولی بین المللی،

نه کشور اروپایی و هم پیمانان آنها توافق نمودند که برابری نرخ پولهای کشورهای متبوعشان مطابق "قانون بازار" عمل نماید و بدین ترتیب پول این کشورها مطابق موازین بازار و برخلاف سیستم برتن وودز که هنوز رسمیت داشت، شناور اعلام شد. اگرچه تعداد کشورهایی که در این مقطع به شناوری نرخ ارز روی آوردند کم بود ولیکن اهمیت آنها در تجارت بین المللی بسیار بالا بود، در سال ۱۹۷۸ تنها پول ملی ۱۹ کشور از ۱۲۲ کشور عضو "صندوق بین المللی پول" شناور بود لیکن این تعداد کشورها ۵۰ درصد بازرگانی جهان را در اختیار داشتند. (سیستم برتن وودز در اول آوریل ۱۹۷۸ توسط صندوق بین المللی پول متوقف گردید).

## ۲ - بحران نفتی : در بهار ۱۹۷۳ کشورهای عضو اوپک در اولین نشست خود

قیمت نفت خام پایه را از ۱/۵ دلار به ۲/۵ دلار در هر بشکه افزایش دادند و در دسامبر همان سال بهای تعیین شده نفت خام سبک اوپک از ۳/۰۱ دلار در هر بشکه به بیش از ۱۱/۶۵ دلار افزایش یافت (در دو مرحله). روند افزایش قیمت نفت خام اوپک در سال ۱۹۷۴ نیز ادامه یافت و ضربه سختی بر تراز پرداختهای کشورهای واردکننده نفت، بخصوص کشورهای در حال رشد صنعتی (مانند هند) وارد آورد و رکود بزرگ جهانی و تشدید تورم را باعث گردید. بطوریکه آمار نشان می دهد (۴)، درآمد کشورهای عضو اوپک برای سال ۱۹۷۴ به رقم غیرمنتظره ۱۰۰ میلیارد دلار رسید. واردات نفتی کشورهای در حال توسعه از اوپک به ۱۵ تا ۲۰ میلیارد دلار و واردات کشورهای اروپای غربی به حدود ۵۰ الی ۶۰ میلیارد دلار بالغ گردیده و نسبت واردات نفتی به درآمد صادراتی اروپای غربی از ۱۰ درصد در سال ۱۹۷۳ به حدود ۲۵ - ۲۰ درصد در سال ۱۹۷۴ و برای ژاپن از کمتر از ۱۰ درصد در سال ۱۹۶۹ به

حدود یک سوم کل صادرات صنعتی این کشور در سال ۱۹۷۴ رسید. پس از اولین بحران نفتی که به اولین شوک نفتی نیز معروف گردید، قیمت مواد اولیه و مواد معدنی افزایش یافت و دامنه تورم در سطح جهان گسترش بیشتری پیدا کرد.

### ۳ - جریان های سرمایه : ضعف دلار (که تا قبل از دهه هفتاد پول انحصاری

نظام پولی بین المللی را تشکیل می داد) و بدنبال آن بحران پولی و شوک نفتی باعث شد که سرمایه های کوتاه مدت برای جذب منافع بیشتر به حرکت درآیند و بازارهای سرمایه که در دهه شصت وضعیت نسبتاً آرامی داشتند با تحولات آغاز دهه هفتاد وارد دوران جدیدی شوند. این تحولات باعث شد که در سالهای ۱۹۷۰ بازارهای کوتاه مدت پولی و اوراق قرضه جدیدی ایجاد گردد و بازارهای موجود اوراق بهادار و اوراق قرضه گسترش یابد. ذیلاً عمده ترین تحولات بازارهای سرمایه طی دهه هفتاد مورد اشاره قرار می گیرد:

الف - بازارهای دلارهای اروپایی : اغتشاشات پولی دهه شصت و بحران دلار در آغاز دهه هفتاد بدون ارتباط با گسترش بازار دلار اروپایی نبود. اجرای سیاستهای انقباضی در کشور آمریکا برای جلوگیری از خروج سرمایه، افزایش حاشیه نرخهای بهره بانکهای اروپایی نسبت به بانکهای آمریکایی و قوت گرفتن پولهای سایر کشورهای عمده صنعتی باعث حرکت دلارهای آمریکایی به سوی بانکها و بازارهای اروپایی گردید. بازار دیگری که در ارتباط با این بازار ایجاد شد، بازار اوراق قرضه اروپایی است که بیشترین انتشار آن برحسب دلار اروپا انجام می گرفت ( ۷۰ درصد انتشار سال ۱۹۷۳ در این بازار برحسب دلار اروپا بود).

ب - بازگشت دلارهای نفتی به سیستم بانکی : پس از اولین شوک نفتی ، مازاد درآمد کشورهای صادر کننده نفت به سرعت و به صورت سپرده بانکی ، خرید اوراق قرضه و اسناد خزانه کوتاه مدت راهی سیستم بانکی کشورهای صنعتی و بازارهای فلات قاره شد . بعنوان مثال در سال ۱۹۷۶ مازاد منابع سیستم بانکی کشورهای اروپایی و آمریکا که از دلارهای نفتی اوپک ، کسری مزمن ترازپرداختهای آمریکا و سرمایه گذاریهای احتیاطی بنگاههای تولیدی و اشخاص تغذیه می شد ، بالغ بر ۱۰۰ میلیارد دلار گردید .

ج - استقراض از سیستم بانکی : رکود اقتصادی سالهای ۷۵ - ۱۹۷۴ به همراه عدم تعادل بودجه و کسری شدید ترازپرداختهای غالب کشورهای جهان بخصوص کشورهای در حال توسعه از یک سو و مازاد منابع بانکهای غربی و شرایط تورمی زمان از سوی دیگر باعث شد که کشورهای جهان برای رفع کسری حساب جاری و بودجه خود به استقراض از سیستم بانکی روی آورند ، بطوریکه تقاضای استقراض از سیستم بانکی در بازار مبادلات بین المللی محرک اصلی و عامل تعیین کننده عرضه در این دوران بود و از حدود سالهای ۷۷ بعد بخش اعظم نقدینگی بین المللی را بازار پولهای اروپایی و وام سیستم بانکی تشکیل می داد . جداول شماره ۱ تا ۳ تامین مالی خارجی کشورهای در حال رشد غیرنفتی ، وام و اوراق قرضه بین المللی را برای سالهای ۸۹ - ۱۹۷۳ نشان می دهد . ارقام مندرج در جداول مذکور نشان می دهد که از نیمه دوم سالهای هفتاد همه ساله کسری تراز پرداختهای کشورهای در حال رشد غیرنفتی و وام دهی سیستم بانکی به این کشورها افزایش یافته بنحویکه در اواخر دهه هفتاد این رشد به حدود ۲۵ درصد در سال بالغ گردیده است .

د - تحولات سیستم مالی بین المللی : طی ۶ سال شناوری نرخ های

ارز (۷۹-۱۹۷۳) که به دوره اول شناوری ارز معروف شد، عوامل اقتصادی جهان اعم از خصوصی یا دولتی، در تسویه حسابهای بین المللی و سرمایه گذاریهای خود کمتر از دلار آمریکا استفاده نمودند و بیشتر به پولهای عمده سایر کشورها از جمله ین ژاپن و مارک آلمان روی آوردند. استفاده از ارزهای متعدد به منظور کاهش ریسک نوسانات نرخ بازار در آن دوران متداول شد و به تدریج به ترکیب ذخائر رسمی دولت ها و نیز رفتار سپرده گذاران سرایت نمود، و بدین سان یک سیستم چند ارزی پایه ریزی گردید. شناوری نرخهای ارز، همچنین فرصتهای سوداگری و آربیتراژ در مبادلات پولی را تا چندین برابر افزایش داد و به تدریج باعث تشکل بازارهای پولی و حرکت سرمایه های کوتاه مدت به گونه ای بی نظم گردید و این پدیده به نوبه خود نوعی آزاد سازی مالی را پایه ریزی کرد. حرکت سرمایه های کوتاه مدت که گاه خطرناک می نمود لزوم همکاری پولی منطقه ای و بین المللی را افزایش داد و مقدمه تاسیس سازمانهای پولی منطقه ای، مانند سیستم پولی اروپا، و وضع مقررات متناسب برای بازارهای پولی را فراهم آورد.

#### ۴ - تعدیل نرخ دلار آمریکا، دومین شوک نفتی و سیاست پولی آمریکا:

الف - تعدیل نرخ دلار: سالهای ۷۹ - ۱۹۷۸، اهمیت خاصی را از نظر ایجاد ثبات پولی، وضع مقررات جدید و پیشرفت همکاریهای منطقه ای دارا است. در اولین دوره شناوری نرخهای ارز، کلیه ارزهای عمده تحت فشارهای شدید بازارهای پولی و نوسانات نرخ ارز قرار گرفتند و دلار آمریکا در این میان بیشترین فشار را تحمل نمود، بنحویکه طی سال ۱۹۷۷ و خصوصا در اکتبر ۱۹۷۸ این ارز نسبت به سایر ارزهای عمده جهان کاهش ارزش شدیدی

یافت. در سال ۱۹۷۸ شماری از سیاستهای تعدیلی عمده در جهت تقویت نرخ دلار توسط دولت ایالات متحده آمریکا اعلام شد، از جمله یک قرارداد سوآپ میان خزانه داری آمریکا و دویچ بانک آلمان با هدف تعدیل نرخ دلار و متعاقب آن قراردادهای سوآپ دیگری میان خزانه داری آمریکا و بانک های مرکزی کشورهای فرانسه، آلمان، ژاپن و سوئیس منعقد گردید. کشورهای اروپایی نیز برای کنترل نوسانات نرخ های ارز و کاهش فشار بازارهای ارز بر پولهای عمده از ابزارهای جدید در بازارهای ارزی استفاده نمودند و در اکتبر ۱۹۷۸ بانکهای مرکزی کشورهای اروپایی موافقت خود را برای مداخله در بازارها اعلام نمودند و در دسامبر همان سال مقدمات استقرار یک سیستم پولی منطقه ای برای ایجاد ثبات پولی در منطقه اروپا فراهم آمد.

ب - شوک دوم نفتی و سیاست پولی انقباضی آمریکا: در اوائل سال ۱۹۷۹ (۵) کشورهای اوپک با استناد به اینکه افزایش قیمت کالاهای صنعتی افزایش قیمت نفت اوپک را خنثی کرده است برای تنظیم حسابهای خود مجدداً قیمت نفت را افزایش دادند و این در حالی انجام پذیرفت که تجارت بین المللی و نیز رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه از سال ۱۹۷۸ کند شده بود.

بدهکاری بین المللی، دومین شوک نفتی، وجود سیستم پولی اروپا از یک طرف و تورم فزاینده داخلی و کسری بودجه و کسری تراز پرداختهای آمریکا از طرف دیگر، رقابت خارجی آمریکا را در سالهای پایانی دهه هفتاد به شدت تضعیف نمود، به گونه ای که ایجاد تغییرات اساسی در سیاست پولی این کشور را اجتناب ناپذیر گردانید.

سیاست پولی آمریکا تا سال ۱۹۷۹ یک سیاست پولی انبساطی در جهت تشویق



مصرف داخلی و تولیدات صنعتی همراه با انتشار شدید اسکناس و بسیار تورم زا بود ( رشد تولیدات صنعتی این کشور در سال ۱۹۷۸ به ۸/۵ درصد رسید). عدم کارایی ابزارهای سنتی سیاست موجود باعث شد که در ۶ اکتبر ۱۹۷۹ دولت آمریکا سیاست پولی جدید خود را که نسبت به سیاست پولی قبلی به طور ریشه ای تغییر یافته و مبتنی بر کاهش شدید حجم پول و آزاد سازی نرخ های بهره بود اعلام نماید.

#### ۵ - اوضاع اقتصادی جهان در پایان دهه هفتاد: کشورهای در حال توسعه غیر نفتی

از سال ۱۹۷۸ دچار کندی رشد اقتصادی، عدم استفاده کافی از منابع، افزایش بیکاری، کاهش نرخ سرمایه گذاری، فرار سرمایه، افزایش شدید تورم و کسری حساب جاری شده بودند. کندی رشد اقتصادی در این دوران باعث شد که برخی از این کشورها با مشکل جدی عدم توانایی بازپرداخت اصل و فرع بدهیهای خود مواجه شوند. کلیه این عوامل باعث بروز مشکلات جدی در ساختار اقتصادی این کشورها گردید و انجام اصلاحات اقتصادی را اجتناب ناپذیر نمود. کندی رشد تجارت بین المللی و دومین شوک نفتی در پایان دهه هفتاد کشورهای صنعتی را نیز دچار رکود شدید اقتصادی نمود، این شرایط همراه با خطر ورشکستگی برخی از کشورهای بدهکار باعث شد که نرخ های بهره در سیستم بانکی روند صعودی پیدا نماید. هم چنین اجرای سیاست پولی انتقباضی کشور آمریکا که آزاد سازی نرخ بهره دلار از جمله اهداف آن بود در افزایش نرخهای بهره بانکی سایر کشورها موثر گشته و زمینه را برای وقایع دهه هشتاد آماده نمود.

#### ب - تحولات دهه هشتاد:

اجرای سیاست پولی انقباضی و آزادسازی نرخهای بهره توسط فدرال رزرو آمریکا بهره بانکی این کشور را بشدت افزایش داد و سرمایه های فراری را جذب سیستم بانکی نمود و باعث ورود جریان های سرمایه به کشور آمریکا گردید (نرخ اسمی بهره بانکی در سال ۱۹۸۰ از مرز ۲۰ درصد در سال گذشت ۱. تغییر فاحش نرخ دلار در سالهای هشتاد کشور های عمده صنعتی را بر آن داشت تا بی درنگ دست به اقدامات هماهنگ بزنند و این خود آغاز فعالیت های هماهنگ بین المللی در سیاست گذاری های مالی و اقتصادی بود. قرارداد "پلازا" در سال ۱۹۸۵ با تمرکز بر آثار زیان بار افزایش ارزش دلار و قرارداد "لوور" در سال ۱۹۸۷ بانیست جلوگیری از کاهش شدید ارزش دلار آمریکا و تثبیت نرخهای ارز در سطح زمان قرارداد منعقد گردید. کلیه این اقدامات با مداخله بانکهای مرکزی و اتخاذ سیاستهای مناسب و هماهنگ کلان اقتصادی توسط کشورهای صنعتی همراه شد، بطوریکه از سال ۱۹۸۸ هفت کشور بزرگ صنعتی جهان همواره مذاکراتی در سطح وسیع درباره موضوعات کلان اقتصادی انجام داده و برای هماهنگ نمودن مداخلات خود خاصه مقاومت در مقابل حرکت نرخ ارز بسیار تلاش کرده اند.

- اهم رویدادهای مالی را که در آغاز دهه هشتاد منجر به تغییرات اساسی در سیاست های کلان اقتصادی کشورهای صنعتی گردید می توان به شرح زیر خلاصه نمود:
- الف - افزایش شدید نرخ بهره بانکی در آمریکا از سال ۱۹۸۰ که منجر به تقویت دلار، کاهش تورم و پیدایش رکود بزرگ ژوئیه ۱۹۸۱ الی دسامبر ۱۹۸۲ گردید.
- ب - بحران بدهیها در سال ۱۹۸۲ که منجر به تضعیف نقش سیستم بانکی در بازارهای مالی و پیدایش بازارهای ثانویه برای تبدیل بدهی به دارایی گردید.
- ج - تحول چشمگیر بازارهای سرمایه که خود ادغام و یکپارچگی بازارهای مالی

بین‌المللی و لزوم هماهنگی بیشتر سیاستهای کلان اقتصادی و سیاستهای مالی و انجام تعدیلات و اصلاحات اقتصادی را به دنبال داشت.

### ۱ - بحران بدهی ها: متعاقب افزایش نرخ واقعی بهره بانکی در آمریکا، کشور

مکزیک در سال ۱۹۸۲ روسای بانکهای مرکزی کشورهای طرف قرارداد خود را از عدم توانایی آن کشور در بازپرداخت اصل و فرع بدهی هایش مطلع ساخت و در پاییز همان سال در نشست سالیانه صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی معلوم شد که غالب اعتبارات پرداخت شده به کشورهای در حال رشد صنعتی با همین خطر مواجه است.

سیستم بانکی بخصوص بانکهای آمریکایی از بحران بدهیها بیشترین زیان را تحمل نموده و از حوالی سال ۱۹۸۳ با سه واقعیت روبرو گشت:

الف - حجم اعتبارات اروپایی به شدت کاهش یافت و بازار بین بانکی مختص اعتبارات کوتاه مدت گردید.

ب - بانکها اجبارا با تضعیف کیفی تراز سالیانه خود و کاهش نسبت سرمایه سازی (۷) مواجه شدند که به خروج پس اندازها از سیستم بانکی انجامید و نقش واسطه‌گری بانکها در بازارهای مالی را تضعیف نمود.

ج - دگرگونی‌های فوق باعث شد که بانکها نسبت به حرکت سریع سرمایه‌ها به سوی بازارهای جدید بین‌المللی سرمایه واکنش نشان دهند، سیستم بانکی برای بهبود وضع مالی خود وارد بازار اوراق بهادار شده اقدام به انتشار اوراق قرضه میان مدت نمود و به این ترتیب بازارهای اوراق قرضه باز هم بیشتر فعال شد.

## ۲ - تغییر ساختار بازارهای مالی و تحول بازارهای سرمایه: پس از بحران بدهیها از

حوالی سالهای ۸۴-۱۹۸۳ معاملات جدیدی در بازارهای موجود سرمایه انجام گرفت که آن مبادله استناد بود. براساس این مکانیزم بانکها توانستند برخی از مطالبات خود را از کشورهای بدهکار با اوراق قرضه یا نوع دیگری از دارائیهای مالی تعویض نمایند. این امر باعث پیدایش بازارهایی موسوم به بازارهای ثانویه گردید که اساس یک سری عملیات و ابزارهای تبدیل بدهی به دارایی را تشکیل می داد. بانکها به کمک این بازارها، وامهای اعطایی خود به کشورهای بدهکار را به مشارکت در بنگاههای تولیدی محلی تبدیل نمودند. ابتکار این عمل از بانکهای نیویورک بود، لیکن بعدها کشورهای بدهکار امور را به دست گرفتند و بدهی های خود را به صورت سهام یا اوراق قرضه در این بازارها عرضه نمودند. در سال ۱۹۸۷ نیکلا بردی وزیر وقت خزانه داری امریکا طرحی موسوم به طرح "بردی" برای مکزیک ارائه نمود که عبارت بود از "یک مجموعه کاهش بدهی" به صورت اوراق قرضه، اوراق تنزیلی و اعتبار جدید که در اختیار بانکهای طلبکار قرار می گرفت، این طرح ضمن تامین مطالبات بانکهای بازرگانی طرف قرارداد کشور مکزیک، بازارهای ثانویه را نیز به شدت تقویت نمود. امروزه این بازارها از جمله مراکز مالی فعال می باشند.

با رشد بازارهای سرمایه و تحوّل سرمایه های کوتاه مدت و نیز افزایش ریسک سرمایه گذاری به تدریج ابزارهای جدیدی برای پوشش ریسک سرمایه گذاری و افزایش بازدهی سرمایه ایجاد شد و بعدها بازارهای خود را بوجود آورد که به بازارهای جانبی (۹) معروف شدند. مهمترین معاملاتی که در این بازارها انجام می شود و هم چنان رو به تحول

می‌باشند معاملات سوآپ، معاملات اختیاری (۱۰) و معاملات سلف (۱۱) می‌باشد.

بطور خلاصه روند بازارهای سرمایه از دهه هشتاد به دو صورت تغییر کرد:

الف - افزایش شدید حجم و ارزش معاملات در بازارهای داخلی غالب کشورهای با کاهش نقش سنتی بانکهای بازرگانی همراه گشت.

ب - گسترش بازارهای بین‌المللی سرمایه که در پاسخ به آزادسازی مالی از اواخر دهه هفتاد آغاز و در دهه هشتاد با پدیده ادغام بازارهای مالی همراه شد. ادغام بازارهای مالی خود در تضعیف معیارهای سیاست پولی نقش موثری ایفا نمود. گستردگی بازارهای سرمایه رامی‌توان در مکانیسم نرخ پول اروپا و ورود سرمایه به کشورهای امریکای لاتین و سرمایه‌گذاری خارجی کشور ژاپن مشاهده نمود.

۳ - علل بروز تغییرات در ساختار بازارهای پول و سرمایه: سه عامل را می‌توان

در تحولات ساختاری بازارهای سرمایه موثر دانست:

الف - دوران بسیار طولانی ثبات قیمتها و نرخ بهره که پس از بحران بزرگ اقتصادی و جنگ جهانی دوم ایجاد شد و تا پایان سالهای ۱۹۶۰ ادامه یافت. تورم دهه هفتاد افزایش نرخ بهره را الزامی نمود، پس انداز کنندگان نسبت به نرخ بازدهی حساسیت بیشتری نشان دادند و در نتیجه واسطه‌های مالی برای حفظ منابع موجود و تجهیز منابع بیشتر الزامات نرخ بالاتر پیشنهاد نمودند.

ب - پیشرفت تکنولوژی و توسعه ارتباطات بسیاری از موانع رقابتی را از بین برد. مهارت در جمع‌آوری، انباشت، انجام عملیات و انتقال داده‌ها در حجم وسیع و با سرعت زیاد

توسط موسسات مالی امکان ارائه تولیدات نوین و رقابت در بازارهای جدید را فراهم ساخت . کاهش هزینه های ارتباطی و انتقالی مربوط به داده ها ، فاصله های جغرافیایی را عملاً از میان برداشت و واسطه های مالی توانستند بهترین خدمات را با هزینه عملیاتی کم در اختیار مشتریان خود قرار دهند .

ج - بین المللی شدن بازارهای سرمایه و پدیده ادغام و یکپارچگی آنها منجر به پایان کنترل سرمایه و برقراری رقابت بیشتر میان واسطه های مالی کشورهای مختلف گردید . با ادغام بازارها نه تنها رقابت فشرده میان واسطه ها ، بلکه میان مقررات مالی ایجاد شده ( به عنوان مثال با آزاد سازی جریان سرمایه از پی بازدهی بیشتر ، وضع مقررات مربوط به سقف بهره سپرده بانکی غیر موثر شد ) و به تدریج مقررات دست و پاگیر از میان رفت .

#### ۴ - تغییر شکل بازارهای داخلی و رشد واسطه های مالی غیر سپرده پذیر : تغییر

ساختار بازارهای داخلی مالی و تاثیر آن بر سیاستهای پولی با انتقال تجارت از سیستم بانکی به سوی بازارهای سرمایه و کاهش سهم سیستم بانکی و موسسات سنتی مالی از بازارها و تغییر نقش سیستم بانکی آشکار شد .

واسطه های مالی غیر بانکی و غیر سپرده پذیر ، از دهه هشتاد رقیبی قوی برای بانکها در زمینه های اعتباری شدند ، در سیستم جدید ، واسطه های مالی چون ، صندوق بازنشستگی ، شرکتهای بیمه ، موسسات مالی و صندوقهای تعاون چند جانبه (۱۲) سهم به سزایی از پس اندازها و دارائیهای خانوار و بنگاههای تولیدی را در بازار پول و سرمایه به خود اختصاص دادند . در این راستا ، صندوقهای بازنشستگی و موسسات سرمایه گذاری با ایجاد تنوع در

پرتفوی دارایی خود و با هزینه کم توانستند در دهه هشتاد بالاترین سهم از دارایی مالی بخش خانوار و سایر سرمایه گذاران را به خود اختصاص دهند.

رشد صندوقهای بازنشستگی با افزایش پوشش بازنشستگی در بخش دولتی و خصوصی و افزایش ارزش دارایی های آنها حاصل گردید، این صندوقها منابع خود را غالباً در بازار بورس سرمایه گذاری می نمایند. صندوقهای تعاون چند جانبه از حوالی سالهای پنجاه تشکیل گردیدند، ابتدا در بازار بورس فعالیت داشتند و سپس در بازارهای پولی و اوراق قرضه سرمایه گذاری کردند، این صندوقها در سالهای هشتاد وارد بازارهای اوراق تجاری و اسناد بهادار و بخصوص بازارهای پولی شده و پرتفوی مالی خود را بسیار متنوع ساختند.

رشد واسطه های غیر سپرده پذیر هنگامی بیشتر آشکار می شود که جریان وجوه بخش خانوار در کشور آمریکا مورد بررسی قرار گیرد. این بررسی نشان می دهد که در دهه هشتاد بطور متوسط  $63/7$  درصد از رشد خالص دارایی های مالی خانوار سهم صندوقهای بازنشستگی و تعاون چند جانبه و  $36/3$  درصد سهم موسسات واسطه مالی ستی بود. بطور کلی اثرات تغییر ساختاری بازارهای مالی را چنین می توان خلاصه نمود:

الف - حساسیت شدید خانوار نسبت به بازدهی سرمایه و ریسک انواع دارائیهها و در نتیجه افزایش سرعت جابجایی پس اندازهای خانوار برای جذب منافع بیشتر.

ب - کاهش تبعیض بازار و افزایش فرصتهای موجود برای سرمایه های کوچک مشابه سرمایه های بزرگ، بدین معنی که پس انداز کنندگان خرد از طریق صندوقهای بازنشستگی و تعاون چند جانبه به فرصتهای مشابه سرمایه گذاران بزرگ در تحصیل اوراق خزانه با درآمد ثابت و تنوع پرتفوی سهام دست یافتند.

نوع دیگری از واسطه های مالی که از دهه هشتاد بسیار رشد کرده است ، موسسات مالی (۱۳) می باشند این واسطه های مالی در زمینه وام و اعطای اعتبار رقیب قوی سیستم بانکی شدند . آنها در دهه هشتاد متعاقب بحران بدهی به سرعت منابع خود را از سپرده بانکی خارج و در بازار اوراق بازرگانی سرمایه گذاری کردند و بدین ترتیب توانستند این منابع را برای پرداخت وامهای تجاری به مصرف برسانند . این شرکتها با ابتکار و نوع آوری به طور محسوسی روش ازدیاد منابع مالی خود را تغییر دادند .

و بالاخره در سالهای ۱۹۹۰ موسسات تجاری با انتشار مستقیم اوراق بازرگانی (۱۴) موسسات مالی و بانکها را پشت سر گذاشته مستقیماً وارد بازارهای اولیه شدند و بانکهای بازرگانی با تضمین اوراق بازرگانی منتشر شده از سوی این موسسات تجاری ورود آنها را به بازارهای اولیه تسهیل نمودند و بدین ترتیب ابزار مالی جدید دیگری به بازارهای سرمایه عرضه شد .

بطور خلاصه می توان گفت که با افزایش نقش واسطه های مالی غیربانکی ، افزایش ارزش دارائیهها ، کاهش کنترل سرمایه ، آزاد سازی مالی و نیز بهبود اطلاع رسانی ، سرمایه ها بدنبال بازدهی بیشتر به حرکت در آمده به خارج از مرزها روان شدند و واسطه های مالی با ایجاد شعب برون مرزی و شبکه های بین المللی اقدام به جذب منابع کردند .

##### ۵ - ادغام و یکپارچگی بازارهای عمده داخلی و خارجی : تخفیف تدریجی کنترل

سرمایه و آزاد سازی وسیع مالی به یکپارچگی و نزدیکی هر چه بیشتر بازارهای مالی داخلی و خارجی در کشورهای صنعتی منجر شد . ادغام بازارهای مالی در تاثیر کسارایی سیاستهای



اقتصادی اهمیت به سزایی دارد. تداخل بازارهای سرمایه قاعدتا موجب کاهش همبستگی شدید پس اندازها و سرمایه گذاری داخلی می گردد. زیرا سرمایه گذاران داخلی می توانند از امکانات بازارهای خارجی برای سرمایه گذاری استفاده نمایند. ادغام بازارهای سرمایه همچنین موجب تحت فشار قرار گرفتن بانکهای بازرگانی سنتی و پیدایش بانکهای جدید بازرگانی و موسسات بزرگ مالی گردید. ادغام سریع بازارها اقتصاد جهانی را در معرض فشارهای شدید تنوع قیمتها و سرعت انتقال شوک های مالی قرار می دهد.

برای ارزیابی و اندازه گیری درجه ادغام بازارهای مالی روشهای متعددی وجود دارد، می توان از بین روشهای مطرح شده به تفاوت نرخهای بهره پوششی اشاره کرد که بعنوان تفاوت نرخهای بهره ابزارهای مالی مشابه به وسیله استقراض کنندگان مورد مقایسه و به ارزهای متفاوت تعریف می گردد. برابری نرخهای بهره پوششی وقتی حاصل می شود که تفاوت بین نرخهای واقعی بهره نزدیک به صفر باشد.

#### ۶ - سیاستهای جدید اقتصاد کلان و سیاستهای مالی: طی دهه های پنجاه و شصت

ساختار نهادهای مالی و مقررات ناظر بر سیستم های مالی در هر یک از کشورهای عمده صنعتی به تناسب انزوای آنها از دنیای خارج متفاوت بود. به عنوان مثال، کشور فرانسه بر کنترل مستقیم اعتبار نهادهای مالی تاکید داشت در حالی که کشور آمریکا بیشتر از طریق ابزارهای غیرمستقیم مثل سیاست "بازار باز" (۱۵) عمل می نمود. در این راستا نقدینگی و محدودیت های اعتباری همواره عوامل کلیدی موثر در سیاست پولی بودند.

طی بحرانهای دهه هفتاد، بلحاظ وابستگی متقابل مالی کشورهای مختلف و ادغام

بازارها، ساختار نهادهای مالی و سیاستهای پولی بالاجبار با عدم ثبات اقتصاد کلان تطابق بیشتری پیدا نمود. کسری بیشتر بودجه و نیز کسری مداوم حساب جاری و لزوم تامین مالی آن و گسترش بازارهای فلات قاره که نقش تامین کننده مالی را عهده دار بودند، این امکان را فراهم می نمود که در صورت غیر مطلوب بودن توسعه اعتبارات داخلی، تامین مالی از طریق واسطه های مالی در بازارهای خارجی به نرخ های وابسته به نرخ "بازار" انجام گیرد.

یکپارچگی و تداخل بازارهای عمده سرمایه داخلی و خارجی و پیدایش بازارهای جدید مالی و امکان استقراض از خارج، مسئولان سیاستهای پولی را وادار نمود که حتی الامکان از اعمال محدودیتهای مقداری در وام دهی داخلی دوری جسته و به سوی ابزارهای کنترل غیر مستقیم از طریق مکانیسم بازار نظیر نرخ بهره و نرخ ارز روی آوردند. از آنجا که بازارهای مالی توانستند در مقابل ضعف نسبی سیاستهای کلان اقتصادی با سرعت بیشتری به کشمکش های کشورها پاسخ گویند، این امر اهمیت اتخاذ و اجرای سیاستهای متناسب و هماهنگ مالی و اقتصادی را برای کشورهای صنعتی روشن ساخت.

در سال ۱۹۸۵ دولت آمریکا ضمن به عهده گرفتن اشتباهات ناشی از سیستم شناوری نرخ ارز سال ۱۹۷۳ از جامعه بین المللی در خواست همکاری برای مدیریت اقتصاد کلان نمود و از آن تاریخ هماهنگی بین المللی سیاستهای اقتصادی موضوع روز گردید. هدف این هماهنگی تثبیت چارچوب پولی بین المللی و تناسب سیاستهای داخلی است. طی سالهای ۸۷-۱۹۸۵ تصمیماتی از سوی کشورهای بزرگ صنعتی برای مداخله بانکهای مرکزی در بازارهای ارزی و تثبیت برابری ارزهای عمده اتخاذ شد. و برای آنکه تطابق ساختار نهادی با شرایط جدید اقتصادی ممکن شود، کشورهای عمده صنعتی به حذف پاره ای از محدودیت های

موجود در فعالیتهای بازارهای مالی، ابزارهای مالی، ترخهای بهره، حذف یا تضعیف کنترل سرمایه، استفاده بیشتر از ابزارهای سیاست پولی وابسته به موازین بازار مانند سیاست "بازار باز" که در فعال نمودن بازارهای سرمایه موثر است و بالاخره وضع مقررات کفایت سرمایه (۱۹۸۶) برای تنظیم سیستم نظارتی و هماهنگ نمودن ریسک های اعتباری و جلوگیری از اعطای وامهای دارای ریسک زیاد به میزان وسیع و همچنین کنترل رشد معیارهای پولی بعنوان بخشی از یک استراتژی میان مدت برای کاهش تورم اقدام نمودند.

### ج - بازارهای بین المللی سرمایه و کشورهای در حال توسعه :

با توجه به نقش واسطه گری و تامین مالی بازارهای سرمایه، کشورهای در حال رشد علی القاعده می باید بیشترین نصیب را از بازارهای سرمایه می بردند، لیکن طی دوران گسترش این بازارهای سرمایه در دهه هشتاد، نه تنها چنین نشده است بلکه سالها بعد از بحران بدهی ها (سال ۱۹۸۲) هنوز بسیاری از کشورهای در حال توسعه از امکان دسترسی به این بازارها محرومند و عمده ترین منابع تامین مالی برای آنها انتقال اعتبارات بلند مدت توافق شده می باشد. طی دهه اخیر تنها آن کشورهاییکه در استفاده از سیاستهای مناسب اقتصادی موفق بوده اند توانستند به بازارهای سرمایه دسترسی پیدا کنند یا حتی برخی از کشورهای آسیای جنوبی جزء اعتباردهندگان قرار گیرند. ذیلا عوامل موثر در عدم دسترسی کشورهای در حال رشد به بازارهای سرمایه، رفتار بازارهای مالی و نیز ابزارهای جدیدی که امکان دسترسی این کشورها به بازارهای سرمایه را مقدور می سازد مورد مطالعه قرار می گیرد.

۱ - عوامل موثر در عدم دسترسی به بازارهای بین المللی : تجربیات ۱۹۸۲ نشان

داد که یکی از مهمترین عوامل، عدم دسترسی به بازارهای مالی ملاحظاتی مربوط به ارزش اعتباری یک کشور، ظرفیت بازپرداخت بدهی و تعهدات بدهی، اطلاعات دقیق در مورد ارقام حساب جاری و بازپرداخت اصل و فرع بدهی آن کشور می باشد. این امر در تعیین هزینه و قابلیت دسترسی یک کشور در حال توسعه به بازارهای سرمایه بسیار مهم است. عامل مهم دیگر مربوط به کنترل حساب سرمایه در کشورهای در حال توسعه می باشد. وضع مقررات مربوط به محدودیت خروج سرمایه، در این کشورها برای جلوگیری از فرار سرمایه یا محدود نمودن مالکیت خارجی است، لیکن اگر این قوانین در قطع ارتباط بازارهای بین المللی با کشورها موثر است بهیچوجه در جلوگیری از فرار سرمایه موثر نمی باشد. آمار نشان می دهد که فرار سرمایه از کشورهای در حال توسعه در سالهای ۸۵ - ۱۹۷۵ حدود ۲۰۰ - ۱۶۵ میلیارد دلار بوده است. روند فرار سرمایه طی سالهای ۷۸ - ۱۹۷۵ بطور سالیانه حدود یک میلیارد دلار و طی سالهای ۸۲ - ۱۹۷۹ سالیانه حدود ۳۰ - ۲۵ میلیارد دلار می باشد. تفاوت نرخ بازدهی سرمایه در داخل و خارج، افزایش تورم داخلی، مقررات مالیات بر درآمد در داخل و خارج کشور، اعتبار سیاستهای اقتصاد کلان در داخل کشور و عامل انتظارات از جمله عوامل مهم در فرار سرمایه به حساب می آیند. امروزه در بسیاری از کشورهای در حال توسعه اطلاعات بازارهای مالی بین المللی به روز می باشد و حساسیت نسبت به مابه التفاوت شرایط مالی در داخل و خارج کشور در فرار سرمایه بسیار موثر است.

ادغام و یکپارچگی بازارهای بین المللی سرمایه نیز یکی دیگر از عوامل مربوط به عدم دسترسی کشورهای در حال توسعه به بازارهای مالی می باشد. منطبق تحول این بازارها به گونه ایست که ترکیب بازارهای مالی داخلی و خارجی را بهم نزدیک می نماید. در این راستا

نحوه کار و عمل یکسان شده و به سود استقراض کنندگانی چون بنگاههای تولیدی چند ملیتی تمام می شود. بدین سان همراه با ادغام بازارها، یک نوع عدم تساوی میان کشورهای مختلف از جهت دسترسی به این بازارها بوجود آمده است.

## ۲ - تغییر رفتار مسئولان سیستم مالی نسبت به کشورهای در حال توسعه: ترس

بزرگ سالهای ۸۳ - ۱۹۸۲ نسبت به تعادل سیستم بانکی بین المللی، وصول مطالبات بانکها و درک عدم تناسب سیستم نظارتی بانکی در کشورهای صنعتی منجر به وضع مقررات جدید نظارتی و بهبود نرخ سرمایه سازی بانکها با هدف محدود نمودن جریانهای مالی به سوی یک کشور و یا یک گروه کشور و رعایت اصولی چند در ارتباط با رفتار بازارهای سرمایه نسبت به کشورهای در حال رشد گردید که در اینجا به چهار مورد اشاره می گردد:

الف - دوران تامین مالی برای اهداف کلی یا رفع کسری بودجه و کسری حساب جاری، منقضی شده و دیگر مطرح نیست.

ب - تامین مالی خارجی متمرکز بر تامین مالی پروژه های مستقلی است که به آسانی از وضع کلی اقتصاد قابل تفکیک باشد.

ج - کشورهای در حال توسعه می باید هر چه بیشتر از منابع بانکهای توسعه یا سایر سازمانهای چند ملیتی برای تامین مالی فعالیت های خود و با رعایت نظارت این موسسات استفاده نمایند.

د - برای دوری از مشکلات و محدودیت های موجود در بازارهای سرمایه، کشورهای در حال توسعه می باید هر چه بهتر از سرمایه گذاریهای مستقیم خارجی استفاده نمایند.

با پیدایش طرح بردی، بازارهای سرمایه نسبت به کشورهای در حال توسعه انعطاف بیشتری نشان داده و ابزارهای مالی مناسب برای مداخله این کشورها در بازارهای ثانویه سرمایه ایجاد نمودند و از حوالی سال ۱۹۸۹ و بخصوص اوائل دهه نود تنوع ابزارهای فوق نیز بیشتر شد.

### ۳ - امکانات دسترسی کشورهای در حال توسعه به بازارهای سرمایه : دسترسی

کشورهای بدهکار به بازارهای سرمایه در اوائل سالهای ۹۰ بسیار متفاوت بود. آنهایی که توانستند ارتباط خود را با بازارها گسترش داده یا حفظ نمایند از ابزارهای مالی و بازارهای سرمایه گذارهای داخلی استفاده نموده و موقعیت بدهی خارجی و ذخائر ارزی خود را بهبود بخشیدند.

همانگونه که ملاحظه شد در سالهای هفتاد و ام سیستم بانکی عمده ترین جریان سرمایه به کشورهای در حال رشد را تشکیل می داد و طی سالهای هشتاد اعتبارات تجاری کوتاه مدت عمده ترین جریان سرمایه به این کشورها بود که هنوز باقی است. لیکن وامهای "سندیک" شده میان مدت به این کشورها در دهه هشتاد به شدت کاهش یافت، این نوع وامها که برای بلند مدت به علت دارا بودن بهره شناور وابسته به Libor (۱۶) چندان جالب نیستند در میان مدت از جمله ابزارهای عمده انتقال منابع به کشورهای در حال توسعه برای دهه نود می باشند. در اوائل این دهه جریان های سرمایه از طریق بازارهای اوراق قرضه و اوراق بهادار و نیز سرمایه گذاری مستقیم به کشورهای در حال توسعه روان شد و نقش بازارهای سرمایه با بهبود ارزش اعتباری برخی از کشورهای در حال رشد موثرتر شد.

از دیگر جریانهای سرمایه که در دهه نود نقش عمده‌ای خواهد داشت بازارهای سوآپ می باشد، یکی از ابزارهای جدیدی که در این بازارها مورد استفاده قرار می گیرد سوآپ کالا است و مهمترین نوع آن سوآپ نفت است. ابزارهای پوششی دیگری مانند سوآپ نرخ های بهره برای آن دسته از کشورهای در حال توسعه ای که ارزش اعتباری آنها بالا است اکنون قابل دسترس می باشد. این نوع ابزارها، بدهی با نرخ بهره شناور را به بدهی نرخ بهره ثابت مبدل می نماید و تنها برای کشورهاییکه تعهدات بدهی خود را پرداخت می نمایند قابل دسترس است. سرمایه گذاری مستقیم خارجی تحت تاثیر عوامل متعددی چون استفاده از منابع منطقه، تفاوت هزینه عوامل تولید و نیز نفوذ در بازارهای منطقه ای به عنوان یک منبع مالی خارجی در کشورهای در حال توسعه گسترش یافته است و چون با خطرات و ریسک های بیشتری نسبت به سایر جریان های سرمایه مواجه است، بازدهی بیشتری نسبت به بازار اوراق قرضه و وام بانکی دارد.

از دیگر ابزارهای سرمایه ای که جریان های ناخالص (۱۷) سرمایه را به کشورهای در حال توسعه به حرکت در آورد، گسترش بازار بورس و سهام در این کشورها بود. سرمایه گذاری خارجی در پرتفوی مالی کشورهای در حال توسعه امکان دستیابی کارخانجات این کشورها را به منابع خارجی افزایش می دهد. لیکن هنوز بعلت وضع مقررات خروج سرمایه محدودیتهای بسیاری در این راه وجود دارد.

کمکهای بانک جهانی جهت تامین مالی مشارکتی نیز در حرکت سرمایه ها و منابع بانکی به کشورهای در حال رشد موثر بوده است. انجام اصلاحات در سیاستهای کلان منجر به بازگشت سرمایه های فراری در بسیاری از کشورهای در حال رشد صنعتی مانند

آمریکای لاتین شد که خود در رفع مشکل تامین مالی و ایجاد ثبات اقتصادی بسیار موثر می باشد.

بطور کلی در سالهای اخیر بازارهای بین المللی سرمایه ابداعات قابل توجه و نرمش بسیاری در جهت مطابقت با تغییرات اقتصادی از خود نشان داده اند، اگر چه هنوز به علت محدودیت مقررات و سایر مشکلات دسترسی کشورهای در حال توسعه به این بازارها محدود است ولی بنظر می رسد که بازارها در این زمینه نیز به ابداعاتی دست یافته اند.



پی نویسی ها :

(1) - gross money market

(۲) - براساس قرارداد سال ۱۹۴۷ تمام کشورهای عضو صندوق متعهد شدند که نه تنها برابری پول ملی خود را به دلار آمریکا در سطح ثابتی حفظ نمایند، بلکه براساس این نرخ پول ملی خود را با دلار آمریکا معاوضه کنند و در مرحله دوم بانک فدرال آمریکا متعهد گردید که قیمت طلا را در سطح ثابتی حفظ نموده و هر میزان دلار عرضه شده توسط کشورهای مختلف را به نرخ ثابت (هراونس معادل ۳۵ دلار آمریکا)، با طلا معاوضه کند.

(۳) - معیارهای اعلام شده برای بهبود کسری تراز پرداختهای آمریکا در سال ۱۹۷۱ شامل تشویق سرمایه گذاری داخلی، توقف رشد فزاینده تورم و مهمتر از همه تعلیق تبدیل پذیری دلار به طلا بود.

(۴) - آمارهای نفتی از کتاب انرژی نوشته مایکل تانزر و ترجمه محمود ریاضی و نیز کتاب مطالعه‌ای درباره عملکرد بازار نفت سالهای ۸۶ - ۱۹۷۳ بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران معاونت اقتصادی استخراج شده است.

(۵) - در ژانویه ۱۹۷۹ قیمت نفت خام پایه به حدود ۲۰ دلار برای هر بشکه افزایش یافت و متعاقب آن در ۳۰ ژانویه همان سال با کاهش حجم تولید قیمت نفت در مجموع متجاوز از ۳۱ دلار در هر بشکه گردید.

(6) - safety valuc

(7) - capitalisation

(8) - Nicolas Brady وزیر وقت خزانه داری آمریکا

- (9) - Derivation Market
- (10) - Option
- (۱۱) - Future در اصطلاح معامله ( خرید یا فروش ) اسعار براساس نرخى که در آینده پیش بینی می شود .
- (12) - mutual funds
- (13) - financial companies
- (14) - commercial papers
- (15) - Open Market
- (۱۶) - Libor بهره بین بانکی است .
- (۱۷) - جریان ناخالص سرمایه منظور جریان های ورودی سرمایه از طریق حساب سرمایه است .

منابع :

- (1) - Mars Bassoni et Alain Beiton ... " Probleme Monctaire International "
- (2) - IMF . September 1992 . " International Capital Markets " . IMF
- (3) - IMF . May 1991 . " Inter Capital Markets " IMF
- (4) - IMF . March 1991 . " Determinants and systemic consequences of International Capital Flows " . IMF
- (5) - BIS . March 1987 . " Changes in orgnisation and regulation of capital markets".BIS
- (6) - BIS . May 1993 . " International Banking and Financial Market development".BIS
- (7) - Francois Leroup . Ecole Des Hautes Etudes Comercialede Montreal ... " Marche

International Des Capitaup " .

(۸) - مایکل تانزر . ترجمه محمود ریاضی . " انرژی " .

(9) - Jackson Hole , wyoming . August 1993 . " Changing capital Markets

Implications

for monetary policy " . Federal Reserve Bank of Kansas City .

جدول شماره ۱  
تأمین مالی خارجی کشورهای در حال توسعه غیر نفتی ۱۹۷۲ - ۷۹  
(میلیارد دلار)

۱۹۷۹	۱۹۷۸	۱۹۷۷	۱۹۷۶	۱۹۷۵	۱۹۷۴	۱۹۷۳	۱۹۷۲
۵۸/۵۷	۳۸/۶۲	۳۸/۱۵	۳۱/۹۲	۳۵/۲۹	۳۷/۱۲	۹/۵۴	۸/۶۱
۲۱/۳۷	۱۶/۶۶	۱۲/۶۴	۱۲/۱۵	۱۲/۲۱	۱۴/۷۶	۱۰/۳۳	۶/۵۵
۱۱/۲۲	۸/۵۷	۸/۶۷	۷/۷۷	۷/۸۶	۹/۲۶	۵/۷۷	۳/۷۹
۸/۶۳	۶/۲۲	۵/۱۲	۴/۹۹	۴/۹۲	۲/۸۳	۴/۲۲	۲/۷۱
۹/۹۱	۱/۶۸	-/۸۳	-/۱۱	-/۵۷	۰/۶۸	۰/۳۳	۰/۲۵
- ۷/۹۸	- ۵/۵۸	- ۶/۱۸	- ۵/۳۳	- ۲/۳۱	- ۲/۹۵	- ۲/۳۲	- ۳/۱۸
- ۱/۶۷	- ۶/۵۱	- ۲/۹۱	- ۵/۸۹	- ۳/۹۶	- ۱/۶۶	- ۰/۷۵	- ۰/۲۶
- ۱۳/۱۶	- ۳۰/۱۳	- ۱۴/۱۴	- ۱۵/۶۱	- ۲/۱۲	- ۲/۲۸	- ۱۲/۷۵	- ۱۱/۳۵
۵۹/۶۱	۵۵/۱۷	۳۹/۰۴	۶۶/۵۹	۲۱/۲۸	۳۱/۳۵	۱۷/۰۵	۱۶/۶۵
۱/۲۵	۱/۹۶	۱/۰۷	۳/۹۷	۲/۰۸	۱/۵۸	۰/۲۲	۰/۲۹
۰/۳۷	-/۵۲	-/۰۹	۲/۹۷	۱/۹۸	۱/۲۹	۰/۱۲	۰/۱۸
۰/۲۷	۱/۴۲	-/۹۹	۱/۰۰	-/۱۰	-/۰۹	-/۰۹	۰/۲۸
۲۸/۹۵	۱۲/۳۱	۱۱/۹۲	۱۲/۷۸	۱۳/۰۶	۸/۰۸	۴/۵۲	۵/۰۵
۲۹/۰۱	۴/۹۰	۲۶/۰۴	۲۹/۸۲	۲۶/۳۲	۲۱/۵۹	۱۳/۳۱	۱۱/۱۲
...	...	...	...	...	...	...	...
۱/۸۲	۱/۱۹	۲/۶۳	۲/۷۶	۲/۲۹	۱/۵۱	-/۳۵	۰/۲۰
-/۰۲	-/۷۲	۱/۸۹	۰/۲۹	۰/۱۶	۰/۳۱	-/۰۴	۰/۰۹
-/۵۳	-/۰۱	-/۰۱	-	-	-	-	-

تأمین مالی استثنایی از جمله:  
تأمین مالی بانکهای پارکمانی  
سایر استقراض های خارجی (خالص)  
خالص استقراض بلند مدت از اعتبار دهندگان روسی  
تعدادات متشکل از ذخائر خارجی  
تعدادات متشکل از ذخائر درونانی از IMF (۲۱)  
تعدادات مرتبط با ذخائر  
خالص استقراض از بانکها  
خالص استقراض از بانکها و از قلم انتقالی ها  
خالص استقراض از بانکها و از قلم انتقالی ها  
تخصیص SDR طلای برلی و تغییرات ارزی  
خالص سرمایه گذاری مستقیم  
انتقالات روسی  
چروانهای مالی غیربدهی (۱۱)  
کسری ناشی از میلان ۷۹. خدمات و انتقالات خصوصی

۱ - جریانهای مالی که ایجاد بدهی نمی کنند.  
۲ - از جمله: استقراض کوتاه مدت مسئولان پولی از سایر مسئولان پولی.  
۳ - صندوق بین المللی پول.  
۴ - صندوق بین المللی پول.

تفسیر اشیاء بدهی

جدول شماره ۲  
تأمین مالی خارجی کشورهای خالص پیمانکار در حال رشد ۷۹ - ۱۹۷۲ (میلیارد دلار)

۱۹۷۹	۱۹۷۸	۱۹۷۷	۱۹۷۶	۱۹۷۵	۱۹۷۴	۱۹۷۳	۱۹۷۲	
۲۷/۶۸	۵۱/۱۰	۳۲/۲۲	۲۰/۵۸	۴۱/۸۵	۳۰/۲۰	۹/۴۰	۹/۵۷	کسری حاصل از مبادلات کالا، خدمات و انتقالات غیررسمی
۳۳/۱۷	۱۷/۳۱	۱۵/۳۱	۱۲/۰۰	۱۳/۱۵	۱۲/۱۳	۱۰/۹۴	۶/۶۱	مربای غیررسمی آورده شده به سوی (خالص) انتقالات رسمی
۱۷/۲۲	۸/۴۰	۸/۶۲	۷/۷۵	۷/۶۰	۸/۶۱	۵/۸۱	۲/۱۰	خالص سرمایه گذاری مستقیم
۹/۱۰	۶/۹۴	۵/۸۰	۴/۳۰	۶/۲۹	۴/۷۵	۴/۸۱	۲/۰۶	بعضی از ارز، طلا، برول و تجهیزات لیزانه
۲/۸۱	۱/۹۷	۰/۹۰	- ۰/۱۲	- ۰/۷۲	۰/۷۸	۰/۳۲	۰/۴۵	خالص مبادلات دلاری
- ۱۱/۹۷	- ۹/۳۲	- ۷/۷۲	- ۷/۱۳	- ۵/۵۵	- ۴/۶۸	- ۴/۲۹	- ۳/۳۳	خالص اشتیاقات و از نظر اقتصادی ما
- ۲/۳۳	- ۵/۰۸	- ۶/۸۵	- ۶/۲۵	- ۴/۳۰	- ۲/۲۹	- ۱/۲۱	۰/۳۲	استفاده از ذخایر و اموال غیره
- ۲۱/۹۶	- ۲۰/۶۳	- ۱۶/۲۱	- ۱۸/۲۱	- ۲/۳۸	- ۱۷/۸۰	- ۱۵/۱۰	- ۱۱/۵۵	خالص اشتیاقات از خارج
۷۱/۷۹	۸۸/۸۱	۱۷/۶۷	۵۰/۳۶	۴۱/۹۲	۳۱/۰۳	۱۹/۳۶	۱۷/۶۲	تجهیزات مرئیه یا ذخایر
۱/۴۵	۱/۹۲	۱/۰۹	۲/۹۷	۱/۸۶	۱/۶۶	۰/۲۰	۰/۱۷	خالص اعتبارات دولتی از خارج
۰/۹۷	۰/۵۳	۰/۰۹	۲/۹۷	۱/۹۸	۱/۲۷	۰/۰۲	۰/۲۶	تجهیزات مستعمل از ذخایر خارجی
۰/۲۷	۱/۲۱	۱/۰۱	۱/۰۰	- ۰/۱۲	۰/۲۰	۰/۱۸	- ۰/۰۹	خالص اشتیاقات بلند مدت از اعتبارات دولتی رسمی
۲۰/۱۷	۱۳/۶۲	۱۲/۷۲	۱۳/۶۱	۱۳/۷۵	۸/۷۵	۲/۸۹	۵/۴۸	سایر اشتیاقات مالی بلند مدت
۲۰/۰۷	۵۳/۲۵	۳۳/۸۶	۳۳/۷۹	۲۶/۳۱	۳۰/۶۱	۱۳/۲۷	۱۱/۹۷	خالص اشتیاقات از بانکهای بازگشایی
...	...	...	...	...	...	...	...	تأمین مالی خارجی از جمله:
۱/۸۲	۱/۱۹	۲/۶۲	۲/۰۴	۴/۲۱	۱/۵۱	۰/۴۵	۰/۷۰	وامان رسمی
۰/۰۴	۰/۷۳	۱/۸۹	۰/۲۹	۰/۱۶	۰/۳۱	۰/۰۳	۰/۰۹	تأمین مالی خارجی از جمله:
۰/۵۲	۰/۰۱	۰/۰۱	-	-	-	-	-	تخصیص اقساط رسمی

ملاحظه: صحت فوق بین المللی برول

جدول شماره ۳  
وام بین المللی بانکی و اوراق قرضه بین المللی از ۱۹۷۳ تا سه ماهه اول ۱۹۸۹  
(میلیارد دلار)

۱۹۸۱	۱۹۸۰	۱۹۷۹	۱۹۷۸	۱۹۷۷	۱۹۷۶	۱۹۷۵	۱۹۷۴
۹۲۵	۸۱۰	۶۶۵	۵۲۰	۴۲۵	۳۲۰	۲۶۵	۲۳۰
۱۷	۲۲	۲۵	۲۲	۲۸	۲۸	۱۵	۳۱
۱۶۵	۱۶۰	۱۲۵	۸۵	۵۵	۷۰	۵۰	۲۵
۷۰	۲۴	۲۲	۲۰	۱۶	۲۶	۲۲	۲۶
۲۶۵	۲۲۱	۲۰۶	۱۸۰	۸۹	۹۷	۸۸	۵۷
۳۰	۲۲	۲۲	۲۷	۱۶	۳۲	۳۲	۱۸
۲۰۲	۲۱۲	۲۱۷					
۳۰	۲۲	۲۷					

وام بین المللی سیستم بانکی :  
 اوراق BIS (خالص از سپرده گذاری مجدد: ذخیره)  
 نرخ رشد (درصد)  
 اوراق BIS (خالص از سپرده گذاری مجدد: جریان)  
 نرخ رشد (درصد)  
 اوراق BIS (ناخالص: جریان)  
 نرخ رشد (درصد)  
 اوراق صندوق (خالص: جریان)  
 نرخ رشد (درصد)  
 اوراق قرضه بین المللی:  
 BIS  
 OECD

ماخذ : ارقام از بانک تسویه های بین المللی

ادامه جدول شماره ۳

۱۹۸۹	۱۹۸۸	۱۹۸۷	۱۹۸۶	۱۹۸۵	۱۹۸۴	۱۹۸۳	۱۹۸۲	
۲۴۹۰	۲۳۸۰	۲۳۲۵	۱۷۸۰	۲۴۸۵	۱۳۸۵	۱۰۸۵	۱۰۲۰	وام بین المللی - سهم بانکی:
۱۲	۷	۲۲	۲۱	۱۶	۱۸	۶	۸	ارزنام BIS (خالص از سپرده گذاری مجدد - ذخیره)
۲۳۵	۲۳۵	۲۰۰	۱۸۰	۱۰۰	۹۰	۸۵	۹۵	نرخ رشد (درصد)
۱۱	۱۰	۱۷	۱۲	A	A	A	۱۰	ارزنام BIS (خالص از سپرده گذاری مجدد - جریان)
۲۱۰	۲۲۵	۵۷۸	۵۱۲	۲۳۲	۱۲۲	۱۰۶	۱۸۱	نرخ رشد (درصد)
۹	۱۰	۱۸	۲۰	۱۱	۶	۷	۱۲	ارزنام BIS (خالص - جریان)
۵۰۶	۵۵۷	۷۹۸	۵۳۲	۳۷۶	۱۸۰	۱۶۶	۱۸۶	ارزنام صندوق (خالص - جریان)
...	۱۱	۲-	۱۷	۱۰	۷	۷	A	نرخ رشد (درصد)
...	۱۰۸۵	۹۱۱	۷۷۲	۵۵۷	...	...	۲۵۹	ارزنام عرضه بین المللی:
۱۳۳	۱۳۲	۱۰۰	۱۳۲	۱۳۲	۹۰	۵۹	۵۸	ارزنام BIS
								ارزنام OECD

مصدر: ارقام از بانک تسویه های بین المللی