

عدوى الأزمات المالية

دراسة حالة أزمة الديون السيادية الأوروبية

د. يرفي حسين*

أ. غزالي عماد**

Abstract

The European economy is one of the most dangerous stages phase in its history, and the emergence of the sovereign debt crisis, and growing fears of a worsening and its impact on slowing the growth of the European economy and global. The aim of this study was to clarify the reasons for the emergence of sovereign debt in the euro zone, and indicators, and the scale of their impacts to other countries in the region due to financial contagion, and their impact on the global economy.

ملخص: يمر الاقتصاد الأوروبي بمرحلة من أخطر المراحل في تاريخه، وذلك ب بروز أزمة الديون السيادية فيه، وتزايد المخاوف من تفاقمها وتداعياتها على تباطؤ نمو الاقتصاد الأوروبي والعالمي. وتهدف هذه الدراسة إلى توضيح أسباب نشأة الديون السيادية في منطقة اليورو، ومؤثراتها، وامتداد آثارها إلى دول أخرى في المنطقة بفعل العدوى المالية، وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي.

* أستاذ محاضر "أ"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير - جامعة المدية - الجزائر.

** أستاذ مساعد "أ"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير - جامعة المدية - الجزائر.

مقدمة:

لقد كان للأزمة المالية العالمية لعام 2008م، تداعيات خطيرة على الاقتصاد العالمي، فعملت الحكومات على اتخاذ العديد من التدابير لاحتوائها، وتعزيز ميزانيات البنوك والمؤسسات المالية المتأثرة بها لتفادي إفلاسها، وضخ السيولة في الأسواق المالية المحلية من خلال زيادة الإنفاق الحكومي، واللجوء إلى الديون، وذلك كله للحد من انتقال الآثار السلبية للأزمة إلى الدول والقطاعات الأخرى في الاقتصاد. لكن ما نتج عن ذلك هو تحمل الحكومات نفسها أعباءً مالية فاقت قدرات بعض الدول على احتمالها، خصوصاً في ظل هشاشة الوضع المالي لهذه الدول وقت حلول الأزمة. من هنا بدأت مظاهر الأزمة تتحول من أزمة في القطاعات المالية في الدول إلى أزمة ديون سيادية، وهذا ما حدث في دول الاتحاد الأوروبي. وفي هذا السياق، يمكن طرح الإشكالية التالية:

كيف نشأت أزمة الديون السيادية الأوروبية؟ وما دور العدوى المالية في انتقالها؟ وفيما تتمثل آثارها الاقتصادية على الاقتصاد الأوروبي والعالمي؟

أولاً: الإطار النظري للآزمات المالية:

1- مفهوم الآزمات المالية:

لا يوجد مفهوم محدد للآزمات المالية، ويتفق في كونها اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية، يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية، وتمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى¹. وقد تأخذ الآزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية لتنتقل بعد ذلك إلى الاقتصاد ككل.

وتتعدد وجهات النظر بشأن مضمون الآزمة المالية، إذ يعتبرها ميشكين (Mishkin) مجموعة الإختلالات الرئيسية التي تحصل في السوق المالية، والتي تتصف بحدة الانخفاض في أسعار موجوداتها، وما يترتب عن ذلك من فشل العديد من المنشآت المالية وغير المالية². أما راجان (Rajan) فيرى أنها تنطوي على حدوث خلل كبير وغير متوقع الحدوث في غالب الأحيان يعتري الوضع الطبيعي أو الاعتيادي للمنظومة المالية، ويؤدي إلى إحداث أخطار، وينذر بتهديدات جسيمة ومباشرة للدولة والمؤسسات والأفراد وأصحاب المصالح، ويستدعي علاج هذا الخلل تضافر جهود جميع الأطراف المذكورة بصور عاجلة³.

¹ عبد الحميد عبد المطلب: الديون المصرفية المتعثرة والآزمة المالية المصرفية العالمية (آزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص320.

² Mishkin Frederic and Eakins Stanley, Financial Market and Institutions, Addison Wesley Longman Inc, 3rd. ed, U.S.A, 2000, P.4.9.

³ Rajan Ramkishan, Financial Crises, Capital outflows, and policy Responses: Examples From East Asia, journal of Economics Education, 2007, P.92-109.

2-أنواع الأزمات المالية :

أ-أزمة العملة:

وتحدث أزمة العملة عندما تتعرض قيمة العملة بدلالة عملة أو عملات مرجعية إلى التدهور خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة. ويكون هذا التدهور أكثر من المجالات المحددة في الغالب ما فوق 25%. ويتم اعتماد مؤشر ضغوط المضاربة على العملة كمعيار لذلك، حيث يتم تشكيل هذا المؤشر من مزج تغير سعر صرف العملة بتغير مستويات الاحتياطيات الرسمية ومعدلات الفائدة باعتبار أنهما يؤشران عن كثافة دفاع السلطات النقدية عن سعر صرف العملة. وتحدث أزمة العملة عندما يتغير هذا المؤشر بالنسبة إلى قيمته المتوسطة بأكثر من مرة ونصف الانحراف المعياري¹.

وتعتبر المضاربة أحد أهم الأسباب المؤدية لحدوث أزمات العملة، وتعني المضاربة استغلال حركات غير متوقعة في السوق تجذب المضاربين بمتابعة حركة تقلبات الأسعار في السوق لأنها كلما زادت زاد حجم هامش ربح المضارب. ويستطيع المضاربون التأثير على حركة الاقتصاد بتخفيض سعر الصرف عند وجود عجز مزمن في ميزان المدفوعات، ويحدث ذلك إذا بلغت حجم استثماراتهم حدودا كبيرة.

¹ عبد المجيد قدي: الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 36، السنة السادسة عشر، ربيع 2009م، ص9.

ب-الأزمة المصرفية :

وعادة ما تنشأ الأزمة المصرفية عندما يكون حجم الأصول غير الكفوءة الموجودة لدى البنك كبيراً، أو عندما تتفق المعلومات الصادرة من مختلف الجهات (إعلام، دراسات) على أن هناك مؤشرات ذعر مالي (تجميد ودائع، غلق وإفلاس بنوك، ضمان ودائع، وجود مخططات إنقاذ حكومية للبنوك...) ¹.

ويعتبر هيل (Hill) الأزمة المصرفية بأنها فقدان ثقة المودعين بالمصارف، وقيام الشركات والمتعاملين مع المصارف بسحب إيداعاتهم. ويشير براون (Brown) إلى تلازم أزمة المصارف مع أزمة السيولة بمعنى أن أزمة المصارف هي أزمة سيولة، والتي تنشأ نتيجة اضطرابات في النظام المصرفي، ويؤكد في تحليله على أن أسباب الأزمة التي تصيب مجمل اقتصاد دولة ما هي في الأصل أزمات مصرفية، حيث أن الانسحاب المفاجئ للأموال أو السيولة من دولة ما سيؤدي بها إلى أزمة مالية شاملة. ويتفق جون (Jhon) مع براون بأن الأزمة المصرفية هي ذاتها أزمة السيولة، ويعرفها بأنها الأزمة التي تفقد فيها المصارف الاحتياطي من موجوداتها نتيجة تصفية حساب المصرف بسبب العجز في قيمة موجوداته، وتنعكس هذه الخسائر على مجمل الاقتصاد الكلي، ويطلق عليها حينئذ الأزمة المالية المكلفة ².

¹ المرجع سابق، الصفحة نفسها.

² محمد علي إبراهيم العامري، محمد علي إبراهيم العامري، حنان غانم فخور البدوي: الأزمة المالية: الأشكال- المؤشرات- النماذج والعدوى المالية، دراسة نظرية - تحليلية للأزمة الآسيوية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 15، الإصدار 59، جامعة بغداد، العراق، 2009، ص18.

ت-أزمة أسواق المال:

تنشأ أزمات أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعات"، وتحدث الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة ارتفاعاً غير مبرر، وينتج ذلك عادة عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج من ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، وفي ظل هذا الوضع تتجه أسعار الأصول إلى الانهيار خاصة إذا كان هناك اتجاه قوي لبيعها، فيبدأ سعره في الانخفاض، ويبدأ معها ظهور حالات الذعر، فتتهار الأسعار، وينتقل هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى، سواء في القطاع ذاته أو في القطاعات الأخرى. وتحدث أزمة أسواق المال عندما ينخفض مؤشر السوق المالية بأكثر من 20%، ومثال ذلك أزمتي 1929 و1987م¹.

ث-أزمة المديونية:

وتوصف أزمة المديونية بأنها الأزمة التي تواجه دولة ما في حالة عدم قدرتها على الوفاء بفوائد ديونها الخارجية. وتحدث هذه الأزمة لأسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي كارتفاع مستوى التضخم وعجز الحساب الجاري والتوسع المفرط في الاقتراض. وعادة ما يطلق على القرض الخارجي بالقرض السيادي، وهو القرض المقدم للقطاع الرسمي (الحكومي) لدولة ما، أو قرض قطاع خاص مضمون من قبل الدولة المقترضة. وتعتبر أزمة المكسيك عام 1982م من أبرز أزمات المديونية الخارجية، حيث أعلنت المكسيك عن

¹ عبد المجيد قدي: مرجع سابق، ص 9.

عجزها عن تسديد ديونها البالغة 80 بليون دولار إلى المصارف الدولية بسبب عدم قدرتها على التسديد، وتعرضت بذلك إلى أزمة مديونية دولية¹.

2-أسباب الأزمات المالية:

ترجع أهم الأسباب المحدثة للأزمات المالية في العادة إلى ما يلي²:

-تدفق رؤوس أموال كبيرة إلى داخل البلد، يصاحبه قيام البنوك المحلية بتوسع مفرط وسريع في عمليات الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، مما ينتج عنه زيادة حجم الديون المشكوك في تحصيلها لدى هذه البنوك. وفي هذه الحالة يحدث تراجع اسمي في قيمة العملة المحلية مقابل العملات الارتكازية. وهذا ما ينجم عنه موجة من التدفقات الرأسمالية نحو الخارج.

-ضعف الرقابة والإشراف الحكوميتين، وما يترتب عليه من شكوك حول التزامات الحكومة وقدرتها على القيام بالإصلاحات اللازمة لمواجهة الأزمة.

-وجود خلل في تطبيق السياسات النقدية والمالية الكلية المناسبة، وترابط ذلك مع غياب الشفافية والإفصاح، وتفاقم الفساد، والتلاعب بالبيانات والقوائم المالية في المؤسسات التي تكون المصدر الأساسي للاضطراب.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص19.

² عرفان الحسني: الاقتصاد السياسي لأزمة أسواق المال الدولية، مجلة المال والصناعة، العدد25، بنك الكويت الصناعي، 2007، ص12.

ثانيا: العدوى المالية:

1- مفهوم العدوى المالية:

يعتبر مصطلح العدوى المالية حديثا نسبيا، حيث تم تداوله بين الاقتصاديين على نطاق واسع خلال النصف الثاني من عقد التسعينيات من القرن الماضي¹. وما صاحب ذلك من انتشار الأزمات المالية في الأسواق الناشئة للعديد من الدول التي كانت تبدو اقتصادياتها في وضع جيد، وهو حال دول جنوب شرق آسيا.

وقد اهتم العديد من الاقتصاديين بالانهيار أو الاضطراب الذي يحدث في الأسواق العاملة في الدول المختلفة، والنتائج بفعل صدمة أو أزمة حدثت في أحد الأسواق الأخرى، ويطلق على هذه الظاهرة مصطلح العدوى المالية. ويقصد بها صدمة تحدث في سوق مالية لدولة ما تؤدي إلى تغيير أسعار الأصول في سوق مالية لدولة أخرى، أو هي فقدان الثقة في الأصول المالية المحلية نتيجة انهيار مالي خارجي².

وبذلك يشير مصطلح العدوى المالية إلى ظاهرة تقع عندما يتأثر اقتصاد بلد ما تأثيرا سلبيا ناتجا عن تغيرات في أسعار الأصول في أسواق مالية في بلد آخر³. ولا يقصد بالعدوى المالية هنا تلك الصدمات العادية الحقيقية، والتي تحدث

¹ Sebastian Edwards, Contagion, Lecture delivered at University of Nottingham, Oct. 28th, 1999, published at National Bureau of National Research (NBER), 2000.

² Julia Lowell, C.Richard Neu, and Daochi: Financial Crises and Contagion in Emerging Market Countries, Neu, Daochi Tong, RAND/MR-962, 1998, P.62.

³ رمضان صديق، دور السياسة المالية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية مع الإشارة لمصر، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، 1-2 أبريل 2009، ص5.

في النظام المالي بصفة دورية، بل يراد بها تزايد وانتشار الصدمة بشكل مفاجئ وغير مسيطر عليه داخل وخارج الدولة التي تحدث فيها الأزمة المالية¹.

ووفقا للمعنى الواسع الذي قدمه P.Cailleteau و E.Vidon، فإن مصطلح العدوى المالية يعني "أزمة أو هجمة مضاربات في سوق ما، وهو ما يزيد بشكل مهم من احتمال نشوء ضغوطات في أسواق أخرى، كما يمكن أن يؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة"².

وعادة تنتقل الصدمات الاقتصادية من دولة إلى أخرى بسبب الارتباط بين اقتصاديات الدول المختلفة، لكن المفاجئ أن تنتقل الصدمات من دولة إلى أخرى ليس بينهما روابط اقتصادية، وتفصل بينهما حدود جغرافية بعيدة، مما يجعل انتقال العدوى أمرا غير متوقع³. ومثال ذلك الأزمة الروسية التي وقعت في أوت عام 1998م، وامتدت آثارها إلى المكسيك وعدد من دول أمريكا اللاتينية.

¹ Eduardo Fernandez, Arias, Ricardo Hausman and Reberto Rigoben , Financial Contagion in Emerging Market, American Development Bank, P.1.

² Pierre Cailleteau et Edouard Vidon, La Dynamiques crises financiers international : Quelques Enseignements, Bulletin de la Banque de la France, no.64, 1999, P.13 .

³ Sebastian Edwards, Op.cit.

2_ قياس انتقال عدوى الأزمات المالية وقنواتها:

قدم Yang أربعة طرق لقياس انتقال عدوى الأزمات المالية تتمثل في¹:

أ- قياس درجة الارتباط: بين أسعار أسهم أسواق مجموعة دول، حيث تعكس درجة الارتباط العالية فيما بينها وجود عدوى مالية، وتفسر تلك الدرجة العالية ظاهرة انتقال الأزمات بين الأسواق المالية.

ب- الاحتمالات المشروطة لأزمات العملة: تشير هذه الطريقة إلى قياس انتقال عدوى أزمة العملة عندما تكون هناك روابط مشتركة بين أسعار عملات الدول التي تحدث فيها عدوى مالية (مثل ارتباط العملات المالية لجميع دول جنوب شرق آسيا بالدولار الأمريكي).

ت- الانتقال السريع في المؤشرات المالية: وتعني قياس التغير في مؤشر مالي معين في سوق مالية ما، ومقارنة ذلك مع التغير في نفس المؤشر لدولة أخرى.

ث- التغيرات المشتركة في حركة وتدفق رؤوس الأموال ومعدلات الفوائد ومن جهة أخرى قام ماسون Masson بالتفريق بين ثلاث آليات أو قنوات رئيسية لانتقال العدوى المالية، وتتمثل فيما يلي:

أ- القناة الأولى: تركز على تزامن آثار الصدمات العالمية في عدد من الدول، ومعنى ذلك تزامن حركة الأسواق المالية بعوامل أو صدمات مشتركة، إذ أن الاقتصاديات الناشئة تمثل امتدادا لأسواق الاقتصاديات المتقدمة². ومن أمثلة ذلك أزمة ديون الدول النامية في أوائل سنوات الثمانينيات التي انطلقت بإعلان

¹ Yang, Tracy, Yang, Tracy, "Crises Contagion and East Asia Stock Market", Economics and Financial, No.1, 2002, P.4.

² Pierre Cailleteau et Edouard Vidon, Op.cit P.15.

المكسيك عن عجزها الوفاء بديونها في شهر أوت من عام 1982، ويعزى ذلك إلى الصعود المتتالي في أسعار الفائدة الأمريكية قبل تلك الفترة. كما قد يكون امتداد العدوى لصدمة حقيقية، فالانخفاض الكبير في أسعار الطاقة المدعوم بأزمة جنوب شرق آسيا ولد صدمة مشتركة للكثير من الاقتصاديات الناشئة المنتجة للنفط أو الغاز. ويعرف ماسون هذا النوع من الصدمات بـ "الآثار الموسمية".

ب- القناة الثانية: وتركز على التأثير الناتج عن صدمة ما في بلد معين على سلوك المتغيرات الاقتصادية الأساسية لبلد أو مجموعة البلدان المرتبطة بعلاقات مع البلد الأول. وقد تكون الصدمة تجارية، كانهخفاض في قيمة العملة في بلد ما يؤدي إلى انخفاض تنافسية الأسعار للشركاء التجاريين أو المنافسين لها عن طريق الصادرات، وهو ما ينتج عنه تدهور في الحساب الجاري لميزان مدفوعات هذه البلدان، ويعجل من أزمة جديدة¹. كما قد تكون الصدمة ناتجة عن علاقات مالية، من خلال ارتباط أو اشتراك البلدان في محافظ الأوراق المالية، أو من خلال قناة الدائنية المشتركة². ومن أمثلة ذلك أزمة الصرف الأوروبية (1992-1993)، التي تفسر في جزء منها بواسطة خاصية تكامل البلدان الأوروبية، وتعرف بـ "آثار التجاوز"، ويتعلق هذا النوع من العدوى بالارتباطات العادية بين البلدان³.

¹ نادية العقون: أزمة الرهن العقاري: عدواها وآليات انتقالها، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 53_54، شتاء ربيع 2011، ص 94.

² Sophie Brana et Delphine Lahet, La Propagation des crise financiers dans les pays émergents: La Contagion est-elle discriminante ?, Revue Economie internationale, vol.103, no.3, 2005, P.76-77.

³ Pierre Caillateau et Edouard Vidon, Op.cit, P.13.

ت- القناة الثالثة: وتركز على أن انتقال الأزمة من بلد لآخر يعود إلى ذلك الجزء من الحركة المتزامنة للمتغيرات المالية التي لا يمكن تفسيرها بالحركة المتزامنة للمتغيرات الاقتصادية الكلية. ويعرف ماسون هذه القناة بـ " العدوى الصافية"، والتي تنشأ عند قيام بعض المستثمرين (محليين أو أجانب)، والذين لا يحوزون على معلومات مالية واقتصادية كافية في بلد ما بتقليد السلوك الاستثماري لمستثمرين آخرين يحوزون معلومات أفضل منهم، أو تحسبا من مخاطر مالية في دولة ما تمتاز بطابع عدم الاستقرار المالي، والذي ينتج عنه أزمة مالية بالفعل¹. ويبين Sandarajan بأن العدوى المالية هي إحدى الخصائص المرافقة للنظام المالي فيما يتعلق بأي حدث في السوق، والذي يؤدي بالمستثمرين إلى إعادة توقعاتهم حول السوق، وخاصة فيما يتعلق بقرارات التمويل الدولي². وتعتمد هذه القناة على مفهوم التوازن المتعدد، وسيولة أسواق رأس المال، والتغير في سلوكيات المستثمرين ونفسياتهم وسلوك القطيع. وتشترك هذه العوامل في قيامها على تغير هيكلي وجذري في توقعات المستثمرين.

كما تتم العدوى المالية في الأسواق المالية الحالية من خلال قناة الأسعار، أي تغير أسعار الأصول المالية، وهذه العدوى تعرف كذلك بنظرية "الدومينو"³ أو "كرة الثلج"، بحيث تنتقل من متعامل إلى آخر أو من مؤسسة مالية إلى أخرى، إلى أن تصبح الأزمة أزمة نظامية تمس النظام المالي بكامله، وقد يصبح للأزمة

¹Pugel, Thomas. A. And Lindert, Peter. H, International and Economics, 11th ed , McGraw-Hill, Inc U.S.A 2000, P.613.

² Sundarajan, V., Ariyoshi, Akira and Otker-Robe, International and Capital Mobility and Domestic Financial System Stability: A Survey of Issues, papers presented at the eight seminar of central Banking, Washington, D.C., Editor Omotund, June 5-8, 2002, P.445

³ Effect domino.

طابع عالمي عندما تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل انفتاح الأسواق وعولمتها¹.

ثالثا: عدوى أزمة الديون السيادية الأوروبية وانتقال آثارها:

1- مفهوم الديون السيادية:

تتعدد ديون الدول من حيث النوع، فقد يكون دين الدولة مملوكا للجمهور في الدولة، من خلال قيام هذه الأخيرة بإصدار سندات تباع إلى جهات محلية كالمؤسسات المالية المحلية، والمستثمرين من القطاع الخاص أو العام، أو إلى جهات حكومية كهيئات التأمين والتقاعد، وهو ما يعد دينا محليا. وقد يكون الدين العام للدولة مملوكا من قبل المستثمرين الأجانب عن طريق إصدار سندات تباع لهم، وهو ما يطلق عليه الدين السيادي للدولة. هذا النوع الأخير من الديون هو الأكثر خطورة على الاقتصاد الوطني، ذلك أن مشكلة الدين الخارجي تتمثل في تدفق مدفوعات خدمة هذا الدين إلى خارج الدولة، وتعد بالتالي تسربا من التدفق الدائري للدخل في الدولة، وتختلف نسبة الدين المحلي إلى إجمالي الدين العام بصورة واضحة بين دولة وأخرى. وعلى سبيل

¹ حمادو بن نعمون: طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص 9.

المثال فإن أكثر من 80% من الدين السيادي اليوناني مملوك بواسطة الأجانب، بينما لا تزيد الملكية الأجنبية في الدين الإيطالي عن 20%¹.

ويعتبر تحديد نوع العملة المصدر بها السندات السيادية للدولة أمراً مهماً، ذلك أن السندات المصدرة بعملة الدولة تنخفض درجة المخاطر المحيطة بها بدرجة كبيرة، حيث يمكن للدولة في حالة مواجهة أزمة في خدمة تلك الديون أن تصدر المزيد من عملتها المحلية، وتتجنب مخاطر إعلان التعثر، بعكس الحال بالنسبة للسندات المصدرة بعملات أجنبية، حيث أن توقف الدولة عن خدمة هذه الديون سيعني إعلان إفلاس الدولة بصورة رسمية. ولهذا السبب تتمتع الولايات المتحدة بميزة مهمة مقارنة بباقي دول العالم، حيث إن دينها العام بجميع أشكاله وباختلاف مالكيه مصدر بالكامل بالدولار الأمريكي².

2- أسباب نشأة أزمات الديون السيادية:

تنشأ أزمة الديون السيادية في حالة عجز الحكومة عن الوفاء بمديونيتها تجاه الديون السيادية، كما هو الحال في أزمة الديون السيادية الأوروبية. وغالباً ما تعود نشأة مشكلة الديون السيادية نتيجة للعوامل التالية³:

¹ محمد إبراهيم السقا: الديون السيادية.. «قنبلة موقوتة» تهدد الاقتصاد العالمي، متاح على الموقع http://www.aleqt.com/2012/01/01/article_612187.html تاريخ الاطلاع 2012/7/21.

² محمد إبراهيم السقا: الديون السيادية.. «قنبلة موقوتة» تهدد الاقتصاد العالمي، متاح على الموقع http://www.aleqt.com/2012/01/01/article_612187.html تاريخ الاطلاع 2012/7/21.

³ المرجع السابق.

- سعي الدول إلى إنقاذ المؤسسات المالية الوطنية المتأثرة بالأزمة المالية العالمية، الأمر الذي يؤدي إلى تحويل الديون الخاصة لدى المؤسسات المالية إلى دين عام على الدول.

- برامج التحفيز والتوسع المالي التي طبقتها دول العالم المختلفة للحد من انتشار الكساد، ومحاولة الخروج منه على نحو سريع.

- تراجع الإيرادات العامة للدول بسبب انخفاض مستويات الدخل، وضعف مستويات النشاط الاقتصادي بفعل تباطؤ معدل النمو الاقتصادي فيها.

- انخفاض معدلات الفائدة في ظل مناخ الأزمة المالية العالمية، وهو ما أغرى الدول المدينة على الإفراط في اقتراض ما تحتاج إليه بمعدلات فائدة متدنية، خاصة في المراحل الأولى للأزمة.

3- حقيقة أزمة الديون السيادية الأوروبية:

بدأت ملامح أزمة الديون السيادية الأوروبية في البروز نهاية عام 2009م، حينما تراكم الدين الحكومي في اليونان، وتبين أن المخاطر المصاحبة للدين السيادي اليوناني هي أسوأ بكثير مما كان يعتقد، وسرعان ما انتقلت هذه الأزمة إلى عدة دول أوروبية أخرى مثل أيرلندا، البرتغال، إيطاليا وإسبانيا، ومدى قدرتها على سداد ديونها. الأمر الذي أدى إلى زيادة تكلفة الاقتراض.

وقد أدى تحمس بعض الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي لاستيفاء شروط الانضمام إلى اليورو إلى الإفراط في الاقتراض من أجل رفع معدلات النمو وتحسين الأداء الاقتصادي، وتعتمد تلميع بعض مؤشرات، خاصة ما يتعلق بمؤشر عجز الموازنة العامة، وهو ما جعل بعض هذه الدول تعلن في وقت لاحق حقيقة وضعها المالي، وحقيقة نسبة عجز الموازنة ونسبة الدين العام

للناتج المحلي الإجمالي، وكانت المؤشرات الحقيقية مفاجئة في كثير من هذه البلدان، خاصة في اليونان، البرتغال وإسبانيا¹.

وبذلك أصبحت معظم هذه الدول مثقلة بالديون السيادية صعبة السداد، مما يؤدي بها إلى إعلان إفلاسها عن سداد هذه الديون، وما قد يترتب عن ذلك من التسبب في أزمة للقطاع المصرفي الأوروبي، أو اللجوء إلى طلب المساعدة من الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي من خلال برامج الإنقاذ.

أ- أزمة الديون السيادية اليونانية:

تعتبر اليونان نقطة بداية أزمة الديون في منطقة اليورو، حيث عرف الطلب المحلي نموا سريعا خلال الفترة (2002-2008) قدر بـ 4.2% مقارنة بـ 1.8% نمو في منطقة اليورو، ويرجع السبب في هذا النمو السريع إلى لجوء اليونان إلى الاقتراض من الخارج لتمويل مشروعاتها التنموية، دون أن تتخذ التدابير اللازمة لضمان كفاية هيكل تدفقاتها النقدية للوفاء بتلك القروض². الأمر الذي انعكس سلبا على كل من عجز الميزانية العامة، عجز الحساب الجاري وحجم الدين العام، حيث ارتفع عجز الميزانية العامة من حوالي 7.7% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2008م، إلى 13.6% في أبريل عام 2010م. كما تزايد عجز الحساب الجاري من 5.8% في عام 2004 إلى

¹ تقرير لمجلس الغرف السعودية: أزمة اليورو. 6 تداعيات على الاقتصاد العالمي أبرزها «الدولة» متاح على الموقع

http://www.aleqt.com/2010/06/19/article_408387.html?related

² الغرفة التجارية الصناعية: التقرير الاقتصادي، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوربية، مركز البحوث والدراسات، العدد 19، الرياض، السعودية، يناير 2011م، ص 13.

14.4% في عام 2008م. كما وصل حجم الدين العام في عام 2008م إلى 112% من الناتج المحلي الإجمالي، وقدر في عام 2011م بـ 18 مليار دولار أمريكي، كما تميزت هذه الفترة بارتفاع نسب الفائدة على الديون المستحقة، وتزايد العجز الائتماني للديون الحكومية¹.

وترجع أحد أسباب أزمة الديون في اليونان إلى الانعكاسات السلبية للأزمة المالية العالمية على الاقتصاد اليوناني، خاصة على القطاع الخدمي والسياحي، والذي يعتبر من أكثر القطاعات تأثراً بهذه الأزمة، وقد أدى اعتماد الاقتصاد اليوناني في دخله على هذا القطاع، إلى الانخفاض الكبير في حصة النقد الأجنبي المتأتية من هذا القطاع.

الجدول رقم: (1) النمو الفعلي والمتوقع للناتج المحلي الإجمالي والدين والميزان الجاري باليونان (2009-2015م)

البيان	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
النمو الفعلي للناتج المحلي الإجمالي %	2.0-	4.0-	2.6-	1.1	2.1	2.1	2.7
إجمالي الدين (% من الناتج المحلي الإجمالي)	115	133	145	149	149	146	140
ميزان الحساب الجاري %	8.6-	2.4-	0.9-	1.0	3.1	5.9	6.0

Source: The International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook Database, September 2011.

وتشير بيانات الجدول أعلاه إلى ارتفاع حجم الدين العام في اليونان من 115 % من الناتج المحلي الإجمالي عام 2009م، إلى 149 % عام 2012م، مما يبين استمرار أزمة الدين اليوناني بالرغم من إعلان البنك المركزي الأوروبي

¹ Nelson, et.al. Greece's debt crisis: overview, Policy, Responses, and Implication, Congressional Research Service, August, 2011, p.9.

بقيامه بشراء السندات اليونانية والايطالية. في حين تشير توقعات صندوق النقد الدولي بإمكانية تخطي الأزمة ونمو الناتج المحلي، وانخفاض حجم الدين العام، وعودة التوازن في الحساب الجاري في اليونان بحلول عام 2014م.

4_ أسباب انتشار تأثير أزمة الديون اليونانية في الاتحاد الأوروبي (عدوى أزمة الديون السيادية الأوروبية):

لقد أخذت مشكلة الديون السيادية اليونانية في الانتقال سريعاً إلى بقية دول الاتحاد الأوروبي، وبدرجة متفاوتة نسبياً، بالرغم من محدودية تأثير الاقتصاد اليوناني على مجمل اقتصاد الاتحاد الأوروبي، ويرجع ذلك إلى لعدة عوامل أهمها¹:

- إخفاء الاقتصاد اليوناني لحقيقة المشكلات التي يعانيها لفترة قصيرة، وغياب الشفافية الكافية للإفصاح عن حقيقة تضخم الديون السيادية، وصعوبة تجاوزها. ومن ثم كان الكشف عن هذا الخلل المالي صدمة لجميع الأسواق المالية الأوروبية، وزادت الشكوك حول الموقف المالي في الدول الأخرى بالاتحاد الأوروبي.

- تضخم مشكلة الديون السيادية التي يواجهها الاقتصاد اليوناني، إذ قدرت نسبة الدين العام الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي بحوالي 149 % في عام 2012م. الأمر الذي أدى إلى وجود فجوة كبيرة بين هذه النسبة والنسبة التي يحددها ميثاق الاستقرار الأوروبي كشرط ضروري لدخول الاتحاد النقدي

¹ تقرير لمجلس الغرف السعودية: أزمة اليورو. 6 تداعيات على الاقتصاد العالمي أبرزها «الدولة» متاح على الموقع

http://www.aleqt.com/2010/06/19/article_408387.html?related

الأوروبي، والتي لا تزيد على 60 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما أدى إلى صعوبة احتواء هذه الأزمة بسرعة.

- تزامن مشكلة الديون السيادية اليونانية، مع الأزمة المالية العالمية وما خلفته من تداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد الأوروبي بزيادة حجم الإنفاق الحكومي وضح السيولة لاحتواء إفلاس البنوك المحلية. وما تزال الشكوك قائمة بشأن قدرة الاقتصاد العالمي في تلافي الآثار السلبية لهذه الأزمة، والخروج منها.

- قيام مؤسسات التصنيف الدولية خلال بروز مشكلة الديون السيادية اليونانية، بتخفيض التصنيف الائتماني للسندات الحكومية اليونانية، ووصفها بأنها سندات رديئة (سندات خردة Junk Bonds). وقد تبع هذا الإجراء تخفيضات للتصنيف الائتماني لدول أخرى في الاتحاد الأوروبي مثل البرتغال وهو ما جعل الأسواق العالمية تدرك عمق الأزمة، وأنها ربما تصبح عدوى بين دول الاتحاد الأوروبي، خاصة في ظل توقع تفاقم الديون في عدد منها.

- ظهور بعض التقارير والتحليلات الاقتصادية الداعمة لاقتراح انسحاب اليونان من منطقة اليورو، وعودتها إلى استخدام عملتها الوطنية السابقة (الدراخمة)، وتزايد احتمالات انهيار وتفكك دول أخرى في منطقة اليورو بالتبعية.

- اختلاف وجهات النظر بين دول الاتحاد الأوروبي حول كيفية إنقاذ اليونان من الإفلاس، وكذلك حول دعوة صندوق النقد الدولي للمشاركة في برنامج الإنقاذ. الأمر الذي أدى إلى التأخر في علاج الأزمة، وتزايد المخاوف

احتمالات ترك اليونان لمصير الإفلاس، كما فعلت الولايات المتحدة مع بنك "ليمان برذرز" عند اندلاع الأزمة المالية العالمية عام 2008م.

5- مؤشرات انتشار أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو:

يمكن توضيح انتشار أزمة الديون السيادية في دول منطقة اليورو من خلال بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية، ومن أهمها نسبة العجز في الميزانية العامة، حجم الدين العام ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومقدار العجز في الحساب الجاري ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ويبين الجدول التالي مقدار نسبة العجز في الميزانية لمجموعة من دول منطقة اليورو في عام 2010م.

جدول رقم: (2) نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو في 2010م

الدولة	نسبة العجز في الميزانية %	الدولة	نسبة العجز في الميزانية %
ايرلندا	14.7-	بلجيكا	5.8-
اليونان	12.2-	قبرص	5.7-
اسبانيا	10.1-	النمسا	5.5-
فرنسا	8.2-	ايطاليا	5.3-
البرتغال	8.0-	ألمانيا	5.0-
سلوفينيا	7.0-	فنلندا	4.5-
نيوزيلندا	6.1-	مالطا	4.4-
تشيكوسلوفاكيا	6.0-	لوكسمبورج	4.2-

Source: <http://www.spiegel.de/fotostrecke/fotostrecke-54629-3.html>.

يوضح الجدول أعلاه ارتفاع نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو عام 2010م، حيث بلغت أعلى نسبة للعجز في أيرلندا بنسبة 14.7 %، تليها اليونان بنسبة 12.2 % ثم اسبانيا بنسبة 10.1 %.

وبخلاف نسبة العجز في الميزانية العامة، يمكن توضيح مدى انتشار أزمة الديون السيادية في دول منطقة اليورو، من خلال مؤشري الدين العام وميزان الحساب الجاري نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في دول منطقة اليورو في عام 2010م. وذلك كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم: (3) نسبة الديون الحكومية والميزان الجاري من الناتج المحلي الإجمالي في دول منطقة اليورو في عام 2010م

الدولة	الدين الحكومي العام	ميزان الحسابات الجارية	الدولة	الدين الحكومي العام	ميزان الحسابات الجارية
النمسا	72.2	2.7	إيطاليا	119.0	-3.3
بلجيكا	96.7	1.0	لكسمبرج	18.4	7.8
قبرص	60.8	-7.7	مالطا	67.1	-4.8
فنلندا	48.4	3.1	نيوزيلندا	63.7	7.1
فرنسا	82.3	-1.7	البرتغال	92.9	-9.9
ألمانيا	84.0	5.7	تشيكوسلوفاكيا	41.8	-3.5
اليونان	142.8	-10.5	سلوفينيا	37.3	-0.8
إيرلندا	94.9	0.5	اسبانيا	60.1	-4.6

Source: The International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook Database, September 2011.

ويبين الجدول رقم (3) أن أعلى دولة يرتفع فيها حجم الدين الحكومي العام في عام 2010م هي اليونان، بنسبة 142 % من الناتج المحلي الإجمالي، تليها كل من إيطاليا بنسبة 119 %، بلجيكا بنسبة 96.7 %، إيرلندا بنسبة 94.9 % ثم البرتغال بنسبة 92.6 %. أما من حيث عجز الحساب الجاري فتحل اليونان الصدارة بنسبة عجز قدره 10.5 %، تليها كل من البرتغال بنسبة 9.9 % وقبرص بنسبة 7.7 %. الأمر الذي يفسر انتقال أزمة الديون إلى دول أخرى في

منطقة اليورو، وعدم اقتصارها على اليونان، مما يؤدي إلى إمكانية تعرض هذه الدول للآثار السلبية نفسها التي تعرض لها الاقتصاد اليوناني.

وتعتبر البرتغال مثلاً من أوائل الدول التي تعاني من أزمة الديون السيادية، ويعود ذلك إلى تباطؤ النمو الاقتصادي، وتراجع الإنتاجية فيه، مما دفعها لزيادة الاستيراد من الخارج، الأمر الذي يتسبب في عجز التدفقات النقدية الأجنبية، وبالتالي عجزها عن الوفاء بديونها السيادية¹.

6- تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية على الاقتصاد العالمي:

إن انتقال تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية إلى دول أخرى في منطقة اليورو، أدى إلى تزايد المخاوف من انتشار مشكلة الديون السيادية وعجز الميزانيات العامة، وارتفاع حجم الديون العامة للدول الأوروبية كافة، وخطورة ذلك على اقتصادياتها، واحتمالات انتقال عدوها إلى الاقتصاد العالمي في شكل أزمة مالية جديدة، وظهرت بالفعل آثار أزمة الديون السيادية اليونانية في الاقتصاد العالمي، خاصة في أسواق المال،

¹ Dadush, U., Paradigm Lost " The Euro in Crisis", Carnegie Endowment for International Peace, Washington, 2010, p.59.

وأسواق النقد، وأسواق الذهب، وأسواق النفط، وكان من أهم هذه الآثار ما يلي¹:

أ- الآثار على أسواق المال العالمية:

تأثرت أسواق المال العالمية خلال الأسبوعين الأول والثاني من شهر ماي 2010م، حيث تراجعت التعاملات في أسواق الأسهم في معظم دول العالم، وأدى هذا الاضطراب في أسواق الأسهم العالمية، إلى تراجع مبيعات السندات، وتأخير كثير من الإصدارات التي كانت تعتزم العديد من الدول والشركات إصدارها خوفاً من تداعيات هذه الأزمة.

ب- الآثار على أسواق العملات:

تأثرت أسعار العملات الرئيسة في العالم بأزمة الديون السيادية، إذ تراجعت الثقة بالعملة الأوروبية (اليورو)، ووصلت إلى أدنى مستوياتها خلال عام 2010م، لتصل إلى نحو 1.18 دولار مع تزايد احتمالات تراجعه بعد أن تجاوز 1.5 دولار لفترة طويلة، وقدرت نسبة تراجع اليورو أمام الدولار بـ 41% خلال الفترة من أول جانفي إلى أول أبريل عام 2010م، كما تراجع بأكثر من 7% خلال الفترة من أول أبريل حتى العشرين من ماي عام 2010م. وطال عدم الاستقرار كثيرا من العملات الدولية مثل الجنيه الإسترليني والين الياباني،

¹ تقرير لمجلس الغرف السعودية: أزمة اليورو. 6 تداعيات على الاقتصاد العالمي أبرزها «الدولة» متاح على الموقع:

http://www.aleqt.com/2010/06/19/article_408387.html?related

وهو ما فرض مزيدا من المخاطر على التعاملات المالية، النقدية والتجارية العالمية.

ت-الآثار على الأسواق النقدية:

لقد امتد تأثير أزمة الديون السيادية من خلال تراجع فرص الحصول على التمويل في الاقتصاد العالمي، الأمر الذي أدى إلى تعطل كثير من المشاريع التي تعتمد على الاقتراض من أسواق المال، إذ نتج عن الأزمة ارتفاع أسعار الفائدة، والحد من التوسع في منح الائتمان، وبالتالي رفع من تكلفة الاقتراض في الاقتصاد العالمي.

ث-الآثار على أسواق النفط:

تأثرت أسعار النفط العالمية بأزمة الديون السيادية، حيث تراجعت الأسعار العالمية للنفط لتصل إلى أقل من 70 دولارا للبرميل بعد أن تجاوزت 80 دولارا للبرميل، واستقرت لأكثر من شهرين فوق 80 دولارا في عام 2010م، ويرجع ذلك إلى تزايد المخاوف من تأثير الأزمة على النمو والأداء الاقتصادي العالمي، وانخفاض حجم الطلب على النفط، وتزايد التوقعات بمزيد من التراجع في أسعار النفط في حال استمرار الأزمة، أو تأخر معالجتها أو فشل برامج الإنقاذ المتفق عليها مع اليونان، أو امتداد الأزمة إلى دول أخرى في الاتحاد الأوروبي.

خلاصة:

بعد العرض السابق لأزمة الديون السيادية الأوروبية، وانتقال عدواها وآثارها إلى الاقتصاد الأوروبي والعالمي، يمكن أن نلخص أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة في النقاط التالية:

- تتمثل الديون السيادية في سندات تقوم الحكومة بإصدارها بعملة أجنبية وطرحها للبيع لمستثمرين من خارج الدولة، أي أنه شكل من أشكال الاقتراض. ولهذا فعلى الحكومة أن تكون قادرة على الوفاء بديونها المقومة في شكل سندات بالعملة الأجنبية، وأن يكون لديها هيكل تدفقات نقدية من النقد الأجنبي والذي يسمح لها بذلك، حرصاً منها على ثقتها لدى المستثمرين الأجانب، وكذلك على تصنيفها الائتماني في سوق الإقراض.

- تلخص أهم مؤشرات الديون السيادية الأوروبية في زيادة نسبة العجز في الميزانية، وارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة نسبة عجز الحساب الجاري، وقد فاقت هذه المؤشرات في بعض دول منطقة اليورو مثل اليونان، أيرلندا، البرتغال، إيطاليا وإسبانيا الحدود المسموح بها كشرط للانضمام إلى العملة الأوروبية الموحدة، وهذا ما زاد من حدة المخاوف والتوقعات بشأن تفكك الاتحاد النقدي الأوروبي.

- لقد ظهرت ملامح انتقال عدوى أزمة الديون السيادية الأوروبية إلى الاقتصاد العالمي، من خلال تراجع التعاملات، وزيادة الاضطرابات في أسواق الأسهم العالمية، وفقدان الثقة في العملة الأوروبية (اليورو) بسبب تراجعها أمام أهم العملات الرئيسية في العالم، وترتب عن ذلك عدم استقرار العديد من العملات الدولية كالجنيه الإسترليني والين الياباني، كما أدت الأزمة آثار غير مرغوب فيها في السوق النقدي، حيث ارتفعت أسعار الفائدة العالمية وتقلص

حجم القروض الممنوحة في العالم. ولم تسلم أسعار النفط العالمية من تداعيات الأزمة بانخفاضها بشكل كبير.

ـ لقد أدى تفاقم مشكلة الديون السيادية اليونانية، إلى تزايد المخاوف من مدى قدرة دول منطقة اليورو على تثبيت دينها العام، وهذا ما يؤشر على توقع تباطؤ في نمو الاقتصادي العالمي، وارتفاع معدلات التضخم، وتراجع حركة التبادل التجاري العالمي، واضطرابات الأسواق المالية، الأمر الذي يؤدي بالاققتصاد العالمي إلى الولوج لحالة سلبية من الركود، ما لم تتمكن دول منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية من التوافق على سياسات رشيدة فيما يخص الإنفاق الحكومي.

-المراجع المعتمدة:

1-المراجع باللغة العربية:

أ:الكتب:

- عرفان الحسني: الاقتصاد السياسي لأزمة أسواق المال الدولية، مجلة المال والصناعة، العدد 25، بنك الكويت الصناعي، 2007م.
- عبد الحميد عبد المطلب: الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.

ب-الأبحاث والمقالات:

- الغرفة التجارية الصناعية: التقرير الاقتصادي، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوربية، مركز البحوث والدراسات، العدد 19، الرياض، السعودية، يناير 2011م.
- حمادو بن نعمون: طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 20_21 أكتوبر 2009م.
- رمضان صديق، دور السياسة المالية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية مع الإشارة لمصر، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، 1-2 أبريل 2009م.
- عبد المجيد قدي: الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 36، السنة السادسة عشر، ربيع 2009م.
- عرفان الحسني: الاقتصاد السياسي لأزمة أسواق المال الدولية، مجلة المال والصناعة، العدد 25، بنك الكويت الصناعي، 2007م.
- محمد علي إبراهيم العامري، محمد علي إبراهيم العامري، حنان غانم فخور البدوي: الأزمة المالية: الأشكال- المؤشرات- النماذج والعدوى المالية، دراسة نظرية - تحليلية للأزمة الآسيوية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 15، الإصدار 59، جامعة بغداد، العراق، 2009م.

– نادية العقون: أزمة الرهن العقاري: عدواها وآليات انتقالها، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 53_54، شتاء-ربيع 2011م.

2-المراجع باللغة الأجنبية:

- Dadush, U., Paradigm Lost “ The Euro in Crisis”, Carnegie Endowment for International Peace, Washington, 2010.
- Eduaro Fernandez, Arias, Ricardo Hausman and Reberto Rigoben , Financial Contagion in Emerging Market, American Development Bank.
- Julia Lowell, C.Richard Neu, and Daochi: Financial Crises and Contagion in Emerging Market Countries, Neu, Daochi Tong, RAND/MR-962, 1998.
- Pierre Cailleteau et Edouard Vidon, La Dynamiques crises financiers international : Quelques Enseignements, Bulletin de la Banque de la France, no.64, 1999.
- Pugel, Thomas. A. And Lindert, Peter. H, International and Economics, 11th ed , McGraw-Hill, Inc U.S.A 2000.
- Mishkin Frederic and Eakins Stanley, Financial Market and Institutions, Addison Wesley Longman Inc, 3rd. ed, U.S.A, 2000.
- Nelson, et.al. Greece’s debt crisis: overview, Policy, Reponses, and Implication, Congressional Research Service, August, 2011.
- Rajan Ramkishen, Financial Crises, Capital outflows, and policy Responses: Examples From East Asia, journal of Economics Education, 2007.
- Sebastian Edwards, Contagion, Lecture delivered at University of Nottigham, Oct. 28th, 1999, published at National Bureau of National Research (NBER), 2000.
- Sophie Brana et Delphine Lahet, La Propagation des crise financiers dans les pays émergents: La Contagion est-elle discriminante ?, Revue Economie internationale, vol.103, no.3, 2005.
- Sundarajan, V., Ariyoshi, Akira and Otker-Robe, International and Capital Mobillity and Domestic Financial System Stability: A Survey of Issues, papers presented at the eight seminar of central Banking, Washington, D.C.,Editor Omotund, June 5-8, 2002.

-Yang, Tracy, Yang, Tracy, "Crises Contagion and East Asia Stock Market", Economics and Financial, No.1, 2002.

-The International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook Database, September 2011.

3- مواقع الأنترنت:

-تقرير لمجلس الغرف السعودية: أزمة اليورو. 6 تداعيات على الاقتصاد العالمي أبرزها «الدولة» متاح على الموقع

http://www.aleqt.com/2010/06/19/article_408387.html?related

-محمد إبراهيم السقا: الديون السيادية.. «قنبلة موقوتة» تهدد الاقتصاد العالمي، متاح على الموقع http://www.aleqt.com/2012/01/01/article_612187.html تاريخ

الاطلاع 2012/7/21.