

## عدوى الأزمات المالية

أ. موسلي أمينة\*

**Résumé:** À la lumière des changements que connaît le monde de la globalisation économique et financière et ce que la libéralisation résultant des marchés financiers. On parle beaucoup dernièrement du problème de la contagion des crises financières, tout comme un virus, à la fois par les canaux traditionnels \_ les liens commerciaux et financiers \_ ou les canaux modernes, Créée par les produits d'ingénierie financière \_ titrisation et des dérivés \_ . Et surtout maintenant que le monde est devenu comme un village où les crises financières se propagent rapidement d'un état à l'autre ou d'un secteur à l'autre dans un pays.

Mots clés: crise financière, contagion financière, mondialisation, mimétisme.

مستخلص: في ظل التغيرات التي يعيشها العالم من عولمة اقتصادية ومالية وما أفرزته من تحرير للأسواق المالية، كثر الحديث في الآونة الأخيرة عن إشكالية تفشي الأزمات المالية تماما كالفيروس المعدي، سواء من خلال القنوات التقليدية بمعنى \_ الروابط التجارية والمالية \_ أو الحديثة منها والتي أفرزتها منتجات الهندسة المالية من توريق ومشتقات مالية. فقد أضحى العالم الآن كقرية واحدة تنتقل فيها الأزمات المالية بسرعة فائقة سواء من دولة إلى أخرى أو من قطاع إلى آخر في الدولة الواحدة.

الكلمات المفتاح : الأزمة المالية، العدوى المالية، العولمة، المحاكاة.

تمهيد: تتصف الأزمات المالية خاصة المعاصرة منها بسرعة انتقالها سواء من خلال انتشار الصدمات من قطاع إلى قطاع آخر أو من دولة إلى دولة أخرى، وعليه ارتبطت الأزمات مع ظاهرة تعرف بالعدوى والتي طرحت على بساط البحث بصورة شديدة في دراسات الأزمات المالية، بما فيها أزمات سعر الصرف حديثا، حيث كان انتقال العدوى واضحا وفعالا خلال أزمة أمريكا اللاتينية (المكسيك) في التسعينات 1994-1995، وكذلك خلال الأزمة الآسيوية التي بدأت في 1997، مما جعل الاقتصاديين يهتمون أكثر بظاهرة العدوى وذلك من خلال محاولتهم إيجاد تعريف مضبوط لهذه الظاهرة وتحديد قنوات انتقالها وأسبابها وآلياتها وكذا النظريات المفسرة لها. بناء على

\* أستاذة محاضرة قسم أ، جامعة الجزائر 3.

ذلك سنحاول من خلال هذا المقال إبراز الآليات التي تساهم في نقل عدوى الأزمات المالية خاصة الجديدة منها. وللوصول إلى هذه الغاية نحاول الإجابة على الإشكالية التالية: فيما تتمثل آليات انتقال عدوى الأزمات المالية بصفة عامة، وما الآليات التي برزت مؤخرا -حالة أزمة الرهن العقاري-؟ وهل تعد أزمة الديون السيادية كعدوى لأزمة الرهن العقاري؟

وقصد الإجابة على هذه الإشكالية قمنا بتقسيم عملنا كما يلي:

1. العدوى المالية؛
2. الآليات الحديثة لنقل العدوى -حالة أزمة الرهن العقاري-.
3. من أزمة الرهن العقاري إلى أزمة الديون السيادية؛

**1- العدوى المالية:** - عرف الاقتصاد العالمي العديد من الأزمات والهزات المالية تزايدت حدتها مع تحرير الأسواق المالية وبرزت ظاهرة العولمة الاقتصادية والمالية. وقد اقترن مصطلح الأزمات المالية مؤخرا بمصطلح جديد نسبيا ألا وهو العدوى المالية "contagion financière". وفيما يلي نحاول إبراز مختلف المفاهيم وأهم الأسباب المرتبطة بهذه الظاهرة، بالإضافة لآليات انتقالها سواء من دولة إلى أخرى أو من قطاع لآخر .

**1-1 مفهوم العدوى المالية:** على الرغم من تعدد الأبحاث المتعلقة بموضوع العدوى إلا أن الباحثين والاقتصاديين لم يتفقوا على مفهوم محدد لها ومن بين المفاهيم التي اعتمدها البنك الدولي نجد:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Rouis Myriam, Trabelsi Jamel, " **la dynamique du phénomène de contagion dans les pays d'Asie**", Journées de recherche Sur les crises financières internationales, Université d'Orléans, France, Mars 2004, pp: 2,3.

- المفهوم الواسع: تُعرّف العدوى على أنها عملية انتقال صدمة ما بين الدول سواء في فترة الأزمة أو في فترة الهدوء. ويمكن للعدوى أن تنتقل ليس فقط عن طريق الصدمات السلبية وإنما تنتقل أيضا من خلال الصدمات الإيجابية.
  - المفهوم الضيق: يقصد بالعدوى في هذه الحالة انتشار صدمة بين دولتين أو عدة دول والتي تولد انحرافا مقارنة بالأساسيات\* ما يؤدي إلى حدوث صدمات مشتركة يتم إثارتها بواسطة التحركات المشتركة.
  - المفهوم الضيق جدا: اعتمد هذا التعريف من طرف "Rigobon و Forbes" سنة 2001، إذ يعرفان العدوى على أنها ذلك التغيير في آلية الانتشار خلال فترة الأزمة، ويعكس تزايد الروابط ما بين الأسواق التفسير العملي لهذا التعريف.
- من المفاهيم المذكورة أعلاه يمكن استخلاص التعريف التالي: العدوى المالية تتمثل في تلك الاضطرابات والانهيارات التي تشهدها عدة دول في أوقات متقاربة بفعل صدمة أو أزمة أولية وقعت في أحد الأسواق، وقد تنتقل هذه الصدمات سواء من خلال الروابط المختلفة بين الدول أو من خلال سلوك المستثمرين.
- 1-2. أنواع العدوى المالية: يمكن أن نميز بين نوعين من العدوى:

أ) العدوى المحاكية : وهي تلك العدوى التي تؤثر على المتدخلين في نفس السوق نتيجة المحاكاة أو ما يطلق عليه "سلوك القطيع"<sup>2</sup>. ويعرف "André Orléon" المحاكاة: "بتلك العملية التي يقوم من خلالها عون اقتصادي ما بإتباع نفس سلوك الأعوان الآخرين في الأسواق المالية، فتوقعات المحاكاة هي تلك التي تتخذ من طرف

\* الأساسيات ( Les fondamentaux ) عبارة عن المعطيات المهمة للوضعية الأساسية لبلد ما أو العوامل المتعلقة بالاقتصاد الكلي وهي تشمل (النمو، التضخم، العجز الحكومي، الميزان التجاري، أسعار الفائدة...).

<sup>2</sup> André Orléon , "Contagion spéculative et globalisation financière : Quelques enseignements tirés de la crise mexicaine", in : Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale", économica, paris, 1996, p31.

عون اقتصادي بالاعتماد على توقعات عون آخر اتخذ كأفضل نموذج<sup>3</sup>. ويمكن أن نميز بين صنفين من العدوى المحاكية:<sup>4</sup>

- العدوى الأفقية عن طريق الترابط الموجود بين الأسواق: هي ناتجة عن تعدد الوسائل الإلكترونية لنقل المعلومات التي تضمن نقلها في مدة قصيرة جدا على مستوى العالم، إضافة إلى عملية التسعير الآلي، وبالتالي إذا حدثت تحركات في الأسعار نحو الانخفاض أو الارتفاع بصورة فجائية في الأسواق المالية، فسيكون هناك احتمال لانتشار هذه الموجات نحو باقي الأسواق وبسرعة. فالأسواق بالإضافة إلى تأثرها للمعلومات الخاصة بها فهي تتأثر بالمعلومات المشتركة بين الأسواق ككل. إضافة إلى تزامن فتح أكبر البورصات في العالم ويمكن للمعلومات في الأسواق الأساسية أن تؤثر على التوجهات في الأسواق الأخرى.

- العدوى العمودية بين الأسواق: إن التكامل العمودي بين الأسواق في تزايد مستمر، فقد أصبحت الأسواق النقدية والمالية أكثر ترابطا عن طريق أسعار الفائدة والروابط الموجودة بين الأسواق المال والصراف والعلاقة بين أسعار الأسهم والسندات.

ب) العدوى النظامية: تتمثل في انتشار اضطراب متموضع من قطاع ما إلى باقي قطاعات النظام المالي.<sup>5</sup> تظهر الاضطرابات في الأسواق المالية على مستوى 3 أسواق مختلفة حسب (Echengreen و portes): سوق القروض خاصة في حالات عدم القدرة على السداد من طرف المقترضين، وسوق الصرف وسوق الودائع، أما (D.Lacoue-Labartue) فقام بإدماج أسواق الأموال الخاصة.<sup>6</sup> والأزمة المالية

<sup>3</sup> Le Page Jean-Marie, "Crises financières internationales et risque systémique", de Boeck, Paris, 2003, p :119.

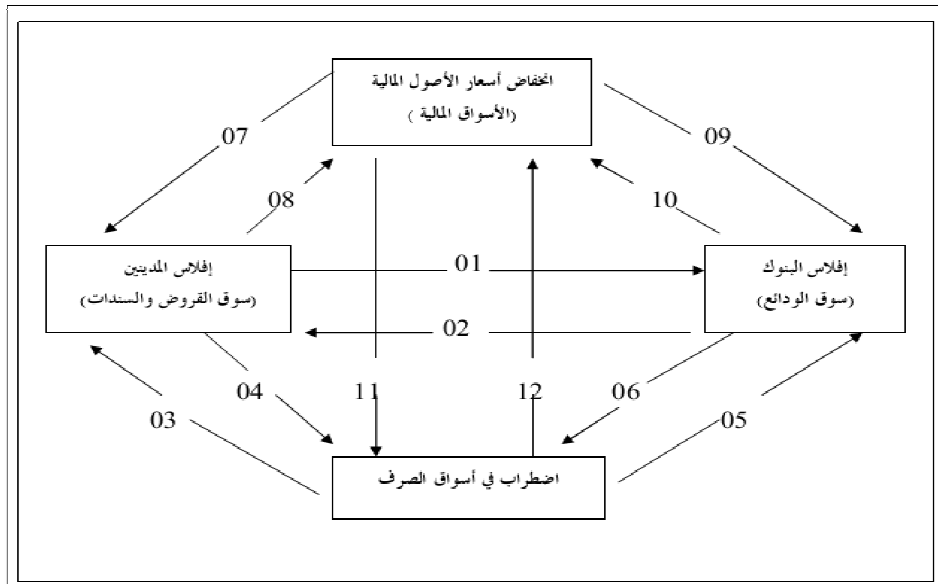
<sup>4</sup> Henri Bourguinat, "Finance internationale : Après l'euro et les crises", 4 eme édition, Puf, Paris, 1992, p p : 94,95.

<sup>5</sup> André Orléan, op cit, p : 31.

<sup>6</sup> D.Lacoue-Labartue, "Crises financière et leur propagation internationale», in "finance internationale : l'état actuel de la théorie», Economica, Paris, 1992, P : 420

أول ما تظهر تكون متركزة على أحد متغيرات النظام المالي ثم سرعان ما تنتشر عبر قنوات، والشكل التالي يوضح هذه القنوات :

شكل رقم (1): قنوات انتشار الأزمات.



Source :D.Lacoue-Labartue, "Crises financières et leur propagation internationale" , in "finance internationale : l'état actuel de la théorie" , Economica, Paris ,1992, P :420.

يوضح هذا الشكل مختلف القنوات المحتملة لانتشار العدوى المالية بين مختلف الأسواق: سوق القروض، السوق المالية، سوق الودائع وأسواق الصرف، أي انتقالها من قطاع إلى آخر داخل نفس الدولة أو بين الدول. بالتالي فالعدوى يمكن أن تنتشر من خلال سلوك المستثمرين أو ما يعرف بالعدوى المحاكية، أو من خلال النظام المالي أو ما يطلق عليه العدوى النظامية.

بالإضافة إلى التقسيم السابق لأنواع العدوى هناك من يميز بين شكلين رئيسيين للعدوى:<sup>7</sup>

- العدوى الناتجة عن وجود روابط اقتصادية ومالية بين الدول أو ما يعرف بالعدوى من خلال الأساسيات (Contagion par les fondamentaux) حسب (Kaminsky et Rienart) سنة 1999.

- العدوى الناتجة عن سلوك المستثمرين أو ما يعرف بالعدوى الصافية (Contagion pure) حسب (Masson) سنة 1999 أو (shift contagion) المصطلح المستعمل من قبل (Forbes et Rigobon) سنة 2000.

**3-1.** أسباب العدوى: تزايد خطر العدوى المالية في ظل العولمة والتكامل الاقتصادي ويعود ذلك حسب (Alejandro López-Mejía) إلى جملة من الأسباب من بينها ما يلي:<sup>8</sup>

1) الاتفاقيات التجارية والضغوطات على أسعار الصرف التي تساهم بدرجة كبيرة في إحداث اضطرابات وتقلبات وبالتالي ظهور آثار للعدوى أي انتقال الصدمات من خلال الاتفاقيات التجارية والضغوط على أسعار الصرف.

2) انهيار قيمة عملة بلد معين يمكن أن يكون كتنبيه للمستثمرين مما يدفعهم إلى إعادة النظر في أساسيات الدول الأخرى، بمعنى أن الانخفاض السريع والمعتبر لسعر صرف العملة المحلية لبلد ما قد يدفع المستثمرين إلى إعادة تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلدان أخرى وهو الأمر الذي يؤثر سلبا على الثقة التي يضعها هؤلاء المستثمرين في هذه البلدان.

<sup>7</sup> Iuliana Matei , "Contagion et causalité : une investigation empirique", colloque la crise :trois ans après quels enseignement ?, Université Blaise Pascal IUFM Auvergne, Mardi 9 février 2010 , p : 3.

<sup>8</sup> Alejandro López-Mejía, "Flux massifs de capitaux: Leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer", in: revue fiance et développement, Septembre 1999, pp :29,30.

3) اعتماد المستثمرين المؤسسيين على المحاكاة يدفعهم إلى التعامل بنفس الطريقة في العديد من البلدان بالرغم من اختلاف الأساسيات مثل اختلاف المخاطر المرتبطة بالاستثمار من بلد إلى آخر.

4) إن الروابط المالية بين مختلف الدول قد تجعل الصدمات التي تحدث في بلد ما تنتقل إلى بلدان أخرى دون الأخذ بعين الاعتبار الأسس الاقتصادية في كل بلد من البلدان على حدا.

5) تطبيق بعض الممارسات الخاصة بتسيير السيولة في صناديق التوظيف الجماعي قد يخلق أثرا للعدوى إذا أرغم أحد المستثمرين المدنيين على بيع أصوله التي تسعر بأقل من قيمتها بسبب عدم تماثل المعلومات.

بالإضافة إلى هذه الأسباب فإن (Alejandro López-Mejía) يؤكد على الدور المهم لعدم تماثل المعلومات في نقل العدوى.

يرى Alejandro López-Mejía أن أسباب انتقال العدوى ترجع بالدرجة الأولى للاتفاقيات بين الدول والتكتلات الاقتصادية مما يخلق ضغوط وصدمات على أسعار الصرف يمكن أن تنتشر بين الدول. كما أشار أيضا للدور الكبير الذي يلعبه المستثمرين المؤسسيين من خلال اعتمادهم على التقليد والمحاكاة.

#### 1-4. آليات العدوى: يمكن أن نميز بين ثلاث آليات للعدوى هي:<sup>9</sup>

أ) آلية "الآثار الموسمية" أو "الآثار المانسونية" (Monsoonal effects) وهي تركز على الصدمات العالمية التي تتزامن أثارها في عدد من البلدان بحيث تؤثر هذه الصدمات على المتغيرات الأساسية في هذه البلدان. بمعنى آخر فإن تزامن حركة الأسواق المالية يمكن تفسيرها بعوامل أو صدمات مشتركة.

ب) آلية الآثار الجانبية أو العرضية (Spillover effects) تشير إلى التأثير الذي تمارسه صدمة في بلد معين (أو مجموعة من البلدان) على حركة المتغيرات الكلية

<sup>9</sup> عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص ص: 235، 237.

الأساسية في دولة أو مجموعة من الدول، وتعمل هذه الآلية من خلال عدد من الروابط الحقيقية مثل: التجارة الدولية أو التنسيق بين السياسات.

(ج) آلية العدوى الصافية (contagion pure) يمكن تعريفها بأنها الزيادة في الحركة الجماعية للأسواق أو الزيادة في تزامن حركة الأسواق والتي لا يمكن تفسيرها بالعوامل السابقة أي بالآليتين السابقتين.

**1-5.** النظريات المفسرة للعدوى: إن تحليل الدراسات المتعلقة بعدوى الأزمات المالية يوضح وجود تباين في نتائج البحوث الخاصة بتفسير ظاهرة العدوى، فهناك تيار يؤكد وجود ظاهرة العدوى خلال فترة حدوث الأزمة (Kaminsky & Reinhart) وتيار يفسر انتقال الصدمات من خلال الترابط الطبيعي بين الدول (Forbes & Rigobon) و (Billio & Pelizzon)، وعليه يمكن التمييز بين ثلاث نظريات لتفسير ظاهرة العدوى:<sup>10</sup>

**1)** النظريات غير المرتبطة بوقت حدوث الأزمة: وهي تبين أن آليات انتشار الأزمات مستقلة أو غير مرتبطة بفترات حدوث الأزمات، حيث أن الآليات الناتجة عن صدمة أولية لا تختلف عن تلك التي كانت قبل الصدمة استنادا إلى فرضية وجود تحركات مشتركة بين مختلف الأسواق. هذه النظريات قائمة على أساسيات الاقتصاد كقنوات انتقال ويميز (Forbes, Rigobon) بين ثلاثة قنوات رئيسية هي: التجارة الدولية، تنسيق السياسات الاقتصادية، والصدمات العشوائية.

**2)** النظريات المرتبطة بوقت حدوث الأزمة: تنص على أن انتقال الأزمة مرتبط بوقت حدوثها، إذ بمجرد انفجار الأزمة تظهر قنوات انتشار جديدة مختلفة عن تلك الموجودة قبل الأزمة، وبالطبع هذه القنوات غير موجودة خلال فترات الاستقرار

<sup>10</sup> Zouari Zeineb et Hammami Samir, "crises financières et contagion: cas de subprime", Maîtrise en Actuariat et Finance, Institut des hautes études commerciales (IHEC) de Sousse, 2007, consulté le :03/07/2010, <http://www.memoireonline.com/07/08/1344/crises-financieres-et-contagion-cas-des-subprime.html>, pp: 16, 20.



المالي. هذا التيار مبني على أساس: التوازن المتعدد، صدمات السيولة المحلية، سياسات العدوى.

**3) تأثير سلوك المستثمرين:** أدى انقسام النظريات المفسرة للعدوى إلى تيارين إلى إبراز الدور المهم الذي يلعبه المستثمرون في انتشار الأزمات في إطار التكامل المالي بين الأسواق وعقلانية المستثمرين فيما يتعلق باتخاذ قرارات فردية قد تؤدي إلى المغالاة في التحركات المشتركة بين الأسواق. وفي هذا السياق تظهر أهمية مشاكل السيولة والأداء، مشاكل عدم تماثل المعلومات، وترابط الاقتصاديات في انتقال الأزمات و انتشارها.

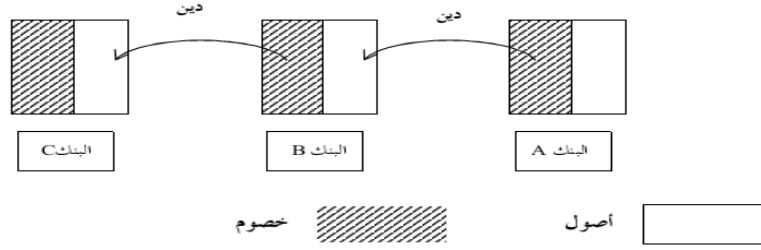
**2- الآليات الحديثة لنقل العدوى (أزمة الرهن العقاري)-:** بدأت الأزمة المالية والاقتصادية في أوائل 2007 كاضطرابات مالية في سوق القروض العقارية المنخفضة الجودة، وتصاعدت حدتها حتى تحولت إلى ضائقة حادة في السيولة بالقطاع البنكي في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا ومن ثم انتشرت على مستوى العالم وتسببت في وقوع اهتزازات عنيفة في سوق التمويل بين البنوك والأسواق المالية وانتقلت بعد ذلك إلى الاقتصاد الحقيقي. وعليه فإن الأزمة مست كل الاقتصاد في مركزه وأطرافه، في جانبه المالي والحقيقي.

## 2-1. أزمة الرهن العقاري ونموذج الدومينو:

كان تفسير العدوى تقليديا يتم من خلال نموذج الدومينو والذي يتمثل في سلسلة من الإخفاقات: فعندما يقرض البنك  $A \rightarrow B$ ، ويقرض  $B \rightarrow C$  فإن حالة العجز التي تصيب البنك  $A$  تؤثر على  $B$  وهذا العجز بدوره يؤثر على  $C$  (الشكل 2).<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Adrian Tobiais et Song Shin Hyan, Op Cit, p : 2.

الشكل رقم (2): نموذج الدومينو للعدوى "Modèle de dominos de la contagion"



Source: Adrian Tobiais et Song Shin Hyan, " **liquidité et contagion financière** ", revue de la stabilité financière, n° :11, février 2008, p2.

إن النموذج الكلاسيكي للعدوى الذي يفسر من خلال قناة عدم القدرة على السداد في هذه الحالة غير فعال لتفسير العدوى المالية التي حدثت خلال أزمة الرهن العقاري، وهذا ما أدى إلى ظهور تفسير جديد لها.<sup>12</sup> فحسب "Adrian et Shin" في ظل نظام مالي تحكمه قواعد السوق إن كان هذا النموذج فعال فإن عدم القدرة على السداد بالنسبة لقروض عالية المخاطر سيكون لها أثر محدود، وإذا ما قورنت بحجم الميزانيات ورأس مال المؤسسات المالية فإن رأس مال القطاع المالي بإمكانه امتصاص مخاطر عدم السداد لمقتضي هذا القطاع. كما أن استخدام التوريق على نطاق واسع يسمح بتوزيع المخاطر إلى أكبر عدد من المتدخلين، ما يقلل من مخاطر عدم القدرة على السداد وبالتالي يسمح باستيعاب كل الصدمات وتوزيع المخاطر بين مختلف المؤسسات.<sup>13</sup>

يعتبر كل من "Adrian et Shin" نموذج الدومينو غير فعال وبه عيوب من أهمها ما يلي:<sup>14</sup>

1) يفترض هذا النموذج أن المؤسسات المالية لا تتدخل لوقف حالات التوقف عن السداد ولا تتخذ أي إجراءات حيال ذلك، في حين أن الواقع العملي يثبت العكس.

<sup>12</sup> Laure Klein , **La crise des subprime : Origine de l'excès de risque et mécanismes de propagation**, revue de banque, paris, 2008, p: 102.

<sup>13</sup> Adrian Tobiais et Song Shin Hyan, Op Cit, p : 2.

<sup>14</sup> Ibid, p : 3.

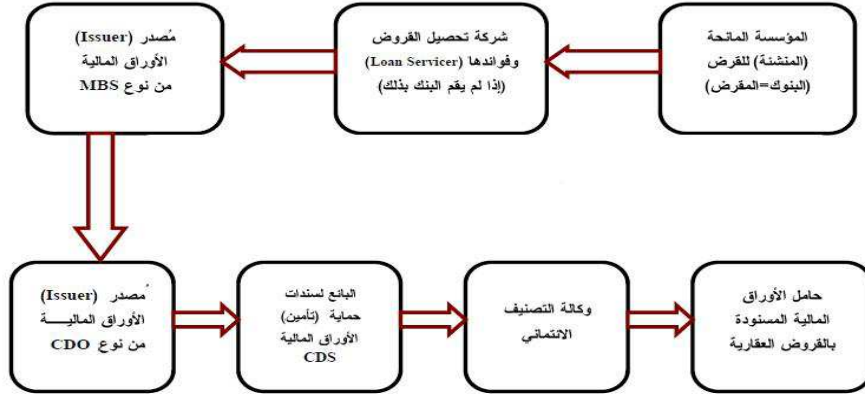
2) نموذج الدومينو لا يأخذ في الحسبان وبشكل كاف التغير في أسعار الأصول وقياس المخاطر، ففي أبسط الحالات لهذا النموذج أسعار الأصول تسجل بالقيمة المحاسبية والميزانيات لا تتلقى صدمات إلا في حالة عدم القدرة على السداد، في حين أنه في النظام المالي المعاصر الذي تحكمه قواعد السوق فإن هذا النموذج غير مجدي. ففي الواقع تأثير التغيرات في أسعار الأصول على الميزانيات قد يولد صعوبات ومن المحتمل أيضا أن ينتج عنه حالات تخلف عن السداد.

وعليه فإن نموذج الدومينو للعدوى المالية لا يفسر بوضوح التطورات التي حصلت في أزمة الرهن العقاري، فعلى أساسه ما كان لهذه الأزمة التي نشأت في قطاع صغير أن تتحول إلى أزمة نظامية، فالمؤسسات المالية كانت تبدو في حالة جيدة ولديها ما يكفي من رؤوس الأموال لمواجهة الخسائر دون أية مشاكل.<sup>15</sup>

**2-2. التفسير الجديد لعدوى أزمة الرهن العقاري:** إن أزمة الرهن العقاري تتطلب إيجاد تفسير جديد لظاهرة العدوى المالية فحجم قطاع الرهن العقاري صغيرا جدا إذا ما قورن بحجم سوق المال الأمريكي ثم العالمي، ومع ذلك انتشرت هذه الأزمة وانتقلت عدواها من هذا القطاع لتشمل قطاعات أخرى داخل الولايات المتحدة وخارجها ومست الدول المتقدمة والنامية بدرجات متفاوتة وعبر قنوات وآليات مختلفة. فزيادة المخاطر وتضاعف الخسائر في أسواق العقارات عالية المخاطرة لا تفسر بمفردها انهيار الأسواق المالية وتدهور أصول المستثمرين، فقد ساهم توسع نموذج إنشاء القروض لتوزيعها وتضاعف عدد المتدخلين، مع إمكانية إعادة التمويل من خلال إصدار RMBS و CDO بالإضافة إلى تعقد الابتكارات المالية في إنشاء قنوات جديدة لتحويل ونقل المخاطر.

<sup>15</sup> M. François-Charles LOUDOT, " La crise des subprimes : Vers une reforme de la réglementation financière ", HEC, Paris, mémoire, 2009, p : 15.

## الشكل رقم (3): نموذج إنشاء القروض لتوزيعها.



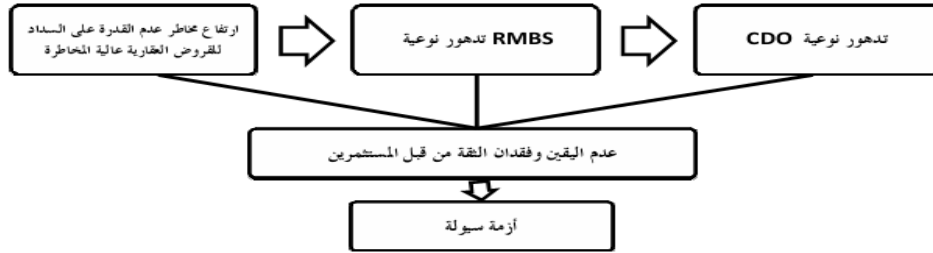
المصدر: أحمد مهدي بلوفاي، "قراءة في أسباب الأزمات المالية: الرهن العقاري في أمريكا نموذجاً"، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي: جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، متاح على: <http://www.kau.edu.sa/dsr>، اطلع عليه يوم: 2010/10/12، ص: 80.

سمح الانتقال من النموذج التقليدي للإقراض أو ما يعرف بنموذج الإنشاء للاحتفاظ "originate-to-hold model" إلى النموذج المبتكر أي بنموذج الإنشاء للتوزيع "originate-to-distribute model" (الشكل رقم 3) أي توزيع القروض والتخلص منها من خلال عمليات التوريق واشتقاقها بدل الاحتفاظ بها ضمن بنود الميزانية للمؤسسات المنشئة (البنوك)، ومن ثم توزيعها على عدد كبير من المستثمرين، وكذا التأمين عليها وتصنيفها دفع بالكثيرين إلى الإقبال عليها دون الإدراك التام بالمخاطر التي تحملها. وعليه فهذا النموذج المعقد سمح بانتقال القروض من داخل قطاع الرهن العقاري في أمريكا إلى باقي دول العالم، وهو ما يفسر إلى حد كبير كيف انتقلت الأزمة إلى خارج أمريكا وعلى نطاق واسع. كما أن شركات التأمين ووكالات التصنيف الائتماني لعبت دوراً أساسياً في الإقبال على هذه المنتجات على الرغم من

عدم إدراك العديد من المستثمرين على وجه الدقة والتحديد لحقيقة المخاطر التي تحملها هذه المنتجات لأنها مؤمنة وتحمل تصنيفا ائتمانيا "AAA".<sup>16</sup>

أ) دور التوريق في نقل العدوى: سمحت آلية التوريق بنقل الصعوبات مبدئيا من سوق الرهن العقاري الأمريكي وذلك من خلال إصدار نواقل للتوريق من نوع RMBS ثم CDO التي سمحت بإعادة توزيع مخاطر القروض داخل وخارج الدائرة البنكية. هذا ما أسفر على انتشار المخاطر وانتقال الصعوبات إلى الوسطاء الماليين، صناديق المضاربة، بنوك الاستثمار وإلى شركات التأمين الأحادية النشاط.<sup>17</sup> ففضل الابتكارات المالية ما يقارب ثلثي قروض الرهن العقاري عالية المخاطر تم تورقها، و بالتالي تم توزيع المخاطر التي كانت تحملها في كافة قطاعات الاقتصاد مما مهد الطريق لتأثير عدوى سريع وكبير.<sup>18</sup>

الشكل رقم (4): انتشار الصعوبات وجفاف السيولة في سوق RMBS و CDO.



Source : Laure Klein, op cit, p : 124,125.

أدى ارتفاع مخاطر عدم القدرة على السداد للقروض العقارية عالية المخاطر نتج عنه تدهور نوعية RMBS ثم تدهور نوعية CDO وهذا بدوره أدى إلى خلق جو من عدم اليقين وفقدان الثقة من قبل المستثمرين مما سرع في ظهور أزمة سيولة.

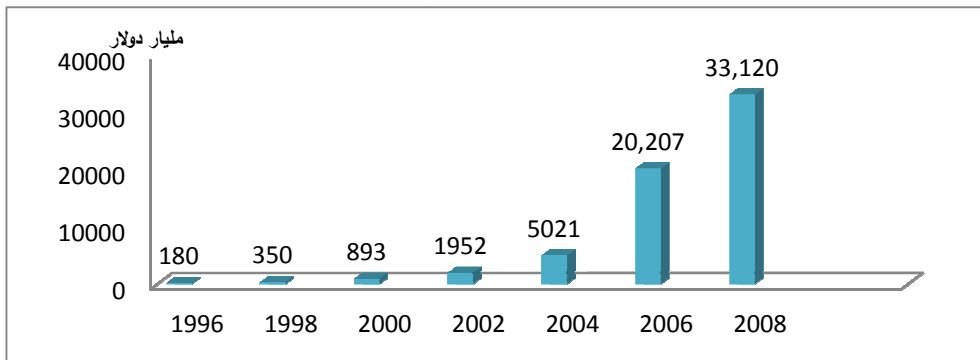
<sup>16</sup> أحمد مهدي بلوفاي، مرجع سابق، ص ص: 78، 79 (بتصرف).

<sup>17</sup> Laure Klein, op cit, pp: 124.

<sup>18</sup> Sébastien Huyghe, **Les défaillances de la régulation bancaire et financière**, Rapport d'information, Assemblée nationale, n° : 2208, 22 décembre 2009, p: 12.

ب) دور المشتقات المالية والائتمانية في نقل العدوى: يتمثل دورها الأساسي في توزيع المخاطر وبالتالي تقليلها قدر الإمكان، لكن مع إساءة استخدامها والمزايدة فيها بالمضاربة وتحويلها إلي أداة تعمل على تجميع المخاطر ودخول صناديق التحوط في التعامل بها التي كان أبرزها مشتقة مبادلة مخاطر الائتمان "credit default swaps" (CDS).<sup>19</sup> إن هذه التقنية التي ظهرت لأول مرة عام 1995 في الولايات المتحدة، عرفت تطورا سريعا، بحيث بلغت قيمة مجموع مبادلة مخاطر الائتمان في الولايات المتحدة وحدها عند مطلع عام 2009 حوالي 62 تريليون دولار، وهو ما يعادل مجموع ودائع بنوك العالم مجتمعة في الوقت الراهن.<sup>20</sup>

الشكل رقم (4): تطور حجم المشتقات الائتمانية.



Source: Michel Aglietta et Sandra Rigot , "La réglementation des hedge funds face à la crise Financière", Une contribution au débat, Document de recherche, Université de Paris X, p :4.

بلغ حجم المشتقات المالية التي تسببت في الأزمة رقم خيالي هو 600 تريليون دولار وفقا لبنك التسويات الدولية BRI وهو رقم ضخم مقارنة بحجم الاقتصاد العالمي

<sup>19</sup> Joseph Antoine et Marie-Claire Capiou-Huart, Op cit, p :145.

<sup>20</sup> مسعود مجيطنه، هل "الممولة" هي سبب الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة؟، الملتقى الدولي الرابع حول "الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، 08/ 09 ديسمبر 2009، جامعة دالي ابراهيم، الجزائر، 2010، ص: 13.

بكامله وهو 60 تريليون دولار (أي حجم المشتقات أكبر بعشر مرات من حجم الاقتصاد العالمي) وبحجم السوق الأمريكي البالغ 30 تريليون دولار أي أن المشتقات كانت تتحرك بعيدة عن أنظمة الرقابة.<sup>21</sup> وقد وصف جورج سورس المشتقات بأنها "قنابل هيدروجينية"، ووصفها "وارن بفيت" بأنها "أسلحة مالية للدمار الشامل".<sup>22</sup> وكما يوضح (الشكل رقم 4) فإن مبادلة مخاطر الائتمان قد شهدت نموا كبيرا فخلال 1996 كانت تقدر بـ 180 مليار دولار فقط ليرتفع حجمها سنة 2008 إلى 33120 مليار دولار.

ت) دور وكالات التصنيف الائتماني في نقل العدوى: خلال الطفرة التي سبقت الأزمة كثيرا ما كانت تعطى تصنيفات بدرجة AAA لأعداد كبيرة من الإصدارات المعقدة، الأمر الذي زاد الطلب عليها وولد إيرادات كبيرة لوكالات التصنيف الكبرى. حيث قامت وكالة موديز لوحدها بتصنيف ما قيمته 4700 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون خلال الفترة ما بين عامي 2000 و2007 إضافة إلى قيامها بتصنيف ما قيمته 736 مليار دولار من التزامات الدين المضمون.

ونظرا لأن الديون العقارية للمدينين مرتفعي المخاطر اشترتها بنوك كبيرة وقوية مثل مورغان ستانلي وليمان براذرز فقد قامت وكالات التنقيط الائتماني بمنح السندات التي تضم حزمة الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا آمنة AAA وبذلك ساهمت هذه الوكالات في انتشار الأزمة على نطاق واسع، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل

<sup>21</sup> بوعتروس عبد الحق، سبتي محمد، "السياسة النقدية والأزمة المالية الراهنة" الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 21/20 أكتوبر 2009، ص: 5، 6.

<sup>22</sup> شابرا محمد عمر، ترجمة: رفيق يونس المصري، "الأزمة المالية العالمية: هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها؟"، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية)، 2009، ص: 32.

البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي تتعرض لها، لذلك عندما ظهرت حالات عدم القدرة على السداد كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية التي قدمت القروض العقارية محتملة بذلك مخاطر الائتمان. بالمقابل فإن العديد من البنوك والمؤسسات المالية حول العالم سجلت خسائر كبيرة قدرت بمليارات الدولارات نتيجة لامتلاكها لتلك الأوراق المالية المدعومة بالعقار.<sup>23</sup>

ث) دور شركات التأمين في نقل العدوى: ساهمت شركات التأمين الأحادية النشاط وبدور كبير في نقل عدوى الأزمة من خلال ما تكبدته من خسائر نتيجة تأمينها للمنتجات المهيكلة المدعومة برهونات عقارية خاصة عالية المخاطر،<sup>24</sup> حيث شهدت شركات التأمين وأبرزها AIG في 16 سبتمبر 2008 والتي كانت تؤمن أعدادا ضخمة من الديون العقارية خسائر مرتفعة أيضا.<sup>25</sup> فالمستثمرين الذين قاموا بالتأمين على هذه المنتجات بالحصول على قيمتها من شركات التأمين، مما نتج عنه تعدي الأزمة المالية التي أصابت قطاع البنوك إلى شركات التأمين.<sup>26</sup>

**3-3. الروابط المالية والتجارية كقنوات انتقال:** هناك عدة قنوات تسمح بتفسير انتقال عدوى الأزمة من أمريكا وتحديدا من قطاع الرهن العقاري إلى الدول المتقدمة ومن ثم إلى بقية أنحاء العالم في شكل عدوى وبائية، فبالإضافة إلى القنوات السابقة الذكر والتي سمحت بانتشار الأزمة وامتدادها إلى الدول المتقدمة كمرحلة أولى ثم امتدادها إلى الدول الناشئة والنامية نجد كل من الروابط المالية والتجارية كقنوات انتقال.

ففي دراسة قام بها (Trung Bui و Tamim Bayoumi) حول آليات انتقال العدوى توصل الباحثان إلى نتيجة مفادها أن الولايات المتحدة لديها روابط مالية كبيرة نسبيا وأن بقية العالم لديها روابط سلعية كبيرة نسبيا وهذا ما يوضحه (الشكل رقم 5)،

<sup>23</sup> زكرياء بلة باسي، مرجع سابق، ص: 12.

<sup>24</sup> Laure Klein, op cit, p: 131.

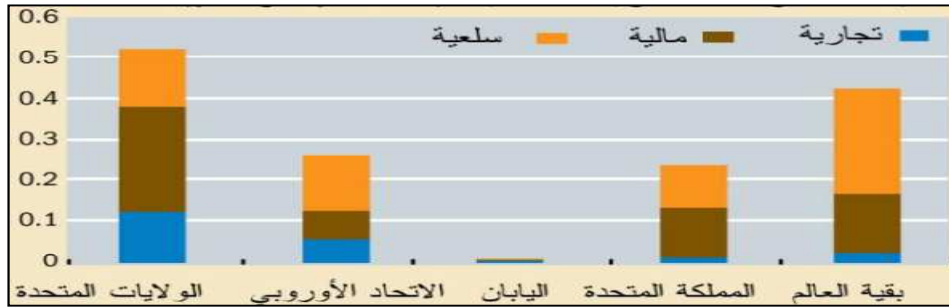
<sup>25</sup> زكرياء بلة باسي، مرجع سابق، ص: 12.

<sup>26</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص: 52.



حيث يمثل كل عمود الحجم المتوسط للآثار الانتشارية (على مدى سنتين) لكل منطقة - نحو 0.5% للولايات المتحدة، و0.4% لبقية العالم، وأقل قليلا بالنسبة لمنطقة الأورو والمملكة المتحدة وبالتقريب لاشيء بالنسبة لليابان. وفيما يخص منطقة الأورو فهي تنقسم بشكل متساوي فيما بين الآثار الانتشارية المالية التجارية والسلعية. وفي الولايات المتحدة والمملكة المتحدة تسود عوامل السوق المالية (أي الروابط المالية كقناة انتشار) أما بالنسبة لبقية العالم فأهم قناة هي القناة السلعية (السلع الأولية).<sup>27</sup> (في هذه الدراسة تم تقسيم الروابط كما يلي: مساهمة نمو الصادرات لقياس الروابط التجارية، التغيرات في أسعار الأسهم، وعوائد السندات، وأسعار الفائدة لقياس الروابط المالية، وأسعار السلع النفطية لقياس الروابط السلعية).

الشكل رقم (5): متوسط الآثار الانتشارية.



Source: Ibid, p:34.

في الشكل أعلاه حسبت الآثار الانتشارية على مدى عامين نتيجة صدمة تبلغ 1% من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في كل بلد.

وفي هذه الأزمة حركت سلسلة الصدمات الإيجابية في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة الأسواق العالمية نحو ازدهار مالي عالمي عزز انتشار آثارها النمو في كل الاقتصاديات الكبرى. ولكن هذا الازدهار نفسه نتج عنه الانهيار، بما في ذلك ما تمّ من خلال سلسلة متزامنة من الارتفاعات الكبيرة في أسعار السلع. وعندما بدأت

<sup>27</sup> Trung Bui et Tamim Bayoumi, "Quand la coupe déborde", revue Finances et Développement, volume : 47, n° :1, Mars 2010, p : 34.

الزيادات المالية المفرطة في سوق الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية بالإنكماش في أواخر 2007 وتبعها مباشرة سوق الإسكان في المملكة المتحدة والتوترات المالية. ومن هنا يظهر أن الروابط المالية مهمة وساهمت في نقل الصدمات المالية من الولايات المتحدة و المملكة المتحدة إلى باقي دول العالم.

كما أنه لا يمكن تقديم تفسير لكل الظواهر التي شوهدت أثناء الأزمة، إذ يرجع التزامن غير العادي للركود بدرجة كبيرة إلى الذعر المالي الذي أعقب إفلاس بنك ليمان براذرز والتوقف المفاجئ نتيجة لذلك عن الإنفاق على السلع المعمرة والاستثمارية شديدة الرواج، مما أدى بدوره إلى انتشار قصير لكن حاد للآثار التجارية (دراسة Prasad، Otrok، Kose). ولكن اتساقا مع النتائج التي توصل إليها الباحثان فيما يتعلق بالتأثير قصير الأجل للصدمات التجارية على النشاط فإن الأسواق الصاعدة التي كانت مرتبطة أكثر بالاقتصاديات المتقدمة بروابطها المالية الأكثر توسعا أكثر بطأً وأشد تأثيراً.<sup>28</sup> يظهر إذن أنه خلال هذه الأزمة ساهمت كل من الروابط التجارية والمالية في نقل العدوى.

أ) الروابط التجارية: التجارة الدولية تلعب دور مهم في نقل الأزمة من بلد إلى آخر وذلك عن طريق تخفيض قيمة عملة البلد الذي يمر بأزمة، وينتج عن ذلك أكثرين أحدهما مباشر يتمثل في تدهور الميزان التجاري لأهم الشركاء التجاريين بسبب تراجع صادراتهم إلى البلد الذي يمر بأزمة، وآخر غير مباشر يتمثل في تراجع القدرة التنافسية للصادرات من خلال الضغوط على العملة، وهذا الذي حدث في بعض الدول خاصة الصاعدة والنامية منها ذات الروابط التجارية القوية مع الولايات المتحدة.

لقد كانت هناك أسباب كثيرة تبعت على التوقع بأن تكون آسيا في مأمن نسبيا من الأزمة، فعلى نقيض من أوروبا لم تكن آسيا شديدة الانكشاف للأصول المورقة الأمريكية، وكان يتوقع أن تكون لديها هوامش وقائية نتيجة تحسين أساسياتها الاقتصادية الكلية وسلامة الميزانيات العمومية للبنوك والشركات (باستثناءات قليلة).

<sup>28</sup> Ibid, p: 34.

إلا أن الأزمة انتشرت بسرعة إلى آسيا منذ سبتمبر 2008 وأثرت بشكل هائل على اقتصادياتها. فانكمش اقتصاد اليابان بمعدل 12% (محسوبا على أساس سنوي) في الربع الأخير من العام. وتراجعت الاقتصاديات الصناعية الجديدة (منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وكوريا وسنغافورة وتايوان الصينية) بمعدلات تراوحت بين 10% و25%، كما تضررت الاقتصاديات الصاعدة في جنوب شرق آسيا بشدة من الأزمة. ويعزى هذا التراجع في معظمه إلى انهيار الطلب على السلع المعمرة الاستهلاكية والسلع الرأسمالية في الاقتصاديات المتقدمة (غير الآسيوية)، وأيضا ولكن بدرجة أقل إلى تردي الأوضاع المالية العالمية. وتأثرات أيضا كل من الصين والهند ولكن بدرجات أقل بانكماش قطاع التصدير فيهما، غير أن اقتصاديهما واصلا النمو نظرا لأن التجارة تمثل نسبة أقل في الاقتصادين ولأن التدابير التي اتخذت على مستوى السياسة أدت إلى دعم النشاط المحلي.<sup>29</sup> وكذلك ظهرت بعض البوادر على حدوث تحسن في النشاط الاقتصادي في الصين في الربع الأول من عام 2009. فنجد مثلا أن العدوى انتقلت إلى سنغافورة من خلال قناة التجارة حيث انكمشت الصادرات بنسبة 25% في الربع الأخير من عام 2008 مقارنة بعام 2007، كما كان الهبوط الحاد في الصادرات عريض القاعدة. وكان التقلص في الصادرات من الالكترونيات (التي تمثل ثلث إجمالي الصادرات)، وقد تأثرت كذلك صادراتها إلى الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي.<sup>30</sup>

وبالتالي كانت التجارة قناة نقل كبرى بالنسبة لشرق آسيا، التي تبلغ صادراتها المجمعة لأمريكا الشمالية وأوروبا نسبة مذهلة تبلغ 12% من الناتج المحلي الإجمالي للإقليم. فالتجارة لم تكن ناقلا للعدوى فقط بل أيضا معجلا لها. وتظهر أرقام نهاية 2008 أن التجارة والإنتاج الصناعي في العالم يتدهوران بالترادف بمعدلات من

<sup>29</sup> "الأزمة والتعافي"، صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2009، ص: 71.

<sup>30</sup> روبرتو جويمارايس وألسياندر زانيللو، "التأثير العميق"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد: 46، العدد: 1، مارس 2009، ص: 15.

رقمين. فقد شهدت عدة بلدان آسيوية هبوطا في صادراتها بنسب تتراوح بين 10 و20% عاما بعد عام. والأمر الواضح هو أن تقلص التجارة الدولية يعتبر قناة للنقل وكذلك عاملا في التعجيل بتقلص الناتج.<sup>31</sup>

(ب) الروابط المالية: ساهمت في نقل العدوى وذلك من خلال القنوات التالية:

**1) أسواق المال:** أدت العولمة إلى زيادة أوجه الترابط والتشابك بين دول العالم وهذا ما تجسد بشكل مطلق في عولمة الأسواق المالية التي تتم من خلالها عمليات تبادل وتداول الأصول المالية والنقدية وكذلك تصفية الديون المالية بل إن ترابط الأسواق المالية وتأثر بعضها ببعض جعل العالم يبدو كأنه سوق مالي واحد.<sup>32</sup> فمن بين الآثار الأولية لأزمة الرهن العقاري التي يمكن ملاحظتها تتمثل في الأرباح المتوقعة المخصوصة من الشركات المدرجة في البورصة. وفي تطور أسعار الأسهم فمنذ الذروة التي بلغت في منتصف جويلية 2007، ومؤشرات جميع الأسواق المالية انخفضت انخفاضا حادا: حيث خسر مؤشر Dow Jones بنسبة 12%، Eurostoxx 20%، ومؤشر Nikkei بنسبة 26%، CAC40 22%، ومؤشر Dax بنسبة 19% وFootsie 12%. الانخفاض في أسعار الأسهم لم يقتصر فقط على أسهم الشركات المالية ولكن جميع الأوراق المالية المدرجة وذلك يعكس أن الصعوبات التي واجهتها المؤسسات المالية انتقلت إلى الاقتصاد الحقيقي، بما في ذلك عن طريق الائتمان، والانخفاض في الأرباح المستقبلية. هنا تظهر العدوى الأفقية الناتجة عن الترابط بين الأسواق وبمجرد حدوث تحركات في الأسعار نحو الانخفاض بصورة فجائية في الأسواق المالية، انتشرت هذه الموجات نحو باقي الأسواق وبسرعة. وكذلك تظهر العدوى العمودية بين مختلف الأسواق.

<sup>31</sup> جين بيزانتي-فيرى وإنديرا سانتوس، "العالم في أزمة: إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد: 46، العدد: 1، مارس 2009، ص: 10.

<sup>32</sup> يوسف مسعداوي، "الأزمات المالية العالمية: الأسباب والنتائج المستخلصة منها"، مجلة المستقبل العربي، العدد: 365، جوان 2009، ص: 34.

أظهرت هذه الأزمة أن أولى آليات العدوى المالية تمت من خلال أسواق المال، ويرجع ذلك إلى انفتاح البورصات ووجود استثمارات أمريكية في الخارج واستثمارات أوروبية وأسيوية في أمريكا بما في ذلك مديونيات هائلة للحكومة والشركات الأمريكية من قبل مؤسسات أجنبية. ولم يختلف الحال كثيرا عن ذلك في بعض الدول العربية حيث تطابق الانخفاض في أسواقها المالية مع ما حدث في الأسواق العالمية الأخرى من خلال التراجع الكبير الملحوظ في مؤشرات المعاملات في البورصات العربية بصفة عامة والبورصات الخليجية بصفة خاصة. وترتب عن ذلك خسائر مالية فادحة. وبالمقابل نجد أن أسواق المغرب العربي لم تنتشر فيها هذه الأزمة ليس فقط للقيود المفروضة على تعاملات الأجانب بها، ولكن أيضا لعدم فتحها الكامل لميزان التحويلات الرأسمالية. هذا مع ارتفاع معدل المسحوبات من البنوك العربية وخاصة من كبار المستثمرين نتيجة للدعر غير المنضبط (وهذا ناتج على انتهاج المستثمرين لسلوك القطيع أو ما يعرف بالعدوى المحاكية)، ولقد سبب هذا خلافا في حركة التدفقات النقدية والمالية وارتباكا ملحوظا في استقرار معاملات ومؤشرات البورصات العربية.<sup>33</sup>

**2) أسواق المعاملات خارج البورصة:** لقد أسهم نقص السيولة في الأسواق التي تعمل خارج البورصة في تعميق الأزمة واتساع نطاقها وذلك بانسحاب الوسطاء الذين واجهوا ضائقة في تمويل ميزانياتهم العمومية من ناحية أخرى كانوا يحوزون كمية زائدة على الحد من الأصول عديمة السيولة ولم يكن هناك وجود وسطاء للمتاجرة خاصة في أوراق مالية مثل التزامات الدين المضمون، والمشتقات الائتمانية. ولم يكن المستثمرون يستطيعون مع عدم وجود مشتريين أن يقللوا من خسائرهم بالتخلص من المراكز الخاسرة، ولم يكن بمقدورهم بيع تلك المراكز لتلبية المطالبات بتخصيص المزيد من الضمانات للقروض التي تمول حيازات أخرى. ولم يعد الكثير من تلك

<sup>33</sup> رفايقية فاطمة الزهراء، "الحوكمة العالمية مدخلا لإدارة الأزمة المالية الراهنة"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20/21 أكتوبر 2009، ص: 11، 12.

الأسواق في ظروف المتاجرة العادية، ومع ضخ السيولة من طرف البنوك المركزية، إلا أنها لم تستطع أن تعيد بشكل مباشر استعداد المستثمرين للمتاجرة في الأوراق المالية، ولم يتخذ صناع السياسات خطوات لتحسين ممارسات صنع السوق التي يقوم بها الوسطاء في الأسواق التي تعمل خارج البورصة.

**3** سوق المعاملات ما بين البنوك: بدأ العملاء بسبب فقدانهم للثقة في البنوك بسحب جماعي لأموالهم عجزت معه المؤسسات المالية عن مواجهته فأعلنت إفلاسها، وانخفضت أسهمها فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية، ثم انتقلت العدوى إلى سوق الإقراض بين البنوك التي باتت تخشى عدم استرجاع أموالها بسبب عدم معرفتها لمدى تورط البنوك الأخرى، ورفضت إقراضها حتى للفترة القصيرة والقصيرة جداً الأمر الذي أدى في نهاية المطاف إلى شلل السوق النقدي وبالتالي كامل النظام المالي.<sup>34</sup>

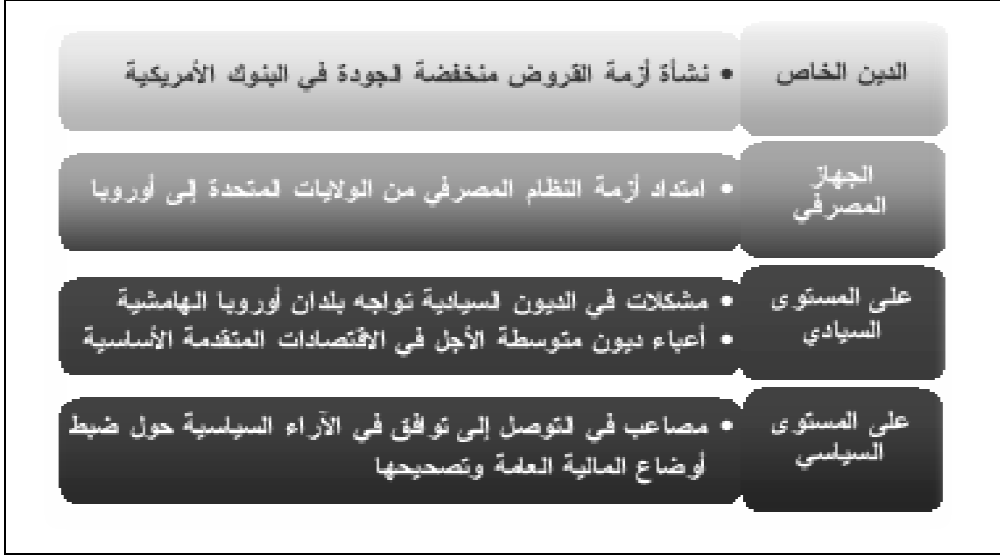
بذلك انتقلت عدوى الأزمة إلى جميع أنحاء العالم ونسبة التراجع لم تكن على وتيرة واحدة. وقد كانت الروابط المالية السبيل الرئيسي لانتقال الصدمة إلى البلدان المتقدمة والصاعدة في حين أن الروابط التجارية اضطلعت بنقل الأزمة خاصة للدول النامية. كما تظهر العدوى النظامية في هذه الأزمة في انتقال الأزمة من قطاع إلى آخر والعدوى المحاكية الناتجة عن انتهاج المستثمرين لسلوك التقليد. كما أن الذي يضيف على هذه الأزمة طابعها العالمي هي الثورة التكنولوجية الجارية في مجال الإعلام والاتصال والنقل التي جعلت الأسواق الدولية للسلع والخدمات والبورصات العالمية مترابطة فيما بينها، فالمعلومة الاقتصادية أصبحت تنتقل بسرعة وأي خلل يصيب جزء من أجزاء النظام سينتقل ليمس الأطراف الأخرى وينشر العدوى فيها.

**3**. من أزمة الرهن العقاري إلى أزمة الديون السيادية: شهد الاقتصاد العالمي أزمة مالية واقتصادية تعد من أشد الأزمات وأعنفها منذ نهاية 2006، بدأت على شكل أزمة دين خاص أو ما يعرف بأزمة الرهن العقاري، والتي كانت نتيجة لتعثر بعض العائلات في

<sup>34</sup> بوغروس عبد الحق، سبتي محمد، مرجع سابق، ص: 5، 6.

تسديد ديونها لينتقل أثرها إلى الجهاز المصرفي من الولايات المتحدة إلى أوروبا، ثم نتج عنها أزمة دين سيادي في منطقة الأورو بداية باليونان، لتظهر بعد ذلك مصاعب في الوصول إلى اتفاق في الآراء السياسية حول الأوضاع المالية العامة وتصحيحها ما بين مؤيد للسياسة التقشفية وآخر للسياسة التوسعية.

الشكل (5): من أزمة رهن عقاري إلى أزمة دين سيادي.



المصدر: تقرير الاستقرار المالي العالمي، ملخص واف، سبتمبر 2011، ص: 4.

**3.1. انفجار الأزمة:** ظهرت ملامح التعافي والانتعاش الاقتصادي بعد أن تم تجاوز أكبر مراحل الأزمة خطورة، ولكن جاءت مرفقة بالعديد من التحديات والمعوقات في ظل تراكم أحجام كبيرة من المديونية. حيث أدى تحرك صناعات السياسات لمواجهة الأزمة من خلال تنفيذ مجموعة من التدابير الجريئة على مستوى السياسة النقدية والسياسة المالية العامة، وقد نجحت الإجراءات المنسقة على صعيد السياسات في إيقاف ثم تحويل اتجاه الدوامة الاقتصادية الهبوطية. وقد تحسنت أوضاع الأسواق المالية، وظهرت بوادر التعافي في النصف الثاني من 2009 مع اكتساب النمو مزيدا من القوة في أوائل 2010. ومع ذلك ظل التعافي متواضعا وغير متكافئ، حيث اتسم النمو في الاقتصادات المتقدمة بالضعف النسبي، بينما كانت الأسواق الصاعدة

والبلدان النامية تشهد ارتدادا إيجابيا قويا بوجه عام. وواصل التعافي الاقتصادي اكتساب مزيد من القوة خلال النصف الأول من عام 2010، ولكن الاستقرار المالي أصيب بنكسة كبيرة مع الاضطرابات التي لحقت بأسواق الديون السيادية في الربع الثاني من عام 2010.<sup>35</sup>

بدأت تطفو على السطح بوادر أزمة أخرى أخطر وأشد، حيث بدأت الأزمة المالية العالمية تأخذ طورا آخر وهو أزمة الديون السيادية للدول.<sup>36</sup>

ففي أبريل 2010 بدأ الحديث عن انتقال تداعيات الأزمة المالية العالمية لتصيب الأوضاع المالية السيادية لبعض الدول في الاتحاد الأوروبي، حيث بدأت تظهر مشكلة تفاقم الديون العامة والعجز في الموازنات العامة في معظم دول الاتحاد الأوروبي، خاصة اليونان التي تفاقمت ديونها العامة، وأصبحت تهدد استقرارها الاقتصادي بل تهدد الاستقرار الاقتصادي الأوروبي وتضع علامات استفهام على مستقبل العملة الأوروبية الموحدة، وتندر بأزمة مالية عالمية كبيرة، وذلك قبل أن يتأكد خروج الاقتصاد العالمي من الأزمة العالمية الناجمة عن الرهن العقاري في الولايات المتحدة. إن ما يحدث في الاقتصاد اليوناني وما يحدث في الاتحاد الأوروبي وفي منطقة الأورو يعد أزمة مالية إقليمية، تمثل مرحلة جديدة من الأزمة المالية العالمية، وهذه الأزمة تحمل في طياتها تداعيات على مجمل الاقتصاد العالمي. وفيما يلي سنتطرق لتحليل الجوانب المختلفة لأزمة الديون السيادية باختصار:<sup>37</sup>

- إن هذه الأزمة رغم اختلافها تعد المرادف الأوروبي لأزمة الرهن العقاري الأمريكية، حيث أدى تحمس الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي إلى استيفاء شروط

<sup>35</sup> صندوق النقد الدولي، "التعافي والمخاطر واستعادة التوازن"، أكتوبر 2010، ص: 1.

<sup>36</sup> محمد إبراهيم السقا، "مأزق الاتحاد الأوروبي"، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، العدد: 6598، 4 نوفمبر 2011، متاح على: [http://www.aleqt.com/2011/11/04/article\\_595737.html](http://www.aleqt.com/2011/11/04/article_595737.html).

<sup>37</sup> حبيب الشمري، "أزمة الأورو .. التداعيات على الاقتصاد العالمي أبرزها: الدولار"، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، العدد: 6095، 19 جوان 2010، متاح على: [http://www.aleqt.com/2010/04/02/article\\_372915.html](http://www.aleqt.com/2010/04/02/article_372915.html)



الانضمام إلى الأورو إلى الإفراط في الاقتراض من أجل رفع معدلات النمو وتحسين الأداء الاقتصادي، وكذلك تعتمد تجميل بعض مؤشرات الأداء الاقتصادي، خاصة ما يتعلق بمؤشر عجز الموازنة العامة، وهو ما جعل بعض هذه الدول تعلن في وقت متأخر حقيقة وضعها المالي، وحقيقة نسبة عجز الموازنة ونسبة الدين العام للنتائج المحلي الإجمالي، وكانت المؤشرات الحقيقية مفاجئة في كثير من هذه البلدان، خاصة في اليونان والبرتغال وإسبانيا وإيطاليا.

- وقع الاقتصاد اليوناني في فخ المديونية العامة صعبة السداد، فقد توسعت اليونان في الاقتراض من أجل الإنفاق العام وتحسين مستويات المعيشة ورفع الرواتب ومعاشات التقاعد وإنعاش الاقتصاد، لكن هذه الديون تفاقمت بشكل مبالغ فيه حتى بلغت نحو 406 مليار دولار (300 مليار أورو) بنهاية عام 2009، وهذه الديون تمثل نحو 127% من الناتج المحلي الإجمالي (الجدول رقم 2)، والخطورة في هذه الديون فضلاً عن أنها تمثل نسبة عالية من الناتج المحلي الإجمالي، فأنها تستحق على آجال قصيرة وليست طويلة، أي يصعب ترحيلها، والخطورة الأكبر أنها مصحوبة بعجز في الموازنة العامة في حدود 14% ونسبة بطالة نحو 10%، وهو ما يجعل حل المشكلة معقداً من الناحية الاقتصادية، حيث إن تسديد هذه الديون أو تقليصها يتطلب سياسات اقتصادية لا تتوافق مع أهداف مواجهة البطالة وزيادة الانتعاش الاقتصادي ورفع معدلات النمو. ومن ثم أصبحت اليونان أمام خيار صعب وهو إعلان إفلاسها والتوقف عن سداد ديونها السيادية للدائنين الذين يتركز معظمهم في دول الجوار الأوروبي خاصة في ألمانيا وفرنسا، وهو ما يعني مرة أخرى هزة عنيفة للجهاز البنكي، لكن هذه المرة في الاتحاد الأوروبي، ومن ثم بدأت دول الاتحاد الأوروبي ومؤسساته وصندوق النقد الدولي بالدخول على الخط لإيجاد حلول للمشكلة قبل أن تتسبب في أزمة عالمية جديدة.

الجدول (2): تطور الدين الحكومي في اليونان.

| السنوات                 | 2000    | 2001    | 2002    | 2003   | 2004   | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    |
|-------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| الدين<br>الحكومي<br>(%) | 103.442 | 103.716 | 101.451 | 97.270 | 98.844 | 100.291 | 106.107 | 105.412 | 110.721 | 127.100 | 142.757 | 165.559 | 189.149 |

Source : International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011

أزمة اليونان بدأت بوادرها باظهار الحكومة اليونانية المتشكلة حديثا أن بيانات الميزانية التي نشرتها الحكومة السابقة لم تظهر العجز بحجمه الحقيقي، فانتشرت المخاوف في الأسواق المالية بشأن قدرة اليونان على تدبير الدين اللازم لتمويل العجز في ميزانيتها مما دفع الأسواق إلى رفع أسعار الفائدة التي يتوجب على اليونان دفعها مقابل الاقتراض وارتفع بالتالي احتمال عدم قدرة اليونان على السداد.

**3.2.** أسباب أزمة الديون السيادية: هناك من يرى أن موافقة اليونان على شروط الإتحاد النقدي الأوروبي بدوره يعد بداية للأزمة، بالإضافة إلى أسباب أخرى والمتمثلة في الآتي:<sup>38</sup>

- اعتراف الحكومة اليونانية الجديدة بأن الحكومة السابقة قد زيفت الحسابات القومية، وان الحكومة الحالية تواجه عجز في ميزانيتها بنسبة 12.7%، وديون تبلغ 113% من الناتج المحلي الإجمالي، ولا يمكنها الخروج من الأزمة بسبب افتقارها للقوة التصديرية، وعدم قدرتها على التحكم في السياسة المالية والنقدية لعضويتها في منطقة الأورو.

- مصدر ديون اليونان معظمها من السندات الدولية التي تمتلكها بنوك واستثمارات أجنبية، إذ يمتلك المستثمرون والبنوك والمؤسسات الدولية 70% من إجمالي الدين العام لليونان الذي تبلغ نسبته من الناتج المحلي الإجمالي نحو 130% في عام 2010.

- تبلغ قيمة ديون اليابان حوالي 9.5 تريليون دولار تتجاوز نسبته ضعف الناتج المحلي الإجمالي لعام 2010 مسجلة رقما قياسيا في الديون وفي نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي. تركت الأزمة آثارا كبيرة في اليونان مقابل عدم وجود هذه الأزمة في اليابان لسبب وحيد يعود إلى أن 95% من ديون اليابان المحلية مولتها مدخرات اليابانيين أنفسهم أصحاب أكبر معدلات ادخار في العالم، لقد تجنبت اليابان أزمة حقيقية باعتمادها على المدخرات المحلية. وعليه فإن خطورة السندات الدولارية تكمن في كونها أداة للتأثير على استقلالية القرار الاقتصادي المحلي وتحديد السياسات المالية. والضرر الرئيسي في شراء المستثمرين الدوليين للسندات الدولارية يأتي من نقلهم رؤوس الأموال من بلد لآخر سعيا وراء أي فرق في الفائدة، وهو ما يترجم بيعاً لسندات الدين مما يسبب بالتالي ارتفاعا في معدلات الفائدة وكلفة تمويل

<sup>38</sup> حنان محمد الحسن عبد الله، "أزمة الديون اليونانية والدروس المستفادة"، مجلة المصرفي، العدد:

57، سبتمبر 2010.

السندات وهو ما واجهه اليونانيون. إذ تنحاز بنية الأسواق المالية لصالح المستثمرين الدوليين والشركات المتعددة الجنسيات وتجبر الدول التي تعتمد على التمويل الدولي لسنداتها إلى الخضوع لشروط صاحب السندات.

وبالتالي فإن أزمة الديون السيادية التي انفجرت في اليونان تتعدد أسبابها فهناك من يرى أن انضمام اليونان إلى الاتحاد الأوروبي وتبنيه العملة الأوروبية الموحدة كان له دور كبير في إشعال هذه الأزمة. في حين يرجعها البعض الآخر إلى انكشاف الاقتصاد اليوناني وبعض الدول الأوروبية الأخرى أمام البنوك الأجنبية وبذلك عدم تحكمها في رؤوس الأموال الداخلة والخارجة. في حين يرى آخرون أن أزمة الرهن العقاري زادت من تعقيد الوضع في الدول الأوروبية بصفة عامة واليونان بصفة خاصة، وعليه لاتعد أزمة الرهن كعدوى لهذه الأزمة إنما انعكست نتائجها السلبية على الدول الأوروبية من ضمنها اليونان.

**3.4. التعافي من الأزمة:** قصد الخروج من أزمة الديون السيادية اتخذت العديد من الاجراءات والتدابير، ورغم ذلك بلغت معدلات العجز والمديونية مستويات مرتفعة في كثير من الاقتصاديات المتقدمة، اتسمت وتيرة التقشف المالي لعام 2012 بسرعتها المفرطة بالنظر إلى ضعف البيئة الاقتصادية. فضلا على ذلك تعتمد كثير من البلدان بالفعل سياسات مالية أكثر تشددا بالنظر إلى مرحلة الدورة الاقتصادية. وحسب مديرة صندوق النقد الدولي "كريستين لاغارد" هناك أربعة مجالات رئيسية تتعلق بالسياسات يمكن أن ترسخ التعافي العالمي إذا ما اتخذت إجراءات بشأنها وهي:

- الإصلاح الكامل للقطاع المالي: خاصة وأن النظام المالي أضحى يعاني من الهشاشة ولم يعد آمنا.
- التعامل مع تركة الديون المرتفعة: لا بد من توفير استراتيجيات موثوقة متوسطة الأجل لخفض مستوى الدين الذي لم يعد موجودا في وقتنا الحالي في العديد من الدول المتقدمة إلاّ حال انفجار الأزمات.

- دعم النمو المنشئ لفرص العمل: بلغت معدلات البطالة في الاقتصاديات المتقدمة على وجه الخصوص مستويات مخيفة وغير مقبولة، إذن ينبغي التركيز على تهيئة الظروف لتحقيق نمو أكثر شمولا، والأهم من ذلك أكثر القدرة على توفير فرص للعمل.

- التصدي للمشكلة الأساسية المتمثلة في الاختلالات العالمية: هذه المشكلة لن تزول وينبغي معالجتها لأنه من المرجح أن تتسع فجوة هذه الاختلالات مرة أخرى عندما ينتعش النمو.

خاتمة:

اقترب مصطلح الأزمات المالية خاصة في ظل العولمة والتحرير المالي بمصطلح جديد ألا وهو عدوى الأزمات الذي يعني انتقال أزمة أو صدمة أولية من قطاع إلى آخر أو من دولة إلى أخرى. حيث نميز بين نوعين من العدوى، عدوى محاكية ناتجة عن التقليد من المستثمرين، وعدوى نظامية تتمثل في انتقال اضطراب من قطاع مالي إلى آخر. وتتعدد أيضا نماذج العدوى المالية ومختلف آليات انتقالها فهناك تلك المرتبطة بسلوك المستثمرين، وأخرى تتعلق بالنظام أو ما يطلق عليه العدوى النظامية. هذا وتوصلنا إلى أن هناك تيارين لتفسير العدوى المالية، التيار الأول يبين أن انتشار الأزمات غير مرتبط بوقت حدوثها، والتيار الثاني يركز على القنوات الجديدة التي تظهر بمجرد انفجار الأزمة أي انتشار الأزمات مرتبط بوقت حدوثها، هذا الاختلاف الذي برز بين النظريات المفسرة للعدوى المالية أدى إلى ظهور تفسير آخر لهذه الظاهرة بالاعتماد على تأثير سلوك المستثمرين.

وتعد أزمة الرهن العقاري من أشد الأزمات التي شهدتها الساحة الدولية وهي ذات طبيعة خاصة بحجمها وسرعة انتشارها، حيث بدأت بأسواق الولايات المتحدة الأمريكية، لتمتد عدوها إلى الأسواق المالية في أوروبا ثم إلى العديد من البلدان الأخرى، كما أن هذه الأزمة لم تقتصر على النظام المالي، بل تعدتها إلى الاقتصاد الحقيقي. انتقلت الأزمة من قلب الاقتصاد الرأسمالي الولايات المتحدة الأمريكية إلى

العالم ككل وانتشارها لم يسلك القنوات التقليدية لنقل العدوى (التجارية والمالية) فحسب، بل ظهرت قنوات جديدة سمحت بانتقال العدوى أفرزتها منتجات الهندسة المالية (التوريق والمشتقات المالية).

ونظرا لفشل نموذج الدومينو في تفسير ظاهرة العدوى في هذه الأزمة، ظهر تفسير جديد لها، حيث ساهم الانتقال من النموذج التقليدي للإقراض أي نموذج الإنشاء للاحتفاظ إلى نموذج إنشاء القروض لتوزيعها أي التخلص من القروض من خلال توريقها واشتقاقها بدل الاحتفاظ بها في بنود الميزانية للبنوك المنشئة، وكذا تضاعف عدد المتدخلين، إضافة لتعدد الابتكارات المالية إلى إنشاء قنوات جديدة لتحويل ونقل المخاطر، كما أن شركات التأمين ووكالات التصنيف الائتماني لعبت دور كبير في نقل العدوى أيضا.

ومع بداية ظهور بواذر التعافي من هذه الأزمة أخذت أزمة أخرى تطفو ألا وهي أزمة الديون السيادية، تفاعلت عدة أسباب لبروزها لكنها لا تعد كعدوى لما حدث بالولايات المتحدة الأمريكية وإنما أثر ما حدث هناك وزاد من حدة الصدمة التي تشهدها الدول الأوروبية على رأسها اليونان.

#### قائمة المراجع:

##### أ) باللغة العربية:

- أحمد مهدي بلوافي، "قراءة في أسباب الأزمات المالية: الرهن العقاري في أمريكا نموذجا"، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي: جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية.
- بوعتروس عبد الحق، سبتي محمد، "السياسة النقدية والأزمة المالية الراهنة" الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 21/20 أكتوبر 2009.
- عمرو محي الدين، "أزمة النمر الأسويوية: الجذور والآليات و الدروس المستفادة"، دار الشروق، مصر، 2000.
- شابرا محمد عمر، ترجمة: رفيق يونس المصري، "الأزمة المالية العالمية: هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها؟"، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي،

- مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية)، 2009.
- الأزمة والتعافي"، صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2009.
- روبرتو جويمارايس وألسياندر زانيللو، "التأثير العميق"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد: 46، العدد: 1، مارس 2009.
- جين بيزانتي-فيرى وإنديرا سانتوس، "العالم في أزمة: إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد: 46، العدد: 1، مارس 2009.
- حبيب الشمري، "أزمة الأورو .. التداعيات على الاقتصاد العالمي أبرزها: الدولار"، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، العدد: 6095، 19 جوان 2010، متاح على: [http://www.aleqt.com/2010/04/02/article\\_372915.html](http://www.aleqt.com/2010/04/02/article_372915.html)
- رقايقية فاطمة الزهراء، "الحكومة العالمية مدخلا لإدارة الأزمة المالية الراهنة"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، يومي 21/20 أكتوبر 2009.
- محمد إبراهيم السقا، "مأزق الاتحاد الأوروبي"، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، العدد: 6598، 4 نوفمبر 2011، متاح على: [http://www.aleqt.com/2011/11/04/article\\_595737.html](http://www.aleqt.com/2011/11/04/article_595737.html).
- صندوق النقد الدولي، "التعافي والمخاطر واستعادة التوازن"، أكتوبر 2010، ص: 1.
- يوسف مسعداوي، "الأزمات المالية العالمية: الأسباب والتأثيرات المستخلصة منها"، مجلة المستقبل العربي، العدد: 365، جوان 2009.

(ب) باللغة الأجنبية:

- Adrian Tobiais et Song Shin Hyan, "liquidité et contagion financière", revue de la stabilité financière, n° :11, février 2008.
- André Orléan, "Contagion spéculative et globalisation financière: Quelques enseignements tirés de la crise mexicaine", in: Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale", economica, paris.
- Alejandro López-Mejía, "Flux massifs de capitaux: Leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer", in: revue fiance et développement, Septembre 1999.
- Rouis Myriam, Trabelsi Jamel, "la dynamique du phénomène de contagion dans les pays d'Asie", Journées de recherche Sur les crises financières internationales, Université d'Orléans, France, Mars 2004.

- Le Page Jean-Marie, "**Crises financières internationales et risque systémique**", de Boeck, Paris, 2003.
- Henri Bourguinat, "**Finance internationale : Après l'euro et les crises**", 4<sup>eme</sup> édition, Puf, Paris, 1992.
- D.Lacoue-Labartue, "**Crises financières et leur propagation internationale**" ,in "**finance internationale : l'état actuel de la théorie**" , Economica, Paris ,1992.
- Iuliana Matei, "**Contagion et causalité : une investigation empirique**", colloque la crise :trois ans après quels enseignement ?, Université Blaise Pascal IUFM Auvergne, Mardi 9 février 2010.
- Zouari Zeineb et Hammami Samir, "crises financières et contagion: cas de subprime",Maîtrise en Actuariat et Finance ,Institut des hautes études commerciales (IHEC) de *Sousse*,2007.
- Laure Klein , "**La crise des subprime : Origine de l'excès de risque et mécanismes de propagation**", revue de banque, paris, 2008.
- M. François-Charles LOUDOT, "**La crise des subprimes : Vers une réforme de la régulation financière**" , HEC, Paris, mémoire, 2009.
- Sébastien Huyghe, "**Les défaillances de la régulation bancaire et financière**", Rapport d'information, Assemblée nationale, n° : 2208, 22 décembre 2009.
- Michel Aglietta et Sandra Rigot , "**La réglementation des hedge funds face à la crise Financière**", Une contribution au débat, Document de recherche, Université de Paris X.
- Trung Bui et Tamim Bayoumi, "**Quand la coupe déborde**", revue Finances et Développement, volume : 47, n° :1, Mars 2010.