

عدوى انتقال الأزمات المالية: أزمة الرهون العقارية الأمريكية وأزمة الديون السيادية الأوروبية نموذجا

محمد قلبي

أستاذ محاضر قسم - ب

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، وعلوم التسيير بجامعة امحمد بوقرة، بومرداس

ملخص

the importance of crisis analysis at the international level, And to include it in early warning models of future financial crises with a view to monitoring this type of crisis that occurs as a result of infection, to avoid their severe negative effects.

Keyword: Contagion of financial crises, US subprime crisis, European sovereign debt crisis, Securitization, Financial derivatives, Credit Rating.

مقدمة

اتسم الاقتصاد العالمي خلال العقود الثلاثة الأخيرة بتعرضه لعدد كبير من الأزمات، حيث أصبحت الأزمات سمة من سمات النظام الاقتصادي العالمي، لكن اللافت في الأمر هو تقارب تلك الأزمات وتزامن أوقات حدوثها. فما لبث الاقتصاد العالمي أن بدأ في التعافي نسبيا من تداعيات الأزمة المالية العالمية، في عام 2010، من خلال تحقيق معدلات نمو قريبة من تلك التي كان يحققها قبل نشوب الأزمة، إلا وعاد ليقع في مرحلة أخرى من الانكماش الاقتصادي نتيجة لأزمة الديون السيادية الأوروبية، فلقد زادت حدة أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو خلال عام 2011 بصورة أكبر، وهو ما دفع دول المنطقة إلى تبني سياسات مالية تقشفية إلى تجاوز التداعيات السلبية لتلك الأزمة مما أضعف من فرص النمو والتوظيف في تلك المنطقة.

يواجه صانعو السياسات الاقتصادية على المستوى الدولي حاليا مشكلتين ملحيتين، تتمثل الأولى في مواجهة وعلاج الأزمات الاقتصادية والمالية التي تهدد كثيرا من بلاد العالم، وتتمثل الثانية في إصلاح النظام المالي العالمي بهياكله ومؤسساته وسياساته التي يتم من خلالها التنبؤ بالأزمات، ومحاولة تقاؤها والحد من آثارها وحسمها حين تحدث.

يهدف هذا المقال إلى عرض حوصلة نظرية وتحليلية لظاهرة عدوى انتقال الأزمات المالية، الذي يعتبر مفهوما حديثا مقارنة بتحليل الأزمات المالية في حد ذاتها. في هذا الإطار، يستعرض المقال مختلف أشكال العدوى المالية، إلى جانب تحليل أهم النظريات التي فسرت مفهوم العدوى. لقد طرحت الأزمات المالية الحديثة تصورا جديدا لمفهوم العدوى المالية، خاصة أزمة الرهون العقارية الأمريكية لعام 2007، حيث ساهم الانتشار الحاد والسريع للأزمة وتحولها إلى أزمة مالية عالمية في ظرف وجيز، إلى إعادة النظر في هذا المفهوم وإعطائه الأهمية اللازمة في تحليل نشوب الأزمات على المستوى الدولي، وإدراجه في نماذج الإنذار المبكر بالأزمات المالية مستقبلا بهدف رصد هذا النوع من الأزمات التي تحدث نتيجة العدوى، تجنباً لآثارها السلبية الحادة.

الكلمات المفتاحية: عدوى الأزمات المالية، أزمة الرهون العقارية الأمريكية، أزمة الديون السيادية الأوروبية، التوريق، المشتقات المالية، التصنيف الائتماني.

Abstract

This article aims to present a theoretical and analytical link to the phenomenon of contagion of financial crises, which is a new concept compared to analyzing financial crises per se. In this context, the article reviews the various forms of this contagion and analyzes the most important theories that explain the concept of contagion. Recent financial crises have posed a new concept of financial contagion, especially the 2007 US subprime crisis. The rapid and rapid spread of the crisis into a global financial crisis has briefly re-examined this concept and given it

محاولة للإجابة عن الإشكالية السابقة، يتناول البحث في مرحلة أولى مختلف المفاهيم النظرية العامة المتعلقة بظاهرة العدوى المالية، من خلال تعريف عدوى انتقال الأزمات المالية، وتحديد مختلف أشكالها، بالإضافة إلى عرض أهم النظريات المفسرة لها، مع توضيح الفروق الموجودة بين الأزمات المالية التي تنتقل نتيجة للارتباطات التجارية والمالية المتعددة بين بعض الدول، وتلك التي تنتقل من خلال العدوى المطلقة التي تتولد بعد نشوب الأزمة، نتيجة الخصائص الاقتصادية المشتركة لمجموعة من الدول، أو نتيجة توافق التوقعات الذاتية للمستثمرين في الأسواق المالية لهذه الدول. تتناول الدراسة الحالية في مرحلة ثانية أهم القنوات التي تنتقل من خلالها الآثار السلبية للأزمات المالية. تحاول الدراسة في جزئها الثاني تحليل ظاهرة العدوى بإسقاطها على أزميتين حديثتين هما أزمة الرهون العقارية الأمريكية لعام 2007 وأزمة الديون السيادية الأوروبية لعام 2011. برز في هاتين الأزميتين مفهوم جديد للعدوى، بآليات مختلفة لنقل الآثار، حيث شكل كل من التوريق والمشتقات المالية والتصنيفات الائتمانية القاطرة الجديدة لنقل آثار عدوى أزمة الرهون العقارية الأمريكية وتحويلها من أزمة قطاعية محلية إلى أزمة مالية عالمية؛ وانتقال عدوى أزمة الديون السيادية اليونانية إلى كل من إيرلندا والبرتغال وإيطاليا وإسبانيا، لتصبح أزمة مالية لكامل منطقة اليورو.

1. مفهوم عدوى الأزمات المالية

رغم تعدد وكثرة الأبحاث النظرية والتطبيقية حول ظاهرة العدوى المالية، فإنها لم تصل بعد إلى تعريف موحد لهذه الظاهرة. في هذا الإطار، قدم البنك الدولي عدة تعريفات تختلف باختلاف طبيعة وحجم انتشار الأزمات المالية التي حدثت في بلدان مختلفة.

يعتبر مفهوم العدوى المالية مفهوما جديدا في نماذج تفسير الأزمات المالية، حيث تزامن ظهوره مع موجة الأزمات التي حدثت ابتداء من النصف الثاني من تسعينيات القرن الماضي خاصة بعد الأزمة الآسيوية 1997 وما تبعها من أزمات في الدول الناشئة نذكر منها الأزمة في روسيا 1998، الأزمة البرازيلية 1999، الأزمة الأرجنتينية 2001؛ حيث لم تمس آثار الأزمات الدول الناشئة فحسب، بل تعدتها إلى الدول الصناعية المتقدمة كذلك.¹

ساهمت التدفقات الكبيرة للاستثمارات المالية الدولية ونقص وسائل الرقابة والتنظيم في ظهور اختلالات غير متوقعة في أسواق المال، سرعان ما تنتشر آثارها السلبية لتمس معظم أسواق العالم. يؤدي كل خلل مالي أو اقتصادي في أحد الأسواق الدولية الرئيسية (كالسوق الأمريكي الذي يلعب دور القائد للأسواق العالمية نظرا إلى كونه يشكل نحو ثلث حجم السوق المالي العالمي) إلى اختلالات موازية في الأسواق العالمية الأخرى، ما تلبث أن تتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية. ولعل أزمة الرهن العقاري الأمريكية 2007 خير مثال على ذلك، فعلى إثر انخفاض قيم الأسهم في وول ستريت انخفض المؤشر العام لقيم الأسهم في فرانكفورت وباريس ولندن ومديد وطوكيو وشنغهاي وساو باولو، وإن كان بنسب متفاوتة. انتقلت عدوى أزمة الرهون العقارية الأمريكية إلى جميع أنحاء العالم مع ملاحظة أن نسب التراجع لم تكن على وتيرة واحدة ولم تقتصر فقط على أسهم الشركات العقارية، وإنما تعدتها إلى شركات تعمل في مختلف النشاطات الاقتصادية.

كما انتقلت عدوى أزمة الديون السيادية اليونانية لعام 2010 لتمس كل الدول الأوروبية لمنطقة اليورو، بالإضافة إلى العديد من البلدان الأخرى المتقدمة منها والناشئة، فالولايات المتحدة كذلك عانت في ذلك الوقت من ارتفاع الدين والبطالة. ساهمت هذه العوامل مجتمعة في أن يحقق الاقتصاد العالمي معدلات نمو أقل من تلك المحققة عام 2010، حيث نما بمعدل 3,9% فقط في عام 2011 مقابل 5,3% في عام 2010. وعلى مستوى الدول المتقدمة، فقد سجلت هذه الدول مجتمعة بما فيها الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة واليابان معدل نمو بلغ 1,6% في عام 2011 مقابل 3,2% في عام 2010. بالنسبة إلى الدول النامية والاقتصادات الناشئة الأخرى، فعلى الرغم من تحقيق هذه الدول معدلات نمو مرتفعة مقارنة بالدول المتقدمة إلا أنها لا تزال أقل من تلك المحققة عام 2010، حيث بلغ معدل نموها 6,2% في عام 2011 مقابل 7,5% في عام 2010.

عليه، يحاول هذا المقال البحثي الإجابة عن الإشكالية التالية: ما هي أهم النماذج والنظريات المفسرة لعدوى انتقال الأزمات المالية؟ وما مدى تفسيرها لعدوى أزمة الرهون العقارية الأمريكية وعدوى أزمة الديون السيادية الأوروبية؟

2. أشكال عدوى الأزمات المالية

يعني انتقال العدوى أن حدوث أزمة في دولة ما يزيد من احتمال حدوث نفس الأزمة في مكان آخر، فانهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما قد يترتب عليه نشأة أزمة ثقة تؤدي إلى انهيار أسواق المال في دول أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى، كما نغني بالعدوى من جهة أخرى انتقال أزمة من قطاع إلى قطاع آخر داخل نفس الدولة مثلا أزمة دين تؤدي إلى أزمة سعر صرف ثم أزمة مصرفية وصولاً إلى الانهيار الكامل للاقتصاد.⁶

يمكن أن تحدث العدوى كذلك عندما تؤثر مشكلات بعض المصارف في النظام المصرفي سلباً على مصارف أخرى تكون في وضعية جيدة، حيث تؤدي العدوى إلى سحب الودائع من النظام المصرفي بشكل حاد ومتزامن استناداً إلى حالة الهلع المصرفي التي يمكن أن تسود توقعات المودعين، وهذا ما يعرف بسلوك القطيع من جانب المصارف.⁷

ميز Masson (1999) بين ثلاث آليات أساسية لانتقال عدوى الأزمات المالية:⁸

تستند الآلية الأولى إلى مفهوم الصدمات المشتركة التي تتزامن آثارها في عدد من البلدان، أما في البلدان الناشئة فهي تعني بشكل عام حدثاً يجد جذوره في أسواق الاقتصاديات المتقدمة، فمثلاً الارتفاع الكبير في معدلات الفائدة الأمريكية في الفترة التي سبقت أزمة الديون للبلدان النامية في أوائل سنوات الثمانينيات، أدت إلى عجز المكسيك عن الوفاء بالتزاماته في أوت 1982، كما يمكن أن يكون الحدث عبارة عن صدمة حقيقية، فتدهور أسعار الطاقة مثلاً بعد الأزمة المالية الآسيوية، شكل صدمة مشتركة للعديد من الاقتصاديات الناشئة المنتجة للبترول أو الغاز. ويعرف Masson هذا النوع من الصدمات بالآثار الموسمية أو الآثار الماسونية *Monsoonal Effects*.⁹

تستند الآلية الثانية إلى التأثير الذي تمارسه صدمة في بلد على سلوك المتغيرات الأساسية في بلد أو مجموعة من البلدان الأخرى المجاورة، أو التي لها علاقات قوية مع البلد الأول وهي موجودة أصلاً قبل الأزمة؛ قد تكون تجارية، فانخفاض قيمة العملة في بلد ما يؤدي إلى تخفيض تنافسية الأسعار لشركائه التجاريين أو المنافسين له من خلال

عرف Rogobon & Forbes (2000) العدوى على أنها الزيادة الكبيرة والكاسحة في الصلات والروابط الناتجة عن صدمة محددة لبلد واحد أو مجموعة من البلدان، كتلك المرتبطة بالعلاقة بين العوائد الناجمة في الأصول أو احتمال حدوث مضاربات أو تقلبات بقدر بسيط.²

يعرف Pierre Coilleateau & Edouard Vidon مفهوم العدوى المالية كذلك، على أساس أن أزمة أو هجمة مضاربة في سوق ما تزيد بشكل مهم من احتمال الضغوط في أسواق مالية أخرى، كما يمكن أيضاً أن تؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة.³

كما يعرف عمر محيي الدين أن العدوى تعني أن انهيار مؤسسة سوف يتسبب في خلق أزمة ثقة من شأنها إصابة مؤسسات أخرى لا ترتبط بالمؤسسة الأولى، مما يترتب عليه تراجع في وتيرة النشاط الاقتصادي وتحقق العدوى أيضاً إذا ترتب على انهيار أسواق العملة في دولة ما نشوب أزمة ثقة ينتج عنها انهيار أسواق المال في دولة أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى.⁴

بما أن الاقتصاديين والباحثين لم يتفقوا على تعريف موحد لعدوى الأزمات المالية قدم البنك الدولي تعريفاً شاملاً للعدوى من خلال ثلاثة تعاريف:⁵

المفهوم الواسع: تعرف العدوى على أنها عملية انتقال صدمة ما بين الدول سواء في فترة الأزمة أم فترة النشاط العادي. ويمكن للعدوى أن تنتقل ليس فقط عن طريق الصدمات السلبية وإنما تنتقل أيضاً من خلال الصدمات الإيجابية.

المفهوم الضيق: يقصد بالعدوى في هذه الحالة انتشار صدمة بين دولتين أو عدة دول، تولد انحرافاً مقارنة بالقيم الطبيعية للأساسيات الاقتصادية، ما يؤدي إلى حدوث صدمات مشتركة يتم إثارتها بواسطة التحركات المشتركة.

المفهوم الضيق جداً: اعتمد هذا التعريف في أعمال Rogobon & Forbes (2001)، إذ عرفا العدوى على أنها ذلك التغير في آلية الانتشار خلال فترة الأزمة، ويعكس تزايد الارتباطات ما بين الأسواق التفسير العملي لهذا التعريف.

الأساسيات القريبة من تلك الموجودة في بلد الأزمة، كما تكون غير مميزة عندما تؤثر في عدد من البلدان دون أي سبب.¹¹

لعبت ظاهرة سلوك القطيع دورا مهما في هذا السياق، خاصة في الدول الناشئة التي تعرضت لأزمات في نهاية تسعينيات القرن الماضي، إذ إن المهم في سلوك القطيع ليس هو قناة المستثمر بسوق معينة ولكن قناعاته بما هو سلوك الآخرين. وبدلا من محاولة دراسة حالة الاقتصاد والسوق في كل دولة على حدة، فإن السياسة المثلى تتمثل في تزامن الانسحاب من مجموعة الأسواق المرتبطة دفعة واحدة بمجرد الإحساس بالاضطراب في إحداها، أو بمجرد ظهور المؤشرات الدالة على انهيار أخرى.¹²

حسب Corazza & al (2010) يمكن دراسة ظاهرة العدوى المالية أو الارتباطات المتعددة بين عدة أسواق، انطلاقا من استعمال معلومات خاصة بالأسهم المتداولة بين الجمهور، أو من خلال معلومات مستقبلية حول الأصول المرتبطة بهذه الأسهم. لا يسمح اكتشاف هذه الظواهر فقط بإعطاء أجوبة حول تنسيق السياسات الاقتصادية، لكنه يعتبر أيضا مؤشرا حول درجة التكامل المالي.¹³

3. النظريات المفسرة لعدوى انتقال الأزمات المالية

تجدر الإشارة أولا إلى وجود نقاش واختلافات في وجهات النظر في الأدبيات النظرية حول الظواهر المشكلة للعدوى من جهة، والظواهر المشكلة للارتباطات المتعددة بين الأسواق، سواء كانت مالية، تجارية، اقتصادية أم حتى سياسية، من جهة أخرى. قام Xu (2008) بإعادة صياغة تعريف العدوى الذي اقترح في أعمال Forbes & Rigobon (2001)، حيث بين أنه يمكن التمييز بين قنوات انتقال آثار الارتباطات المتعددة بين الأسواق في الحالات العادية لاقتصاد ما، وبين قنوات الانتقال المرتبطة بنشوب ونشاط الأزمة في حد ذاتها. وقد طرح الباحث نظريتين في هذا الصدد: نظرية العدوى التي لا تتوقف (العدوى المتواصلة) والعدوى التي تتوقف أو العدوى المحدودة. عرف Forbes & Rigobon (2001) في أعمالهما أربع قنوات لانتقال آثار العدوى المتواصلة هي: القناة التجارية (Gerlach & Smets، 1995؛ Gorsetti & al، 2000)، قناة الأسواق المالية وقناة التشابه في الأساسيات الاقتصادية الكلية (Rigobon، 1998؛ Calvo

الصادرات، مما قد يترتب عليه تدهور في الحساب الجاري لهذه البلدان ويسرع من نشوب أزمة جديدة؛ أو قد تكون مالية، وتعني أن البلدان مرتبطة من خلال حضورها في محفظة الأوراق المالية، أو من خلال قناة دائن مشترك، وهذا النوع من العدوى يتعلق بالارتباطات العادية بين البلدان، وتسمى بآثار التجاوز *Spillover Effects*.

تستند الآلية الثالثة إلى أن انفجار الأزمة في بلد ما يؤدي إلى أزمة أخرى في الخارج غير مفسرة من خلال الآليتين السابقتين، وهي تتمثل في ذلك الجزء من الحركة المتزامنة للمتغيرات المالية التي يمكن تفسيرها بالحركة المتزامنة للمتغيرات الاقتصادية الكلية. وترتكز هذه الآلية التي أطلق عليها Masson العدوى المطلقة أو الصافية *Contagion Pure* على مفهوم التوازن المتعدد وسيولة أسواق رأس المال، والتغير في سيكولوجية المستثمرين وسلوكياتهم، شاملة بذلك سلوك القطيع، وهذه العوامل تشترك كلها في كونها تقوم أساسا على تغير هيكلي وجذري في توقعات المستثمرين، بشرط ألا ترتبط تلك التوقعات بتغير عوامل الاقتصاد الكلي للبلدان المعنية، فمثلا، بعد حدوث أزمة في بلد ما، يسحب المتعاملون أموالهم من بلدان أخرى من خلال ظاهرة الهلع المالي المعمم التي يمكن تفسيرها من خلال العلاقات الاقتصادية العادية.

يحدث هذا النوع الأخير من العدوى، في الغالب، نتيجة تغيرات هيكلية وجذرية في توقعات المستثمرين وليس نتيجة ضعف وهشاشة الأساسيات الاقتصادية الكلية، وتتزايد القابلية للتعرض لمثل هذا النوع من العدوى كلما تقلصت احتياطات الصرف، أو كلما تزايد حجم الدين الخارجي أو عجز الميزان التجاري.¹⁰

أدخل Ahluwalia (2000) مفهوما جديدا للعدوى المميزة *Contagion Discriminante*، التي تستند إلى شعور المستثمرين في فترة الأزمة بالتماثلات الاقتصادية بين البلدان، حيث يقوم المستثمرون بسحب أموالهم من عدد من الأسواق التي يعتقدون بتشابهها. في هذه الحالة، تعتبر أزمة في بلد ما كإشارة إنذار تدفع بالمستثمرين إلى إعادة النظر في مدى إدراكهم للخطر في البلدان الأخرى. يركز التحليل في هذه الحالة على الأساسيات في بلد الأزمة، بمعزل عن القنوات التجارية والمالية، فتكون العدوى مميزة إذن إن لم تتأثر بانعكاسات حركية رؤوس الأموال إلى البلدان ذات

Caporal & al (2005) في أبحاثهم طريقة تركز على الارتباط الشرطي، التي تأخذ في الحسبان مشكلة اختلاف التباين *Hétéroscédasticité* ومشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات.¹⁶

• الفرق بين الارتباطات المشتركة *Interdépendance* والعدوى الصافية *Contagion Pure*

1- الارتباطات المشتركة¹⁷

تعتبر الارتباطات المشتركة بين الأسواق، بالإضافة إلى تلك الناتجة عن الصدمات المشتركة سواء الخارجية منها أم المحلية التي تحدث من خلال الروابط المالية والاقتصادية التي تمس الأساسيات الاقتصادية لبلدان معينة، أهم عاملين لتفسير انتشار الأزمات المالية في السابق. يمكن تجميع هذين العاملين من خلال ما عرف سابقا بالعدوى المستندة إلى الأساسيات الاقتصادية *Fundamentals Based Contagion* (Kaminsky & Reinhart, 2000). تجدر الإشارة هنا إلى أن التحركات المشتركة تستند إلى ارتباطات مشتركة سابقة بين هذه الأسواق أو الاقتصاديات، بمعنى، يمكن القول إن هذه لا تعبر عن عدوى حقيقية.

تتعدد الصدمات الهيكلية التي يمكن أن تمس الأساسيات الاقتصادية الكلية بصفة مترامنة مجموعة من الاقتصاديات، ونذكر منها: انخفاض سريع وحاد في الطلب العالمي على منتج معين أو مجموعة من المنتجات مثل النفط، التغير الكبير في أسعار المواد الأولية، أو حدوث تقلبات هامة في سعر الصرف بين أهم العملات الصعبة، التي تؤدي إلى كبح معدلات النمو في العديد من البلدان والاقتصاديات في الوقت نفسه. تتعرض الأسواق المالية العالمية كلها لهذا النوع من الصدمات بشكل متزامن، وبعد حدوث الصدمة ترتفع معدلات الارتباط بين هذه الأسواق. تسمى هذه الأنواع من الصدمات بالآثار الموسمية *Monsoonal Effects*، لأنها تؤثر على نحو متماثل وموحد على مجموع الدول المعنية.

2- العدوى الصافية¹⁸

يعرف هذا النوع من العدوى على أنه التقلبات التي تحدث في الأسواق، التي لا تفسر من خلال الآليتين السابقتين للارتباطات المشتركة. لا تنتشر الأزمة المالية، في هذا النوع

Mendoza & (2000) وأخيرا قناة الآثار الموسمية *Monsoonal Effects* (Masson, 1998).¹⁴

حسب Forbes & Rigobon (2001) إذا لم تتغير هذه القنوات قبل وأثناء حدوث الأزمة، فإن العلاقات بين دولتين ما هي علاقات ارتباطية مشتركة. بخلاف ذلك، فإن العدوى الصافية *Contagion Pure* يمكن أن تنتقل عبر ثلاث قنوات هي: قناة التوازن المتعدد الذي يركز على تغير توقعات وسلوك المستثمرين في السوق إزاء قدرات الحكومة حول السياسات المالية والاقتصادية التي يمكن أن تتبعها في المستقبل (Masson, 1999)، الصدمات الداخلية المتعلقة بالسيولة (Valdès, 1996) والعدوى السياسية (Drazen, 2000). من بين الطرق المستعملة في اكتشاف ظاهرة الارتباطات المشتركة، نجد كبر معاملات الارتباط التجارية والمالية والاقتصادية، وهذا حسب عدد من الأعمال والدراسات (King & Wadhani, 1990؛ Baig & Goldfajn, 1998؛ Boyer & al, 1997؛ Forbes & Rigobon, 2001)، ويربطون سبب استعمال هذا المؤشر إلى أهمية التقلبات التي تمس أسعار الأصول المتداولة في الأسواق المالية. في هذا الإطار قامت هذه الأعمال بتطوير معامل ارتباط يقيس هذه التقلبات بشكل يتم التمييز من خلاله بين ظاهرتي العدوى الصافية *Contagion Pure* وظاهرة الارتباطات المشتركة *Interdépendance*.¹⁵

تم نقد هذا الطرح في أعمال Dungey & al (2005) فيما يتعلق بالطرق التي تستهدف دراسة وتحليل ظاهرة العدوى. في هذا الإطار، يوجد فارق مهم بين كل هذه النماذج، فمنها من قام بتكسيم واحتساب الارتباطات بين الدول فقط وهناك من أخذ بعين الاعتبار ظاهرة العدوى وقام بتكسيمها هي الأخرى. حسب هؤلاء الباحثين، فإن العلاقة السببية بين أصليين تعبر عن علاقة ارتباطية مشتركة *Interdépendance* في حالة فترات النشاط العادية للاقتصاد، وبالمقابل تعبر عن ظاهرة عدوى مالية في فترات الأزمة. في ما يخص النمذجة، طرح الباحثون عدة مميزات جديدة مثل إدراج التغيرات الهيكلية الديناميكية الذاتية واختلاف التباين. قام باحثون آخرون مثل Corsetti & al (2005) بعرض طريقة تستند إلى المقارنة بين معامل الارتباط المعدل ومؤشر الارتباطات المتعددة. كما اقترح

والكساد في اقتصاديات الدول التي تتعرض لأزمات، إلى باقي الدول، حسب درجة ارتباط هذه الدول أو انفتاحها. فمثلا، وفي أعقاب أحداث 11 سبتمبر 2001 بالولايات المتحدة الأمريكية، وبدخول الاقتصاد الأمريكي في حالة الركود، انتشرت عدواه بسرعة كبيرة إلى الاتحاد الأوروبي، اليابان، وحتى كندا والمكسيك، تبعا لمعاملات الارتباط التجاري الوثيق بين الولايات المتحدة الأمريكية وهذه الدول، خاصة كندا والمكسيك، باعتبار اشتراكهما مع الولايات المتحدة الأمريكية في ترتيبات منطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (NAFTA).²¹

هذا ما تأكد كذلك في العديد من الأزمات المالية التي حدثت، فأزمة الرهون العقارية الأمريكية 2007 تحولت هي الأخرى بسرعة من أزمة قطاعية محلية إلى أزمة مالية عالمية في ظرف وجيز بسبب ترابط الأسواق المالية في العالم وتسويق الأزمة من خلال آليات المشتقات المالية والتوريق. تعتبر وثيقة العلاقات التجارية بين الدول عاملا إيجابيا، إلا أن الارتباطات التجارية بين دول جنوب شرق آسيا مثلا كان لها تأثير سلبي في نشوب الأزمة الآسيوية لعام 1997 وانتشار عدواها، فكل من هذه الدول يعتبر شريكا تجاريا أساسيا للآخرين، حيث تبلغ قيمة الصادرات البينية لدول المنطقة 40% من إجمالي الصادرات لعام 1997. من جانب آخر، يتخذ هذا الارتفاع في مستوى التجارة البينية شكل التخصص في النشاطات من الدول الأكثر تقدما إلى الدول الأقل دخلا في المنطقة مما ساعد على انتشار الأزمة بسرعة.²²

2.4. قناة الأسواق المالية²³

أصبحت الأزمات المالية تنتقل من دولة إلى أخرى بسرعة نتيجة ارتباط الأسواق المالية والحركة السريعة لرؤوس الأموال قصيرة الأجل أو ما يعرف برؤوس الأموال الساخنة. تشير العديد من الأبحاث والدراسات إلى أن دخول أدوات مالية وقوى فاعلة جديدة يزيد من احتمال حدوث أزمات مالية معدية، ويرفع من التحركات المشتركة للأسواق المالية. أدى السماح لغير المقيمين بدخول أسواق الأوراق المالية في بلدان جنوب شرق آسيا، وتمكين المقيمين من الحصول على قدر أكبر من الأصول المقومة بالدولار الأمريكي إلى قيام علاقة وثيقة بين سوقين غير مستقرين بطبيعتهما هما سوق العملات

من العدوى، بسبب تغيرات تم رصدها حول الأساسيات الاقتصادية الكلية، وإنما نتيجة تغير سلوك وتوقعات المستثمرين وباقي الأعوان الماليين. يحدث هذا النوع من العدوى بسبب ظاهرة تسمى اللاعقلانية *Irrationnels* ناتجة عن الهلع المالي أو فقدان الثقة وزيادة الخوف تجاه المخاطرة *L'aversion au risque*، أو نتاج سلوك تجميعي أو ما يعرف بسلوك القطيع.

حاول الباحثون، في هذا الإطار، نمذجة الجوانب النفسية والسلوكية للمستثمرين محاولة لتفسير هذا النوع من العدوى من خلال حصر أهم القنوات التي يمكن من خلالها أن تنتقل الصدمات بين الأسواق المالية بسبب تغيرات في سلوك المستثمرين أو توقعاتهم. تطرح هذه القنوات إشكاليتين رئيسيتين: المشاكل المتعلقة بصدمات السيولة والمشاكل المتعلقة بعدم الامتثال في المعلومات *Asymétrie d'information*. من جهة أخرى، يمكن أن تؤدي التوازنات المتعددة وذاتية التحقق إلى هذا النوع من سلوكيات العدوى لدى المستثمرين بين الأسواق المختلفة.

4. قنوات انتقال عدوى الأزمات المالية

1.4. القناة التجارية

حسب عبد اللاوي وجوادي (2010)، لا تزال السياسات والنظريات التي تؤيد تحرير التجارة الخارجية، سواء عن طريق المفاوضات متعددة الأطراف أم عن طريق الترتيبات الإقليمية الجديدة،¹⁹ تستمد مصداقيتها من توليفة أساسية تجمع بين التجارة والتنمية، تؤسس لعلاقة سببية ارتباطية وطيدة بين تحرير التجارة الخارجية على كافة مستوياتها وبين ارتفاع معدلات التنمية في اقتصاديات الدول. بمعنى آخر، يصبح على الدول التي تهدف إلى زيادة معدلات التنمية لديها لزاما أن تحرر تجارتها الخارجية.²⁰

أدى ارتفاع معدلات الارتباط التجاري بين الدول، في ظل الانفتاح التجاري الكبير وتقلص أشكال الحماية، بسبب ترتيبات المنظمة العالمية للتجارة (OMC) والترتيبات الإقليمية الجديدة، إلى زيادة احتمالات انتقال الأزمة من الاقتصاديات التي تشب فيها إلى الاقتصاديات المجاورة والمرتبطة معها، سواء كان ذلك ماليا، أم تجاريا أم اقتصاديا. وعليه، يساعد هذا الوضع على تسهيل انتقال حالات الركود

○ الصدمات المشتركة *The existence of commun shocks*: يمكن للعديد من الدول أن تتأثر بصدمة مشتركة في الوقت نفسه، فمن ضمن الصدمات الخارجية التي يمكن أن تؤثر على كامل المجموعة أو جزء منها فقط، نجد الارتفاع في معدلات الفائدة الأمريكية، الانخفاض في أسعار الطاقة والمواد الأولية وكذلك الارتفاع في الدولار الأمريكي.

○ المعلومات غير التامة *The imperfections of information*: عندما تنفجر الأزمة في دولة معينة، فإن المستثمرين الأجانب الذين هم ليسوا على دراية كافية بأوضاع الدول الأخرى، سيعتبرون أن الدول التي لها نفس خصائص الدولة التي تعرضت لأزمة ستدخل هي الأخرى في أزمة، حيث يقوم المستثمرون ببيع سندات وأصول أخرى في هذه الدول مسببين بذلك أزمة، وفي هذه الحالة نكون بصدد هجمات مضاربة ذاتية التحقق (*Attaques spéculatives auto-réalisatrices*).

○ العدوى السياسية *The politic contagion*: تم طرحها من قبل Drazen (1999)، حيث يرى أنه في حالة ما إذا تخلت بعض الدول لمنطقة معينة عن نظام الصرف الثابت، فإن تكلفة القيام بذلك ستكون أقل لبقية الدول الأخرى.

5. عدوى أزمة الرهون العقارية الأمريكية: نظرة جديدة للعدوى لا يمكن بأي حال تفسير انتشار أزمة الرهون العقارية الأمريكية على نطاق واسع، وتحولها من أزمة قطاعية محلية إلى أزمة مالية عالمية، من خلال المفهوم التقليدي للعدوى. فاضطراب الأسواق المالية العالمية والانخفاض الحاد في أصول المستثمرين لا يمكن أن يفسر فقط من خلال الخسائر التي حدثت لسوق العقارات عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد ساهم النموذج المبتكر لتوليد القروض وتوزيع مخاطرها *Originate to distribute model* وتعاضم عدد المتدخلين والوسطاء، بالإضافة إلى تعقد الابتكارات المالية في استحداث قنوات جديدة لانتقال عدوى الأزمات المالية وبهيكلة وآليات جديدة.²⁶

يتيح هذا النموذج المبتكر للإقراض توزيع القروض بشكل أوسع عن طريق عمليات التوريق والمشتقات المالية، بمعنى اشتقاقها بدل الاحتفاظ بها ضمن بنود الميزانية للمؤسسات

وسوق الأسهم، مما ساهم في غياب الاستقرار على مستوى هذه الأسواق.

فيما يخص الروابط المحلية لدول المنطقة، فإن المستجبات المالية في كل دولة تؤثر على الدول الأخرى، هذا ما ينطبق كذلك على نشاطات أسواق رأس المال والاستثمار الأجنبي المباشر والسوق المصرفية. في هذا الإطار، قد يبيع المستثمرون الأجانب أصولهم الموجودة في دولة ما نتيجة للخسائر التي تكبدوها في دولة أخرى. وعليه، يمكن أن تؤدي الروابط المالية بين الدول، في منطقة عالية التكامل الاقتصادي فيما بينها، كما هي الحال بالنسبة إلى دول جنوب شرق آسيا، إلى انتقال الأزمات المالية التي تعيشها الأسواق المالية في بعض الدول إلى دول أخرى بصفة تلقائية، حيث يتوقع المستثمرون في السوق أن تنعكس التقلبات في أسعار الأسهم على كل الأسواق الأخرى في الوقت نفسه، ما يؤدي إلى اتساع حيز انتشار الأزمة.

3.4. الارتباط بالدولار واستفحال الأزمات

تؤكد التجربة المؤلمة لدول جنوب شرق آسيا النتائج الوخيمة جراء تعويم عملاتها وارتباطها ارتباطاً وثيقاً بالدولار الأمريكي، فحينما أثيرت الشكوك حول استدامة ترتيبات سعر الصرف، بدأت خطوات متسارعة للتدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل تجاه دول الأقاليم ساعية للاختطاف السريع للمضاربة... بهذا المعنى، فإن ارتفاع قيمة سعر الصرف الحقيقي، وتنامي الدين الخارجي قصير الأجل، والعجز الواضح في الحساب الجاري الخارجي، تقاوم أثرها السلبي بفعل ضعف النظام المالي، وحينما فقد المستثمرون الأجانب ثقتهم في اقتصاد دول الأقاليم، تعرضت العملات المحلية لضغوط المضاربة، واستمرت الضغوط لتنفذ الاحتياطات الرسمية للبنوك المركزية، وبالتالي فقدانها سلاحها الأساسي للحفاظ على القيمة التعادلية للعملة. ومن ثم صار الاتجاه نحو التعويم أمراً لا مفر منه، عندها أصبح استمرار وجود رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي استثمرت بسبب ارتفاع أسعار الفائدة دون جدوى، والنتيجة لابد من إحداث التدفق المعاكس من الخارج من قبل المضاربين، وهو ما حصل فعلاً.²⁴

4.4. قنوات أخرى لانتقال الأزمات المالية:²⁵

المصدر: موسلي أمينة، عدوى الأزمات المالية: دراسة حالة أزمة الرهن العقاري Subprimes، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية 2011-2012، ص 93.

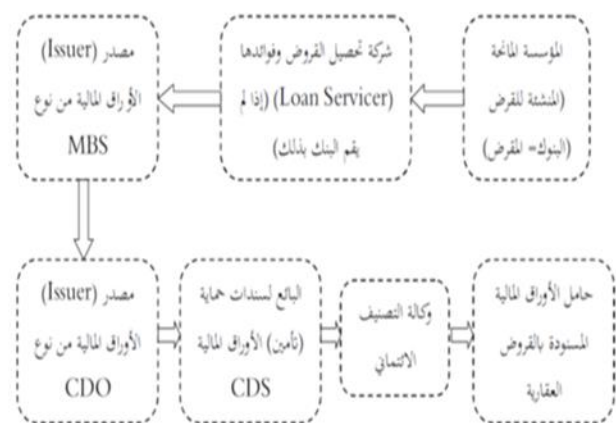
انتشرت أزمة الرهون العقارية الأمريكية، وفق أبحاث دود وميلز (2008)، عندما أثارت خسائر الوسطاء الماليين في سوق واحدة غير شفافة المخاطر بشأن السيولة والملاءة في أماكن أخرى. هناك من الأماكن ما يشد الانتباه ويدعو إلى الدهشة، مثل الأسواق التي تقدم فيها البنوك قروضا إلى بعضها البعض والأوراق التجارية قصيرة الأجل، بل وسندات البلديات.²⁹

الملاحظ في عملية توريق القروض العقارية هو مشكل معيارية الضمانات، حيث كانت الأوراق المالية التي تساندها رهون، أصدرتها مؤسسات تشرف عليها الحكومة الأمريكية (مثل فاني ماي Fannie Mae وفريدي ماك Freddie Mac) معايير مشتركة للضمان؛ وهذا بخلاف الأوراق المالية التي تساندها رهون أصدرتها شركات وول ستريت Mac Wall Street، حيث كانت لها معايير ضمان مختلفة ومقسمة إلى شرائح، ما أدى إلى عدم تناظر المعلومات d'information حول المخاطر المرتبطة بها، والتكاليف الواجب تحملها إزاء هذه المخاطر. كما زاد اعتماد المستثمرين على التقويم الذي تجريه وكالات التصنيف الائتماني الوضع تأزما، لأن هذا النوع من السندات والأوراق المالية العقارية كان أمرا جديدا ومعقدا، والتزامات الديون المضمونة هي أوراق مالية ائتمانية مهيكلت تساندها مجمعات الأوراق المالية والقروض ومشتقات الائتمان التي تجزأ تدفقاتها إلى شرائح لها خصائص وعوائد متباينة. أدت هذه الصيرورة إلى تحويل ما يقرب من 90% من القروض غير الممتازة المورقة إلى أوراق مالية لها تصنيف ممتاز (AAA). شجعت الحوافز المتعلقة بهذه المشتقات والأوراق المالية الدخيلة على إهمال نوعية هذه الائتمانات والمخاطر الحقيقية المتعلقة بها، لأن كل المتدخلين في هذه الآلية كانوا يتلقون مقابلا لإتمام الصفقات الخاصة بها، إضافة إلى أن أطرافا أخرى هي من ستتحمل المخاطر في نهاية المطاف (المستثمرين النهائيين).³⁰

المالية المولدة لها، ثم إعادة توزيعها على عدد هائل من المستثمرين، بالإضافة إلى تصنيفها والتأمين عليها لجعلها أكثر جاذبية من قبل المستثمرين، وتسويقها بشكل جيد. دفعت هذه المزايا الظاهرية المرتبطة بالمشتقات المرتبطة بالقروض إلى الإقبال المفرط على شرائها دون معرفة تامة بحجم المخاطر المرتبطة بها. وعليه، سمح هذا النموذج بانتشار عدوى الأزمة وانتقالها من السوق العقارية الأمريكية إلى الأسواق المالية الدولية. تجدر الإشارة في هذا الإطار إلى الدور الجوهري الذي لعبته شركات التأمين ووكالات التصنيف الائتماني في الإقبال المفرط على هذه المنتجات دون إدراك مخاطرها الداخلية باعتبار أنها مؤمنة وتحمل تصنيفا ائتمانيا من الدرجة الأولى (التصنيف AAA).²⁷

فيما يخص أصناف الأصول التي تم توريقها، فهي تتخذ أشكالا عديدة نذكر منها: التزامات الدين المضمونة (Collateralized Debt Obligation (CDO)، الأوراق المالية المضمونة بأصول Asset Backed Securities (ABS)، الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري Mortgage Backed Securities (MBS)، السندات المستندة إلى رهن عقاري Collateralized Mortgage Obligation (CMO). بالإضافة إلى هذه الأنواع، ابتكرت الهندسة المالية الحديثة شكلا حديثا يجمع بين الأشكال السابقة يسمى بالتمويل المهيكل، حيث يقسم المشتقات المالية الناتجة عن القروض أو الرهون السابقة إلى شرائح معينة حسب درجة مخاطرتها، مما يسمح بتوزيعها بشكل أكبر وأفضل على عدد كبير من المستثمرين.²⁸

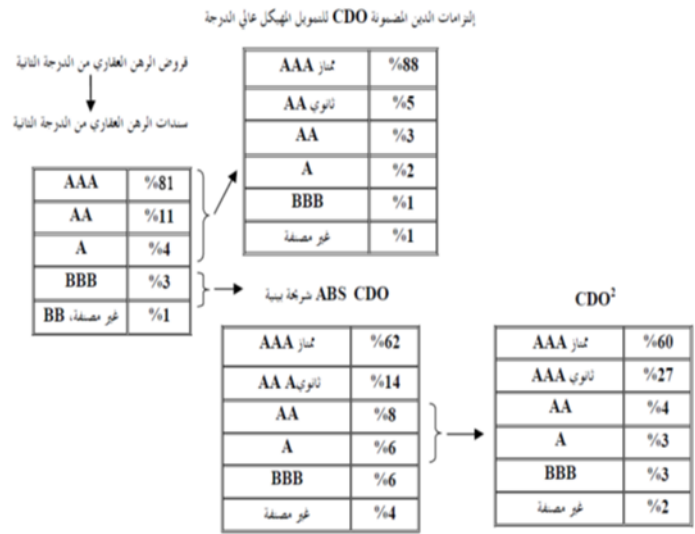
الشكل رقم 1. نموذج إنشاء القروض وتوزيعها Originate to distribute model



حيث كان يمثل آلية جيدة لتوزيع المخاطر. بالنظر إلى وضعية البلدان قبل الأزمة، كان يعتقد الكثير من الخبراء والاقتصاديين أن اقتصاد الولايات المتحدة سيصمد أمام الزيادات المتتالية في أسعار المساكن والعقارات أحسن من باقي البلدان، باعتبار أن الصدمة سيتم امتصاصها من قبل مجموعة كبيرة من المستثمرين، وليس فقط من قبل عدد محدود من المؤسسات المالية والمصرفية، بمعنى أن المخاطر سيتم توزيعها بشكل أكبر، مما يقلل من حجم تأثيرها إن تحققت. بينت الأزمة في الأخير عيوب هذا الطرح أساساً، فالتعاقد يولد انعدام الشفافية مما يرفع من درجة عدم التأكد تجاه قيمة الأوراق المالية المشتقة. بالفعل، ترجم عدم التأكد حقيقة، حيث كانت الأوراق المالية مملوكة لمجموعة كبيرة من المؤسسات، ما يعني ضمناً أن هذا القدر الكبير من انعدام اليقين قد أصاب عدداً كبيراً من الميزانيات العمومية في الاقتصاد.³²

أدى التوريق والعولمة إلى زيادة الترابط بين المؤسسات المالية سواء داخل البلدان أم عبرها، فقد زادت الاستحقاقات الخارجية للمصارف في الاقتصاديات الخمسة المتقدمة الكبرى من 6.3 تريليون دولار في عام 2009 إلى 22 تريليون دولار في عام 2008، وفي عام 2009 تجاوزت استحقاقات هذه المصارف من بلدان الأسواق الناشئة وحدها 4 تريليون دولار، مع ما ينطوي عليها من مخاطر في حال قررت المصارف أن تخفض من انكشافها وتعرضها للمخاطر الخارجية كما حدث بعد الأزمة. سمحت الثغرات التنظيمية هي الأخرى للمصارف بتخفيض اشتراطات رأسمالها عن طريق استبعاد الأصول من ميزانيتها، أو ما يعرف بإعادة هيكلة ميزانيتها، ففي عام 2006 تجاوزت قيمة الأصول

الشكل رقم 2. منتجات الرهن العقاري المهيكلية مقسمة إلى شرائح



المصدر: موسلي أمينة، عدوى الأزمات المالية: دراسة حالة أزمة الرهن العقاري Subprimes، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية 2011-2012، ص 96. وذلك نقلاً وترجمة عن المرجع الأصلي التالي:

Gary B. Gorton, *The Subprime panic*, NBER working paper series, 2008, P 13.

<http://www.nber.org/papers/w14398>.

6. التوريق من أداة للتحوط من الأزمات إلى آلية لانتقال عدوى الأزمات المالية

نكر Blanchard (2009) في أبحاثه أربعة شروط أساسية لتفادى أزمة الرهن العقاري الأمريكية وانتشارها إلى باقي أنحاء العالم، هي التهوين من قدر المخاطرة المتضمنة في الأصول المصدرة حديثاً، عدم شفافية الأوراق المالية المشتقة الواردة في الميزانيات العمومية للمؤسسات المالية، والترابط بين المؤسسات المالية سواء داخل البلدان أم عبرها، والدرجة العالية من الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية للنظام المصرفي ككل.³¹

نما التوريق بشكل كبير وسريع في الوقت نفسه، سواء في الولايات المتحدة الأمريكية، أم باقي البلدان المتقدمة،

الأولى داخل شركات خاصة في قطاع السلع التي يمكن تداولها، وكانت معظم الشركات عبارة عن شركات تصدير اتضح أنها تستخدم المشتقات للحماية من الآثار الضارة التي يمكن أن تحدث إذا ما تم رفع قيمة العملة المحلية الخاصة بهم، ولكن عندما انخفضت قيم العملات بدلا من ذلك وتم الإفصاح عن الخسائر، حدث اضطراب في الأسواق في الوقت الذي كان على الشركات أن تتدافع وتبيع العملات المحلية مقابل الدولار لتغطية خسائرها. وعليه، تأثر ما يقدر بخمسين ألف شركة في الأسواق الناشئة، حيث تضمنت القائمة نحو 10% من المصدرين في إندونيسيا و 571 مصدر في كوريا الجنوبية، كما قدرت الخسائر في البرازيل بمبلغ 28 مليار دولار، وفي إندونيسيا بمبلغ 3 ملايين دولار، وفي المكسيك وبولونيا بمبلغ 5 ملايين دولار لكل منهما. ولم تكن جميع الخسائر في القطاع الخاص، فقد خسرت شركة سيلان للبترول السيرلانكية المملوكة للدولة 200 مليون دولار، وتكدت شركة سيتيك باسيفيك الصينية خسائر بلغت 2.4 مليار دولار.³⁵

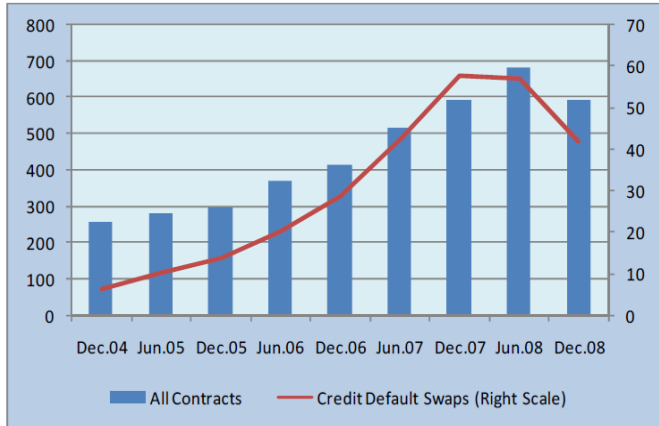
لم تكن هنالك حدود للخسائر المحتملة في هذا النوع من المشتقات المالية، وفي الواقع تمت هيكلة المشتقات بطريقة تحدث فيها الخسائر بمعدل أسرع بمقدار الضعف مقارنة بالتراجع في سعر الصرف الأساسي أو السعر الاسترشادي. كما كانت التكلفة المبدئية أو العلاوة للدخول في هذه المعاملات مساوية للصفر.³⁶

قدر بنك التسويات الدولية حجم التبادل التجاري المباشر في عقود المشتقات المالية التي لم تسدد بعد بمبلغ 592 تريليون دولار أمريكي في نهاية عام 2008، أي ما يعادل تقريبا عشرة أضعاف قيمة الناتج المحلي الإجمالي لجميع بلدان العالم الذي يبلغ نحو 60 تريليون دولار

خارج الميزانية لمجمع سيتي جروب البالغة 2.1 تريليون دولار قيمة أصولها المدرجة في الميزانية البالغة 1.8 تريليون دولار.³³

بالمقابل، ورغم كل ما يقال حول التوريق في الوقت الحاضر بسبب أنه الآلية التي سمحت بانتشار عدوى أزمة الرهون العقارية الأمريكية إلى باقي دول العالم وتحولها إلى أزمة مالية عالمية، من خلال الديون التي تم توريقها في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن التوريق لم يكن المشكلة الرئيسية. بل تمثلت المشكلة في التقويم المفرط لجدارة الأصول الأساسية أو الأصول الحقيقية، كالعقارات مثلا. فطالما لم يتكرر هذا الخطأ، وطالما يتم توفير تغطية وافية للسماح بانخفاض قيمة الضمانات الأساسية، فإن الديون المضمونة من خلال المستحقات الآجلة بالعملة الصعبة ستكون خيارا قابلا للتطبيق بالنسبة إلى كل البلدان المتقدمة منها وحتى الناشئة، الساعية إلى جمع الأموال في بيئة يسودها انخفاض الميل العالمي لتحمل المخاطر. ويمكن التقليل من كثير من هذه المخاطر من خلال اختيار مستحقات تدفق آجلة وتأمين زائد. أصبحت هذه الأخيرة حاسمة نتيجة الأداء السيئ في الآونة الأخيرة للسندات المدعومة بالرهن العقاري، وخلافا لتوريق الأصول الموجودة، مثل القروض العقارية بالعملة المحلية، فإن هياكل التوريق ذي التدفق الآجل (الذي يشمل عائدات تصدير بالعملة الأجنبية أو حقوق سداد متنوعة) قد تماسكت بشكل جيد جدا خلال الأزمة.³⁴

7. المشتقات المالية كآلية لانتقال عدوى الأزمات المالية
سوقت الأزمات المالية في كثير من الأحيان بشكل مباشر وانتشرت عداها عن طريق المشتقات، ما أدى إلى خسائر فادحة في أسواق العملات. سجلت الخسائر



المصدر: مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية، تقارير المركز حول الأزمة المالية العالمية لعام 2008-2009، منظمة المؤتمر الإسلامي، 2009، ص 7.

استخلص دود وميلز (2008) في أعمالهما ثلاثة دروس أساسية من عدوى أزمة الرهون العقارية الأمريكية هي:³⁹

1-نقلت عملية التوريق مخاطر الأوراق المالية مؤقتاً خارج النظام المصرفي، لكن ليس بالقدر المتوقع، حيث لا يمكن معرفة أين تراكمت الخسائر بعدها إلا بعد مرور فترة زمنية طويلة.

2-إلغاء الطرح السابق حول بقاء الأسواق التي تعمل خارج البورصة سائلة مثل أسواق ما بين البنوك، فقد تعرضت هذه الأسواق لاضطرابات بشكل حاد وغير متوقع، ما يتطلب إعادة النظر في هيكلة ميزانيات هذه البنوك من جهة، وهيكله مواردها التمويلية من جهة أخرى.

3-أثبتت عدوى الأزمة تجاهل البنوك للمخاطر النظامية وتركيزها على المخاطر الجزئية فقط، وهذا ما دفع بالبنوك المركزية مدعومة ببنك التسويات الدولية إلى إعادة النظر في معايير السلامة الاحترازية المصرفية والانتقال من الرقابة الاحترازية الجزئية *Supervision* إلى الرقابة الاحترازية الكلية *Microprudentielle*

أمريكي. كما أن مشتقات القروض زادت بشكل كبير في العقدين السابقين حيث بلغت 68 تريليون دولار في نهاية عام 2008 ما يمثل نسبة 105% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي علماً أنها كانت في حدود 15% فقط في نهاية عام 2004.³⁷

انطلاقاً من التحليل السابق، وبغض النظر عن الدوافع، فقد كانت النتيجة جلية وواضحة، حيث لا تناسب هذه المشتقات الدخيلة التغطية، لأنها لا تتفق بصورة وثيقة مع تعرض الشركات غير القادرة على امتصاص الضربة المحتملة الناجمة عن مضاعفة الخسائر المحتملة من تراجع قيمة العملة. تشير عمليات الإفلاس الناتجة إلى أن ذلك هو ما حدث فعلاً. وهناك مبدأ جوهري للملاءمة هو أن المستثمر يجب أن يكون قادراً على امتصاص الخسائر المحتملة. وعليه، وبما أن هذا النوع من المشتقات ليس مناسباً لعمليات التحوط ولا البديل الأمثل للمضاربة، فكيف يمكن تفسير التداول الكبير عليها؟ في هذا الإطار يمكن تفسير ذلك من خلال فرضيتين أساسيتين: تنص الفرضية الأولى على أن البنوك كانت تجبر المستثمرين في بعض الأحيان على إبرام العقود كشرط لتجديد آجال قروضهم؛ تبرر الفرضية الثانية ذلك بكون هذا النوع من المشتقات كان يسعر بطريقة تجذب المستثمرين إلى المخاطر الأعلى، لأن المشتقات الدخيلة كانت تعرض أسعار صرف أفضل من تلك السائدة في سوق الخيارات والعقود الآجلة النموذجية. وتعني هذه النقطة الأخيرة ضمناً أن المستثمرين كانوا على قدر من المعرفة بالمنتجات ومخاطرها.³⁸

الشكل رقم 3. الاتجار المباشر لطرفين في المشتقات المالية (المبلغ التقديري للمتأخرات، تريليون دولار أمريكي)

الاقتصاد العالمي في الفترة 2008-2009، كان الاعتقاد السائد في مطلع عام 2010 أن الأسوأ في الأزمة المالية قد تلاشى، إلا أن انتقال آثار العدوى لتمس الدول الأوروبية، ذات المديونية العالية، وضع مشروع الوحدة الأوروبية الاقتصادية أمام اختبار حقيقي لأول مرة منذ إنشاء العملة الموحدة الأوروبي.⁴¹

خلال أبريل من عام (2010) بدأ الحديث عن انتقال عدوى الأزمة المالية العالمية لتصيب الأوضاع المالية السيادية لبعض الدول في الاتحاد الأوروبي، حيث بدأت تبرز مشكلة تفاقم الديون العامة والعجز في الميزانيات العامة في معظم دول الاتحاد الأوروبي، خاصة اليونان، التي تفاقم ديونها العامة وأصبحت تهدد الاستقرار الاقتصادي الأوروبي، وتندرج بأزمة مالية عالمية جديدة، وذلك قبل أن يتأكد خروج الاقتصاد العالمي من الأزمة العالمية المترتبة على الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية.⁴²

مع استمرار الضعف الاقتصادي وزيادة الإنفاق، اضطرت الحكومة اليونانية إلى مضاعفة الاقتراض في السنوات السابقة للأزمة المالية وخلالها، في وقت انخفضت فيه أسعار الفائدة، مما يعني ضمناً ارتباط أزمة الاقتصاد اليوناني بشكل وثيق بالأزمة المالية العالمية، حيث ضرب الركود الاقتصادي العالمي بعمق الاقتصاد اليوناني. المتمتعين لأزمة الديون السيادية في دول الاتحاد الأوروبي سيلاحظ أن هذه الأزمة ورغم اختلافها ظاهرياً مقارنة بأزمة الرهون العقارية الأمريكية لعام 2008، إلا أنها تتشابه معها في كثير من النقاط، حيث إن هذه الأزمة نشبت عن عمليات الإقراض الواسعة لأصحاب الملاءات المالية الضعيفة ومن دون ضمانات، حيث أدى تسرع الدول الأعضاء

Supervision Macroprudentielle من خلال معايير بازل الثالثة *bâle III* التي هي طور التطبيق حالياً حتى عام 2019.

8. من عدوى أزمة الرهون العقارية الأمريكية إلى عدوى أزمة الديون السيادية الأوروبية
تقدم المشروع الأوروبي بخطة ثابتة مضيفاً أعضاء جدد في كل مرة، ملغياً الحواجز الجغرافية والتجارية والمالية، محققاً بذلك إزدهاراً لا مثيل له. إلا أن نشوب الأزمة المالية العالمية لعام 2008 مثل اختباراً حقيقياً له، وكشف عيوباً كانت قد أخفتها السنوات الجيدة. عانت الاقتصاديات الأوروبية، بعد نشوب أزمة الرهون العقارية من أسوأ كساد منذ الحرب العالمية الثانية، رغم أن الإجراءات المتخذة من قبل الحكومات الأوروبية والمتعلقة بضخ سيولات إضافية في اقتصادياتها، حال دون حدوث انهيار تام للقطاع المالي. انتقلت عدوى الأزمة المالية العالمية لعام 2008 إلى الاقتصاديات الأوروبية، وزادت من التوترات داخل منطقة اليورو، فقد عانت كثير من بلدان الاتحاد من عجز كبير واقترب ذلك بنسب ديون مرتفعة. إن اعتماد دول الاتحاد الأوروبي المتزايد على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة في تمويل النمو جعلها أكثر عرضة للعدوى. وبعد انتقال الأزمة إليها، تغيرت فكرة أن التمويل الخارجي المسند إلى المصارف سيكفل الحصول على تدفقات وافدة من رأس المال أكثر استقراراً. والأشد تأثيراً في هذا الإطار هو البلدان الأعلى تضخماً وعجزاً في حساباتها الجارية.⁴⁰

بعد التعبئة الاستثنائية لكل دول العالم في مواجهة آثار أزمة الرهون العقارية الأمريكية لعام 2008، خاصة مجموعة العشرين G20، لمواجهة الاضطرابات المالية الناتجة عن إفلاس بنك ليمان براذرز *Lehman Brothers* والانكماش الاقتصادي الحاد الذي مس

عدم قدرة اليونان على الوفاء بديونها، خاصة مع تزايد معدل العجز في الميزانية العامة، وارتفاع حجم الدين العام، فأصبحت الأزمة تهدد الاتحاد الأوروبي برمته، وطرحت فكرة خروج اليونان من المنطقة الاقتصادية الأوروبية، إلا أن دول الاتحاد الأخرى قررت تقديم حزمة مساعدات مالية لليونان مقابل تنفيذها لإصلاحات اقتصادية واتباع إجراءات تقشفية، بهدف خفض معدل العجز في الميزانية إلى حدود 3% من الناتج الداخلي الإجمالي كما تشترطه معاهدات الاتحاد الأوروبي. ساهم غياب الثقة في الأسواق الأوروبية في تفاقم أزمة الديون الأوروبية، نتيجة للموقف السلبي لبعض دول الاتحاد الأوروبي في بداية الأزمة تجاه اليونان، حيث أعلنت بعض الحكومات صراحة عن عدم تقديم أي مساعدة مالية لها رغم أن ديونها في ذلك الوقت لم تكن تتجاوز 300 مليار يورو، وهو ما انعكس سلباً على جميع الأسواق الأوروبية. وفي الوقت نفسه، لا يمكن إهمال أسباب تلك الأزمة من خلال وجود اتحاد أوروبي نقدي مع انفصام في السياسة المالية، وغض الطرف عن التجاوزات المالية الحاكمة لهذا الاتحاد وفقاً لاتفاقية ماستريخت وبخاصة تسجيل الديون في العديد من دول الاتحاد وفي مقدمتها اليونان.⁴⁵

تعتبر فرضية الارتباطات المتعددة ما بين الدول الأوروبية قضية مثبتة لدى الكثير من الاقتصاديين، إلا أن وجود ظاهرة العدوى بين هذه الدول لا يزال محل نقاش. قام Tamakoshi & Hamori (2011) في أعمالهما بدراسة قنوات انتقال الصدمات خلال الفترتين (2007-2009) و(2009-2011)، ما بين الدول التالية: اليونان، إيطاليا، البرتغال، إسبانيا، إيرلندا. وخلصت الدراسة إلى إثبات وجود علاقات ارتباطية

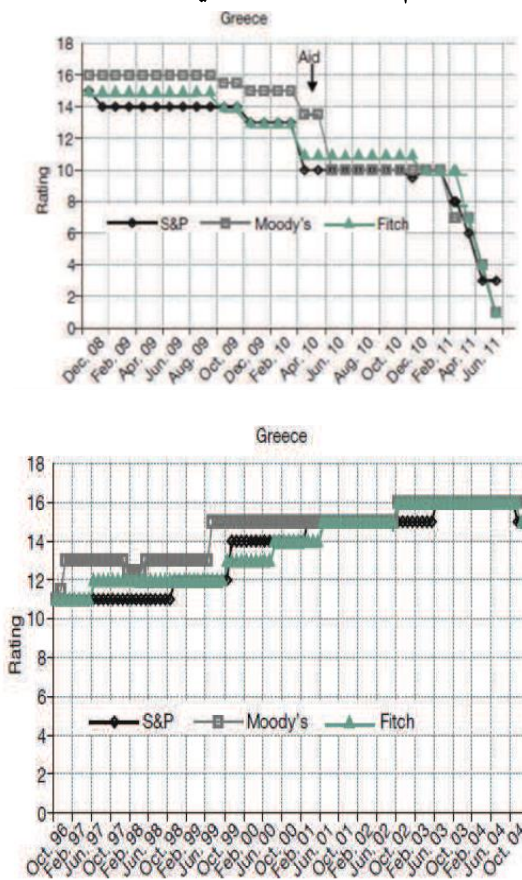
في الاتحاد الأوروبي في استثناء شروط الانضمام إليه إلى الإفراط في الاستدانة من أجل رفع معدلات النمو الاقتصادي بها وتحسين أدائها الاقتصادي، لتتبين في ما بعد المؤشرات الحقيقية المرتفعة لنسب عجز الميزانية ونسب الدين العام مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي، في كثير من الدول، خاصة اليونان والبرتغال وإسبانيا وبريطانيا.⁴³

توسعت اليونان في الاقتراض من أجل الزيادة في الإنفاق العام لأجل إنعاش النمو الاقتصادي وتحسين مستويات الأداء، ليلبلغ حجم الديون في عام 2009 نحو 406 مليار دولار، وتمثل هذه الديون ما نسبته 120% من الناتج المحلي الإجمالي، وهي ديون تمثل مخاطرة كبيرة للاقتصاد اليوناني باعتبار أنها تتجاوز حجم الناتج الداخلي الخام من جهة، كما أنها تستحق على آجال قصيرة، مما يصعب من تسييرها من جهة أخرى. تكمن مخاطر هذه الديون كذلك بالنسبة إلى الاقتصاد اليوناني لكون عجز الموازنة العامة في اليونان وصل إلى نحو 14% من الناتج الداخلي الخام، وهي نسبة تتجاوز نسب العجز التي يلزم بها الاتحاد الأوروبي أعضائه، التي لا تتعدى حدود 3%. كل هذه المشاكل بالإضافة إلى ارتفاع معدلات البطالة في اليونان التي وصلت نحو 10%، عقدت كثيراً من تجاوز المشكلة.⁴⁴

عقب ذلك، وفي جوان 2010 طلبت الحكومة اليونانية رسمياً من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي تفعيل خطة إنقاذ تتضمن قروضا لمساعدة اليونان حتى تتجنب الإفلاس والتخلف عن سداد الديون. وعليه، ارتفعت معدلات الفائدة على السندات اليونانية كما ارتفع التأمين على هذه السندات ضد التخلف عن السداد إلى معدلات عالية. وأدى هذا إلى تخوف المستثمرين من

قبل *Standard & Poor's* في نفس الشهر، حيث خفضت التصنيف الائتماني لليونان إلى درجة التخلف الائتقائي CD، وذكرت الوكالة في بيان لها أنها خفضت التصنيف الائتماني لليونان بعد إقرار الحكومة اليونانية مشروع القانون حول أحكام العمل الجماعي الذي يغير الشروط الأولية بشكل جذري، ويطلق ما يسمى بإعادة هيكلة الديون.⁴⁷

الشكل رقم 4. التصنيف الائتماني للديون اليونانية



المصدر: رواق خالد، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة بكرة، السنة الجامعية 2012-2013، ص 73.

يوضح الشكل أعلاه الفرق الواضح في تصنيف المديونية اليونانية خلال الفترتين من 1996 إلى 2004

متعددة قبل الأزمة للدين اليوناني، لكنها لم ترصد علاقات سببية معنوية خلال الأزمة. كما قدم Beirne & Fratzcher (2013) دراسة حول أزمة الديون السيادية لعينة من 31 دولة. خلصت الدراسة إلى أن أهم سببين لنشوب الأزمة هما ضعف وهشاشة الأساسيات الاقتصادية بالإضافة إلى ظاهرة العدوى ما بين بعض هذه الدول.⁴⁶

9. دور وكالات التصنيف الائتماني في نقل عدوى أزمة الديون اليونانية

لعبت وكالات التصنيف الائتماني دورا هاما في انتقال عدوى أزمة الديون السيادية في اليونان، حيث خفضت هذه الوكالات التصنيف الائتماني لليونان بعدة درجات وفي وقت متقارب جدا. ففي ديسمبر من عام 2009 قامت لجنة التنقيط الدولية *Standard & Poor's* بتغيير نقطة سندات الخزينة اليونانية من A إلى A-، كما قامت شركة *Fitch Ratings* بنقل التنقيط من A- إلى BBB+ بعد هذه الوكا

لتين جاء دور وكالة *Moody's* لتقوم هي الأخرى في نفس الشهر بتخفيض تنقيط الديون اليونانية من A1 إلى A2 بسبب التدهور المالي الذي شهدته الميزانية العامة في اليونان، وفي جويلية 2011 قامت نفس الوكالة بإعادة تخفيض ديون اليونان ثلاث درجات أخرى إلى Ca، وهو ما يزيد بمقدار نقطتين فقط عن حد الإفلاس المالي، وقالت الوكالة في بيان لها: إن برنامج الاتحاد الأوروبي المعلن يعني في ما يتعلق بسندات الحكومة اليونانية أن احتمال استبدال ديون مشكوك في تحصيلها ومن ثم التخلف عن سدادها قائم بنسبة 100%. وفي فيفري 2012 خفضت وكالة *Fitch* التصنيف الائتماني لليونان من CCC إلى C. أسوأ هذه التصنيفات جاء من

خاتمة

يشكل الاقتصاد الأوروبي مجتمعا أكبر كتلة اقتصادية عالمية، بحجم ناتج إجمالي يقدر بأزيد من 15 تريليون دولار، ومن ثم، فإن أزمة الديون السيادية التي عانت منها معظم الاقتصاديات الأوروبية وما نجم عنها من اتباع سياسات مالية تقشفية، قد أضعف فرص النمو والتوظيف، ليس فقط في منطقة اليورو، ولكن في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء من خلال تأثيرها السلبي على الطلب العالمي. كما كان للأزمة العديد من التداعيات الاقتصادية التي أثرت بشكل كبير على الاقتصاد العالمي برمته. فأصبحت الدول النامية والناشئة وفي مقدمتها الصين والهند هي التي تقود النمو الاقتصادي العالمي، حيث بلغ معدل نمو الدول النامية والناشئة أربعة أضعاف معدل نمو الدول المتقدمة في عام 2011.

يعد الاستقرار المالي هدفا أساسيا في الوقت الراهن في ظل العلاقات التشابكية المعقدة بين الأسواق المالية العالمية، وما أفرزته هذه العلاقات من ظاهرة انتقال الأزمات التي تنشأ بدولة أو سوق مالية معينة إلى باقي الأسواق واقتصاديات العالم بصورة آنية أحيانا، وقد قام صندوق النقد الدولي في وقت سابق باستحداث مؤشرات تعنى بالإنذار المبكر للأزمات المالية فضلا عن مجموعة من المعايير الاحترازية، تتضمن التأكيد على الشفافية وحوكمة المؤسسات المالية، وترمي إلى تجنب انتقال التأثيرات السلبية للأزمات المالية من دولة إلى أخرى واستقر الرأي على دمج كل الترتيبات في إطار أشمل وهو الاستقرار المالي.

ومن 2008 إلى 2011، حيث أعطت كلها تصنيفات جيدة ومميزة لليونان في الفترة الأولى، سمحت لها بالدخول إلى أسواق المال الدولية نتيجة الضمانات الضمنية التي تتوفر عليها، باعتبارها عضوا في الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو، لكن بعد نشوب الأزمة المالية العالمية لعام 2008، تدهورت كل المؤشرات إلى الجانب السلبي وبشكل حاد. هذا ما يطرح الاستفهام حول مصداقية تقويمات هذه الوكالات الدولية والمعايير المدرجة في التصنيف الائتماني لديون الدول.⁴⁸

من أجل تأمين استقرار الوضع المالي ودعم الحكومة الاقتصادية داخل بلدان المنطقة، أسس الاتحاد الأوروبي الصندوق الأوروبي للاستقرار المالي (FESF) تضمنه الدول من خلال رأسمال يقدر بنحو 440 مليار يورو، محاولة لتعزيز التضامن بين البلدان الأعضاء، حيث يتيح هذا الصندوق لأي بلد عضو الحصول على تمويلات مقابل التزامه ببرنامج إصلاحات، فمثلا تم اللجوء إليه لإعادة تمويل إيرلندا بمبلغ 85 مليار يورو، مقابل إعادة هيكلة نظامها المصرفي وتدعيم مالياتها العامة، ما سمح لهذا البلد بالتحرك لفترة من تمويلات الأسواق. واستفادت اليونان بمبلغ 110 مليار يورو في عام 2010 و160 مليار يورو في عام 2011 والبرتغال بمبلغ 87 مليار يورو في عام 2011.⁴⁹

انتقلت دول الاتحاد فيما بعد إلى انشاء أداة دائمة لمساعدة الدول الأعضاء في تحقيق الاستقرار الدائم لاقتصادياتها هي الآلية الأوروبية للاستقرار (MES) التي حلت ابتداء من 2013 محل الصندوق الأوروبي للاستقرار المالي.⁵⁰

قائمة المراجع

- 1- Mohamed Ben Abdallah & Luliana Matei, Crise ET contagion: Cas des pays de l'Europe de l'Est, Cahiers de la MSE, N°44, 2005, P 03.
- 2- Mohamed Ben Abdallah & Luliana Matei, Op. Cit, P 05.
- 3- العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج - دراسة لأزمة الرمن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، السنة الجامعية 2012-2013، ص 75.
- 4- عمرو محي الدين، أزمة النور الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، دار الشروق للنشر، القاهرة، 2000، ص 88.
- 5- موسلي أمينة، عدوى الأزمات المالية، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 5، 2014، ص 167.
- 6- ودان بوعبد الله، آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية: دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، السنة الجامعية 2014-2015، ص 184.
- 7- عمرو محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص 87-88.
- 8- Paul Robert Masson, Multiple Equilibria Contagion and the Emerging Market Crises, IMF Working Paper, 1999, PP 10-11.
- 9- نسبة إلى الماسون وهي رياح جنوبية غربية تهب على الهند من المحيط الهندي في فصل الصيف، وتكون مسؤولة عن موسم الأمطار الذي ترتبط به الزراعة في العديد من مناطق الهند، انظر في ذلك: عمرو محي الدين، أزمة النور الآسيوية، ص 235.
- 10- أوكيل نسيم، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها - مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2007-2008، ص 315.
- 11- Sophie Brana & Delphine Lahert, La propagation des crises financières dans les pays émergents: La contagion est-elle discriminante ?, Revue Economie Internationale, N° 103, Paris, 2005, PP 77-78.
- 12- العقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص 77.

تختلف الآثار المترتبة على انتقال عدوى الأزمات المالية من دولة إلى أخرى. كما تختلف أيضا التدابير والسياسات التي يجب على الدول انتهاجها للحفاظ على درجة مناسبة من الاستقرار المالي. وقد يكون التعاون الإقليمي في هذا الصدد ضروريا، حيث تتشابه الآثار المترتبة على انتقال عدوى الأزمات.

هناك تباين في نتائج الدراسات المتعلقة بنظريات تفسير عدوى الأزمات المالية. فهناك من النظريات ما يركز على الارتباطات المتعددة القوية القائمة قبل نشوب الأزمة، أو ما يعرف بالنظريات غير المرتبطة بوقت حدوث الأزمة. تخلص هذه النظريات إلى أن آليات انتشار الأزمة مستقلة وغير مرتبطة بوقت حدوثها. القسم الثاني من النظريات يهتم بالروابط التي تتولد أثناء حدوث الأزمة، بمعنى أنه وبمجرد حدوث الأزمة تظهر قنوات جديدة مختلفة عن تلك الموجودة قبل الأزمة. كما أبرزت هذه النظريات الدور البارز الذي يلعبه المستثمرون في انتشار الأزمات في إطار التكامل المالي بين الأسواق وعقلانية المستثمرين الذاتية، التي قد تؤدي إلى المغالاة في التحركات المشتركة بين الأسواق.

أثبتت الأزمة العالمية لعام 2008 فشل نموذج الدومينو في تفسير ظاهرة العدوى لذلك ظهر تفسير جديد لهذه الظاهرة، حيث يساهم 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 المتخيلين، إضافة إلى تعقد الابتكارات المالية إلى إنشاء قنوات جديدة لتحويل ونقل المخاطر، كما أن شركات التأمين ووكالات التصنيف الائتماني لعبت دورا كبيرا في نقل العدوى أيضا.

- 20- عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، الأزمات المالية: سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمات المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص 08.
- 21- عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سبق ذكره، ص ص 09-10.
- 22- عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سبق ذكره، ص 10.
- 23- العقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص 79.
- 24- عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سبق ذكره، ص 14.
- 25- محمد بن بوزيان وسمية زيرار، انتشار عدوى الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، جامعة بسكرة، 2010، ص 38.
- 26- موسلي أمينة، عدوى الأزمات المالية: دراسة حالة أزمة الرهن العقاري *Subprimes*، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية 2011-2012، ص 93.
- 27- موسلي أمينة، مرجع سبق ذكره، ص 93-94.
- 28- موسلي أمينة، مرجع سبق ذكره، ص 94-96.
- 29- رندال دود وبول ميلز، تفشي المرض: عدوى الرمونات دون الممتازة الأمريكية، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 2، 2008، ص 14.
- 30- رندال دود وبول ميلز، مرجع سبق ذكره، ص 15.
- 31- أوليفيه بلانشار، العاصفة التامة: وجهة نظر في الأسباب الرئيسية الكامنة خلف الأزمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، 2009، ص 37.
- 32- أوليفيه بلانشار، مرجع سبق ذكره، ص 38.
- 33- أوليفيه بلانشار، مرجع سبق ذكره، ص 38.
- 34- سوماس كيكنتار ودليلب راثا، مسارات جديدة للتمويل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، 2009، ص 44.
- 35- راندال دود، اللعب بالنار: شاركت شركات عبر كافة أطياف الأسواق الناشئة في عقود مشتقات دخيلة أدت إلى خسائر كبيرة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، 2009، ص 40.
- 36- راندال دود، مرجع سبق ذكره، ص 41.
- 37- مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية، تقارير المركز حول الأزمة المالية العالمية لعام 2008-2009، منظمة المؤتمر الإسلامي، 2009، ص ص 6-7.
- 13- Rachida Hennani & Michel Terraza, Contagions ou interdependances des principaux indices europeens? Les enseignements d'un modele chaos-stochastique, 6th Euro-African Conference in Finance and Economics (CEAFE) March 31th-April 1st, 2016, Marseille, P 07.
- 14- Rachida Hennani & Michel Terraza, Op. Cit, P 08.
- 15- Rachida Hennani & Michel Terraza, Op. Cit, P 08.
- 16- Rachida Hennani & Michel Terraza, Op. Cit, PP 08-09.
- 17- Emmanuel Jean, Les modeles de contagion: Une application à la crise de la dette souveraine européenne, Mémoire de master en sciences de gestion, université catholique de Louvain, Mons, 2011-2012, PP 13-15.
- 18- Emmanuel Jean, Op. Cit, P 15.
- 19- يطلق مصطلح الإقليمية الجديدة لتوصيف تلك الموجة التي بدأت منذ منتصف ثمانينيات القرن الماضي من علاقات وتنظيمات التكامل الاقتصادي والتجاري الإقليمي، ويستند هذا المفهوم إلى نموذجين: النموذج الأول هو التكتل التجاري الإقليمي القائم على فرصة تسيير العلاقات التجارية بين الدول الأعضاء، وبدرجة تميزها عن العلاقات التجارية مع الدول غير الأعضاء، ولهذا النموذج مستويات متعددة أدناها هي المناطق التجارية الحرة وأعلها الاتحاد الاقتصادي مثل الاتحاد الأوروبي؛ يقوم النموذج الثاني على أساس التخصص وتقسيم العمل الصناعي في مجموعة من الصناعات أو صناعة واحدة بين مجموعة من الدول التي يجمعها هذا التخصص والتقسيم في العمل، ومثال ذلك مثلث النمو الإقليمي الفرعي الذي ربط التكنولوجيا والقوة المالية في سنغفورة والعمالة والموارد في أرخبيل ريو ياندونيسيا. كما يذهب البعض في تعريفه لمفهوم الإقليمية الجديدة بأنها سياسة تصميم لتخفيض معوقات تدفق التجارة بين بعض الدول بغض النظر عن كون الدول متجاورة أو حتى قريبة أو بعيدة عن بعضها، وهو ما يعرف بالإقليمية المفتوحة *Open Regionalism*، مثل تكتل الدول المصدرة للنفط OPEC. في هذا الصدد يمكن الاطلاع على: علاوي محمد لحسن، الإقليمية الجديدة: المنهج المعاصر للتكامل الاقتصادي الإقليمي، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010، ص 109.

- 38-راندال دود، مرجع سبق ذكره، ص ص 41-42.
- 39-رندال دود وبول ميلز، مرجع سبق ذكره، ص 18.
- 40-ماريك بيلكا، أوروبا في شدة: تختبر الأزمة الاقتصادية العالمية تلاحم الاتحاد الأوروبي، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، 2009، ص ص 8-10.
- 41-رامون فرناديز، تقرير النشاط، التقرير السنوي لوكالة الخزينة الفرنسية، باريس، 2010، ص 2.
- 42-مركز البحوث والدراسات الاقتصادية، التقرير الاقتصادي: الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، السعودية، إصدار سنوي، العدد 19، 2011، ص 16.
- 43-مركز البحوث والدراسات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص ص 16-17.
44. حبيب الشمري، أزمة اليورو. 6 تداعيات على الاقتصاد العالمي أبرزما الدولة، من على الرابط التالي:
http://www.aleqt.com/2010/06/19/article_408387.html
45. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات الاقتصادية الدولية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2012، ص 4.
- 46- Rachida Hennani & Michel Terraza, Op. Cit, PP 03-04.
- 47-رواق خالد، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، السنة الجامعية 2012-2013، ص 72.
- 48-رواق خالد، مرجع سبق ذكره، ص 73
- 49-التقرير الاقتصادي العربي الموحد، مرجع سبق ذكره، ص 4.
- 50-رامون فرناديز، مرجع سبق ذكره، ص 2.