

تاريخ القبول: 2018/09/14

تاريخ الإرسال: 2018/03/16

دراسة تحليلية لظاهرة عدوى الأزمات المالية "حالة الأزمة المالية العالمية 2007-2008"

**(Analytical study of the phenomenon of financial crisis infection "The case of the global financial crisis 2007-2008")**

Taleb Mohamed Elamine Oualid

د. محمد الأمين وليد طالب

walidcirta@yahoo.fr

مخبر المحاسبة، المالية، الجباية والتأمين، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي

The Larbi Ben M'hidi University Of Oum El Bouaghi

Finance laboratory, Accounting, Taxation and Insurance

Kladi Nadira

د. نظيرة قلادي

knnadira@hotmail.fr

جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي

The Larbi Ben M'hidi University Of Oum El Bouaghi

مخبر المحاسبة، المالية، الجباية والتأمين، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي

Finance laboratory, Accounting, Taxation and Insurance

**الملخص:**

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على ظاهرة اقتصادية هامة ألا وهي ظاهرة عدوى الأزمات المالية، والتي تفاقمت وزادت حدتها بشكل كبير خلال العقود الأخيرة وبالأخص منذ انهيار نظام برينن وودز، حيث تميزت هذه المرحلة بتنامي موجة من التحرير المالي وظهور الابتكارات واندماج الأسواق المالية على المستوى الدولي. توصلت الدراسة إلى أن هناك عدة أنواع لظاهرة العدوى المالية وبأنه هناك أيضا عدة قنوات تسلكها الأزمة في انتقالها من دولة إلى أخرى، كما سمحت لنا الدراسة أيضا بالتوصل إلى أن الأزمة المالية 2007-2008 قد شكلت أحسن مثال على ترسيخ ظاهرة عدوى الأزمات المالية في الاقتصاد العالمي، حيث أن الأزمة انتقلت بشكل

سريع من موطن نشأتها في الولايات المتحدة الأمريكية إلى عدد كبير من دول العالم في ظرف وجيز من خلال سلوكها لقنوات معينة.

**الكلمات المفتاحية:** التحرير المالي؛ العدوى المالية؛ الأزمات؛ القنوات

### **Abstract:**

This study aims at shedding light on an important economic phenomenon which is the financial crisis infection, which has been exacerbated and greatly increased in recent decades, especially since the collapse of the Bretton Woods system, so this phase was characterized by a growing wave of financial liberalization and the emergence of innovations and the integration of financial markets at the international level.

The study found that there are several types of the phenomenon of financial infection and there are also several channels through which the crisis passes from one country to another

The study also allowed us to conclude that the financial crisis of 2007-2008 was the best example of the consolidation of the phenomenon of contagion of financial crises in the global economy, as the crisis quickly moved from the country of origin in the United States to a large number of countries in a short time through Specific channels.

**Key words:** Financial Infections - Crises – Channels - Financial liberalization

### **المقدمة:**

يشهد الاقتصاد العالمي منذ انهيار نظام برينتن وودز في سبعينات القرن الماضي تزايد في عدد الأزمات المسجلة من جهة وفي حدة هذه الاخيرة من جهة اخرى، ومن امثلة الازمات المالية التي شهدها العالم في العقود القليلة الماضية نذكر أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997، أزمة الانترنت 2000، أزمة الرهن العقاري 2007-2008، أزمة الديون السيادية الأوروبية 2012.

لا تشكل زيادة تردد الازمات المالية الهاجس الوحيد أمام السلطات السياسية والاقتصادية للدول وإنما ما أصبح يورقهم ويثير مخاوفهم هو ما يسمى بظاهرة العدوى المالية أو ظاهرة انتقال الأزمات المالية، فالواقع بين أنه لم تعد هناك تقريبا

أي دولة في منأى عن وصول الأزمات المالية إلى اقتصادها، وقد ساهمت عدة عوامل في تنامي هذه الظاهرة خلال العقود الأخيرة ابرزها موجة التحرير المالي على المستوى الدولي، وتعدد الابتكارات المالية.

مما سبق يمكننا طرح التساؤل الرئيسي لهذا البحث والمتمثل في:

- ما ظاهرة العدوى المالية؟ وما ميكانيزمات انتقالها بين الدول؟
- ومن أجل الاجابة على التساؤل الرئيسي سنحاول الاجابة على الأسئلة التالية:
- كيف فسرت النظريات الاقتصادية ظاهرة العدوى المالية؟
- ما هي قنوات انتقال الازمات المالية؟
- كيف انتقلت الازمة المالية 2007-2008 من الولايات المتحدة الامريكية؟
- ماهي مختلف العوامل التي ساهمت انتقال الأزمة المالية 2007-2008؟

#### فرضيات البحث:

- نسعى من خلال بحثنا هذا إلى اختبار مدى صحة الفرضيات التالية:
- هناك عدة قنوات يمكن للأزمة المالية أن تسلكها لتنتقل من دولة إلى دولة أخرى؛
- سلكت الأزمة المالية 2007-2008 في انتقالها من الولايات المتحدة الامريكية إلى بقية دول العالم عدة قنوات.

#### أهمية البحث:

يكتسي هذا البحث أهميته من خلال تناوله لموضوع جد حساس أصبح يثير مخاوف حكومات الدول ألا وهو ظاهرة العدوى المالية، ولعل ما يزيد من أهمية هذا البحث هو تحليله لكيفية انتقال الأزمة المالية 2007-2008 بين دول العالم.

#### أهداف البحث:

نهدف من خلال هذا البحث إلى تسليط الضوء على ظاهرة اقتصادية بالغة الاهمية ألا وهي ظاهرة عدوى الأزمات المالية التي ترسخت في الاقتصاد العالمي، ويمر ذلك من خلال التعرض إلى مختلف النظريات المفسرة لهذه الظاهرة وإلى توضيح ميكانيزمات انتقالها.

**منهجية البحث:**

تحقيقا منا لأهداف الدراسة وإجابة منا على التساؤلات السابقة واختبار الفرضيات المطروحة تم الاعتماد في انجاز هذا البحث على كل من المنهج الوصفي والمنهج التحليلي.

**تقسيم البحث:**

من أجل الاجابة على أسئلة البحث واختبار صحة الفروض ارتأينا تقسيم البحث إلى خمسة محاور جاءت كآلاتي:

1. مفهوم العدوى المالية؛
2. أنواع العدوى المالية؛
3. النظريات المفسرة للعدوى؛
4. قنوات انتقال عدوى الأزمات المالية؛
5. عدوى الأزمة المالية 2007-2008.

**1- مفهوم العدوى المالية**

تعد ظاهرة العدوى أحد العناصر الأساسية التي ميزت الأزمات المالية في الماضي ولا تزال تميزها في الحاضر وعموما للعدوى المالية عدة تعاريف وعدة أنواع نتطرق لها فيما يلي:

**تعريف 1:** هي عبارة عن انهيار مؤسسة ما يتسبب في خلق أزمة ثقة من شأنها إصابة مؤسسات أخرى لا ترتبط بالأولى، مما يترتب عليه تراجعها في وتيرة النشاط الاقتصادي، وتتحقق العدوى أيضا إذا ترتب على انهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما نشوء أزمة ثقة ينتج عنها انهيار أسواق المال في دولة أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى.<sup>(1)</sup>

**تعريف 2:** هي أزمة أو هجمة مضاربة في سوق ما ينتج عنها ارتفاع احتمال وقوع ضغوطات في أسواق مالية أخرى، كما يمكن أيضا أن يؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة.<sup>(2)</sup>

من خلال استعراضنا لأبرز تعريف العدوى المالية يمكن القول بأن العدوى هي مجموعة الانهيارات والتقلبات التي تقع في دولة ما ثم تنتقل في ظرف وجيز إلى دول أخرى، وعادة ما تقع العدوى بعد وقوع أزمة ثقة سببها وقوع انهيار في أسواق المال أو أسواق العملة لدولة ما.

## 2- أنواع العدوى المالية<sup>(3)</sup>

يميز الباحثين الاقتصاديين بين نوعين رئيسيين من العدوى:

أ- **العدوى المحاكية contagion mimétique**: هي العدوى التي تؤثر على المتدخلين في نفس السوق أو في نفس القسم من النظام المالي، فهي العدوى التي عادة ما يطلق عليها تسمية سلوك القطيع. يعرف الاقتصادي "أندري أورليون" Oléron André بأنها العملية التي يقلد فيها عون اقتصادي ما نفس سلوك أعوان اقتصاديين آخرين في أسواق المال، بمعنى أن العون الاقتصادي يصبح يعتمد على توقعات عون آخر يعتبره نموذجا له.

يلعب عدم تماثل المعلومات *asymétrie d'information* دورا كبيرا في تنامي هذا النوع من العدوى، حيث يعتقد العون الاقتصادي بأن التصرفات التي يقوم بها الأعوان الآخرين داخل الأسواق المالية كأوامر البيع أو أوامر الشراء هي تصرفات صحيحة نظرا للمعلومات التي يملكونها والتي هو يفتقدها.

نستنتج مما سبق بأن لا تناظرية المعلومات بين المودعين، بائعي الأصول المالية، البنوك... الخ، هي السبب الأساسي للعدوى المحاكية حيث أنه لو كان هناك معلومات صحيحة في متناول كل الأعوان الاقتصاديين لساهم هذا في التخفيف من حدة العدوى وحالات الهلع المالي.

ب- **العدوى النظامية contagion systémique**: تقوم هذه العدوى بنشر الأزمة ونقلها من قطاع معين إلى باقي قطاعات النظام المالي، ويمكن التمييز بين نوعين من الاضطرابات المالية تلك المعقدة التي تشمل كل أقسام النظام المالي وتحدث بسبب العدوى النظامية، وتلك التي تتمركز في جزء معين من النظام المالي فقط.

بينت أبحاث الاقتصاديين بأن الاضطرابات تظهر في أربعة أسواق مختلفة داخل النظام المالي ألا وهي سوق القروض، سوق الصرف، سوق الودائع، وفي الأخير سوق الأموال الخاصة. إذن تظهر الاضطرابات في أحد الأسواق السابقة وتكون متمركزة على أحد متغيرات النظام المالي ثم سرعان ما تنتشر عبر قنوات معينة إلى كامل النظام المالي مشكلة بذلك ظاهرة العدوى النظامية.

### 3- النظريات المفسرة للعدوى

توصل فريق من الباحثين إلى وضع أربع نماذج لتفسير العدوى المالية سنحاول التطرق لها فيما يلي<sup>(4)</sup>

#### 3-1- نموذج الروابط الاقتصادية Linkages Economic

تنتقل الأزمة المالية في ظل هذا النموذج من بلد نشوب الأزمة إلى البلدان الأخرى التي تجمعها بها روابط تجارية وعلاقات استثمارية قوية، ويكون أثر العدوى في ظل هذا النموذج كبيراً داخل الدول ذات المستوى الاقتصادي المنخفض التي عادة ما تكون أنماط تجارتها معروفة ورد فعلها بطيء، بينما يكون هذا الأثر محدوداً في الدول التي يمكنها إتباع بعض الإجراءات المضادة كتخفيض تعاقدها النقدية مع الدول التي وقعت فيها الأزمة أو تشديد الرقابة على مؤسساتها المالية أو على القروض البنكية.

#### 3-2- نموذج زيادة الوعي Heightened awarenss

يفترض هذا النموذج بأنه في ظل وجود معلومات غير كاملة لدى المستثمرين سيتوقع هؤلاء بأن المشاكل التي وقعت في دولة ما قد تظهر في دول أخرى تتشابه معها في المؤشرات الاقتصادية الأساسية، وقد يؤدي هذا التشابه إلى فرار المستثمرين من الدول المشكوك فيها والاتجاه في مقابل ذلك إلى دول أخرى تتماشى أصولها مع سنداتهم وأوراقهم المالية، كما يمكن التغلب على هذا النوع من العدوى بخفض تكلفة المعلومات ونشر تقارير دقيقة.

### 3-3- نموذج تعديل المحفظة الاستثمارية Adjustment portfolio

يقوم مدراء المشاريع في ظل هذا النموذج وكاستجابة أو كرد فعل على أزمة وقعت في دولة ما ببيع الأصول التي بحوزتهم داخل هذا البلد وداخل بلدان أخرى، حيث تكون في الغالب هذه الأصول ضمن المحفظة الاستثمارية، ويزداد احتمال وقوع الأزمات في ظل هذا النموذج كلما كان مدراء الاستثمار متواجدين في عدد كبير من الدول التي تجمعها بدولة الأزمة علاقات مالية أو ارتباطات جغرافية. يمكن الوقاية والتقليل من حدة هذه العدوى بتتبع المحافظ الاستثمارية لتجنب التوقع المتشائم من امتداد الأزمة بين البلدان التي تستثمر فيها هذه المحافظ.

### 3-4- نموذج سلوك القطيع Head behavior

يقوم المستثمرون وفق هذا النموذج بخلق عدوى مالية بسبب إهمالهم أو تغاضيهم لأنواع معينة من الاستثمارات الخاصة بالأوراق المالية استجابة لما يفعله المستثمرون الآخرون، ويؤدي تأثير العوامل النفسية ونقص المعلومات والشفافية إلى إتباع الدائنين نفس سلوك الدائنين في بلد الأزمة، حيث يقومون بإعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية في البلدان خارج الأزمة حتى إن لم يكن هناك أي تغيرات في هذه البلدان وهذا اعتقاداً منهم بأنهم سيقومون بتقليل مخاطر استثماراتهم.

تنتقل الأزمة وفق هذا النموذج عبر ما يسمى بـ "نداء الاستيقاظ" أي أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتنبههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين في البلدان الأخرى، فيباشر هؤلاء الدائنون إجراءات حماية أموالهم ما يؤدي إلى انتشار الأزمة.

### 4- قنوات انتقال عدوى الأزمات المالية

تنتقل الأزمات المالية من دولة إلى دولة أخرى عبر عدة قنوات منها ما يصنف ضمن القنوات الطبيعية للانتقال ومنها يصنف ضمن القنوات غير الطبيعية للانتقال، وسنحاول توضيح ذلك فيما يلي:

## 4-1- القنوات الطبيعية لانتقال الأزمات المالية(5)

يتم انتقال الأزمة المالية بين الدول في ظل القنوات الطبيعية عبر أربع قنوات أساسية هي قناة التجارة، قناة الأسواق المالية، قناة تناسق السياسات الاقتصادية، قناة الصدمات الكلية والصدمات العشوائية.

أ- قناة التجارة الدولية: تؤدي هذه القناة دورا كبيرا في انتقال الأزمات المالية حيث شهدت التجارة الدولية اتساعا وتطورا بين مختلف الدول بفضل الاستغناء عن كافة أشكال الحماية التجارية، وقد ساهمت منظمة التجارة العالمية وتعدد التكتلات الاقتصادية والمناطق التجارية الحرة في ترسيخ الانفتاح التجاري بين الدول وفي ارتفاع معدلات الارتباط. أصبح من السهل انتقال الأزمات من مراكز نشوئها إلى غيرها من الدول عبر ما يعرف بالآثار التبادلية للصفقات التجارية وآثار التغذية العكسية إذ تجاوزت الأزمات المالية في ظل العمولة السائدة مراكزها وبورها وانتشرت دوليا حسب درجة معامل الارتباط السائد.

ب- قناة الأسواق المالية: ساهم ترابط الأسواق المالية وتنامي حركة رؤوس الأموال الدولية ودخول أدوات مالية وقوى فاعلة جديدة في الأسواق المالية الدولية في تطور هذه القناة، ولعل أحسن مثال عن دور هذه القناة في انتقال الأزمة هو أزمة دول جنوب شرق آسيا 1996-1997، كما تؤدي الروابط المالية التي تنتج عن مسار التكامل الاقتصادي بين مجموعة من الدول إلى جعل الأزمة تنتقل بصورة تلقائية بين هذه الدول، إذ بمجرد نشوب أزمة في دولة ما يتوقع المتعاملون بأن تنعكس التغيرات في أسعار الأسهم على أسواق باقي الدول في آن واحد وهو ما يؤدي إلى انتشار الأزمة.

ج- تنافس السياسات الاقتصادية: يظهر أثر هذه القناة بالخصوص في حالة الدول التي تنتمي إلى نفس مناطق التجارة الحرة أو التي لديها نفس العملة أي الدول التي تشكل اتحادات نقدية، حيث من البديهي أن يكون لديها تشابه كبير على مستوى الاقتصاد الكلي والسياسات الاقتصادية المتبعة، وبالتالي فإن رد فعل دولة ما على

نشوب أزمة داخل حدودها ستدفع باقي الدول إلى اتخاذ سياسات مماثلة لهذا البلد ما يؤدي إلى اتساع رقعة انتشار الأزمة.

د- **الصددمات الكلية والصددمات العشوائية:** تنتقل الأزمة المالية عبر هذه القناة في حالة وقوع صدمات على مستوى الاقتصاد العالمي كارتفاع معدلات الفائدة الأجنبية والدولية وتقلص عرض رؤوس الأموال وتراجع الطلب العالمي على بعض المنتجات والمواد الأولية، إذ تحدث هذه الصدمات تدبب في أسعار الأصول في أسواق العديد من الدول التي تتميز بتشابه كبير في أساسيات اقتصادها، أي أن الأزمة ستنتشر في مختلف أسواق هذه الدول مباشرة بعد الصدمة.

#### 4-2- القنوات غير الطبيعية لانتقال الأزمات<sup>(6)</sup>

تتميز هذه القنوات باختلافها عن قنوات الانتقال الطبيعية ويمكن حصرها في ثلاث قنوات رئيسية هي:

أ- **قناة التوازنات المتعددة:** نقول أن أزمة مالية ما قد انتقلت عبر قناة التوازنات المتعددة إذا ظهرت في دولة ما ثم انتشرت إلى دول أخرى تتمتع بحالة توازن جيد على مستوى مؤشرات الاقتصاد الكلي وبالأخص توازن في ميزان مدفوعاتها وفي سعر صرف عملاتها، إذن يكون الانتقال عبر قناة التوازنات المتعددة لما تنتقل الدول التي طالتها الأزمة من حالة التوازن الجيد إلى حالة التوازن السيئ، وهذا لا يعني بأن هذه الدول ستعود بصفة تلقائية إلى حالة التوازن الجيد حيث أن التوازن غير الجيد قد يكون عميقا ومعمرًا، ويقوم المستثمرون في حالة التوازن غير الجيد بتصفية أصولهم والانسحاب من السوق حيث يعتقدون بأن هذا السلوك هو السلوك الرشيد الذي يتلاءم وتوقعاتهم.

ب- **قناة صدمات السيولة:** يؤدي انهيار أسعار نوع أو أنواع معينة من الأصول في السوق المالي لبلد ما إلى إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية في دول أخرى، إذ يقبل المستثمرون بعد ملاحظتهم لانهايار أسعار أصول مالية معينة على بيع هذه الأصول ويتوجهون إلى أسواق مالية في دول أخرى إما لشراء أصول جديدة أو لبيع أصول أخرى ما من شأنه إحداث صدمة داخل هذه الأسواق وبالتالي خلق أزمة.

ج- قناة العدوى السياسية: يظهر دور هذه القناة في انتقال الأزمة المالية من دولة إلى دول أخرى لما يكون هناك عدة دول توازن عملاتها بالنسبة لعملة بلد معين، حيث أن تعرض بلد المركز إلى صدمة ما ستجعل السلطات النقدية داخل هذه الدولة ترد على هذه الأزمة برفع أسعار الفائدة ما سيدفع باقي الدول التابعة أو المحيطة إلى إتباع نفس الإجراء مولدة بذلك إختلالات كبيرة في اقتصادها، وقد سميت هذه القناة بالعدوى السياسية لأنه عادة ما يخضع مديرو البنوك المركزية لضغوطات سياسية من أجل تثبيت سعر الصرف.

د- قناة سلوك المستثمرين: تلعب سلوكات المستثمرين وقراراتهم دورا بالغ الأهمية في توليد حركات جماعية كبيرة تؤدي إلى انتشار الاضطرابات في مختلف الأسواق المالية، وعموما يمكن القول بأن هناك ثلاثة عوامل أساسية داخل هذه القناة وهي:

- **عامل العائد والسيولة:** يساهم المستثمرون في زيادة حدة الأزمة المالية التي تمر بها دولة ما من خلال بيع أصولهم في هذه الدولة ما سيؤدي إلى تعرض هذه الدولة إلى أزمة انخفاض قيمة العملة وانهيار أسعار الأسهم، ويؤدي أيضا وقف البنوك التجارية لمنح الائتمان في البلدان التي تشهد صدمة مالية بدافع تخفيض الخطر العام لمحفظةها الاستثمارية إلى توسيع مشكلة السيولة داخل هذه الدول وبالتالي تعميق الأزمة داخل هذه الدول. ومن جانب آخر قد يؤدي انخفاض أسعار الأسهم في سوق مالي معين إلى قيام المستثمرين بسحب رؤوس أموالهم من هذه الدول ما من شأنه أن يؤدي إلى خلق شح كبير في السيولة يترجم بإفلاس البنوك والمؤسسات المالية ويخلق أزمة ثقة تقود إلى هجمات مضاربة.

- **عامل عدم تماثل المعلومة:** يؤدي نقص وغياب المعلومات الجيدة لدى المستثمرين إلى افتراضهم بأن حدوث أزمة مالية في بلد ما يمكن أن يؤدي إلى حدوث أزمة مشابهة في بلدان أخرى، ويؤدي هذا الافتراض إلى خلق أزمة ثقة في هذه الدول ما يعرض عملاتها إلى هجمات مضاربة.

- **عامل التغير في قواعد الأداء:** من العوامل التي قد تؤدي إلى انتشار الأزمة وانتقالها نجد تقديرات المستثمرين للقواعد التي تدار بها المعاملات و الأزمات المالية.

## 5- عدوى الأزمة المالية 2007-2008

انفجرت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 2007 وتحديدا في شهر أوت أين تم تسجيل عجز المؤسسة التمويلية المتخصصة في القروض العقارية American Home Mortgage عن إكمال إجراءات التصفية وإعلانها عن تسريح أكثر من نصف عمالها.<sup>(7)</sup>

لم تبق هذه الأزمة داخل القطاع المالي الأمريكي فحسب بل انتقلت هزاتها خلال عام 2008 إلى عدد كبير من الدول في العالم، خاصة بعد إفلاس بنك ليمان برادرز يوم 15 سبتمبر 2008 والذي زعزع استقرار الأسواق المالية العالمية.

سلكت أزمة الرهن العقاري في تحولها من أزمة محلية إلى أزمة عالمية عدة طرق أو قنوات هي تقريبا نفس القنوات التي مرت عبرها أزمات عالمية سابقة، وعموما فإنه يمكننا حصر القنوات التي سلكتها الأزمة الأمريكية في ثلاثة قنوات رئيسية سنحاول التطرق لها بالتفصيل فيما يلي:

5-1- قناة أسواق المال<sup>(8)</sup>

كان لأزمة الرهن العقاري آثارا مباشرة على مؤشرات أبرز البورصات العالمية حيث تم تسجيل تراجع كبير في أبرز هذه المؤشرات ابتداءً من منتصف عام 2007 والذي تزامن مع انفجار الأزمة في السوق العقاري الأمريكي، ولعل ما زاد الأمور تعقيدا هو فشل كل من البنك المركزي الأوروبي BCE والاحتياطي الفدرالي الأمريكي FED في احتواء هذه الأزمة بالرغم من الضخ المتواصل للسيولة داخل القطاع المالي.

تلعب أسواق المال الأمريكية دور الرائد بالنسبة لباقي أسواق المال العالمية إذ اكتسبت أسواق المال الأمريكية هذه المكانة نظرا لأنها تمثل من حيث القيمة حوالي ثلث أسواق المال العالمية، ضف إلى ذلك هناك ارتباطا كبيرا بينها وبين الأسواق المالية الأوروبية والأسبوية والأمريكية.

يتجسد الارتباط الكبير بين الأسواق المالية الدولية عبر المحافظ الاستثمارية للمستثمرين حيث يسعون لتوزيع محافظهم المالية من خلال الاستثمار في كافة البورصات العالمية وهذا سعيا منهم إلى تخفيف المخاطر المترتبة عن تراجع أسعار

الأوراق المالية في أي من بورصات العالمية، ويتعزز هذا الترابط الكبير بين الأسواق المالية الدولية بفضل حرية حركة رؤوس الأموال (الاستثمارات).  
تمثلت الآثار الأولية لأزمة الرهن العقاري في انخفاض وتراجع مؤشرات البورصات العالمية حيث سجل كل من مؤشر FTSE100 ومؤشر CAC40 ومؤشر DAX ومؤشر NIKKEI ومؤشر DOW JONES ومؤشر S&P500 تراجعاً ملحوظاً ابتداءً من جويلية 2007، كما أن مؤشرات أسواق المال الآسيوية لم تكن في منأى عن هذا التراجع حيث تراجعت أسواق المال في كل من تايلندا، ماليزيا، هونج كونج، اندونيسيا، كوريا، تايوان، كما كان التراجع في السوق المالي الصيني محدوداً مقارنة بباقي الأسواق نظراً لأنه لم يكن في حوزة الصين والمستثمرين الصينيين استثمارات في القطاع العقاري الأمريكي.<sup>(9)</sup>

إلى جانب تحرير حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي ووصول الاستثمارات الدولية إلى كامل أسواق المال العالمية أدت عوامل أخرى دوراً بالغ الأهمية في انتقال الأزمة من الأسواق المالية الأمريكية إلى باقي الأسواق العالمية عبر قناة سوق المال، وهي:

أ- دور آلية التوريق: أقبل عدد كبير من البنوك التجارية الأمريكية التي كانت تنشط في القطاع العقاري إلى تحويل قروضها العقارية إلى سندات مغطاة بأصول وطرحها في البورصات الأمريكية للتداول بهدف الحصول على السيولة والتخلص من المخاطر، ونظراً لما كانت تقدمه هذه السندات من مميزات فقد قبلت بتهافت المستثمرين الأمريكيين وغير الأمريكيين من مختلف أنحاء العالم.

أدى اقتناء السندات الناتجة عن توريق القروض العقارية من طرف مستثمرين غير أمريكيين إلى تعرض هؤلاء المستثمرين إلى نفس الخطر الذي كان مرتبطاً بهذه السندات، حيث أنه وبمجرد أن اهتزت الأسواق المالية الأمريكية اهتزت أيضاً بقية الأسواق العالمية، وهذا نظراً إلى أن القروض المورقة أصبحت موجودة في غالبية الأسواق المالية العالمية.<sup>(10)</sup>

ب- دور وكالات التقييم: تقوم وكالات التقييم أو التصنيف الائتماني بتقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الدين سواء للشركات أو الحكومات، وتعد قدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والأقساط المترتبة عليه أهم مؤشر للجدارة الائتمانية التي تبني عليها التصنيفات من قبل هذه الوكالات.<sup>(11)</sup>

برجعنا إلى أزمة الرهن العقاري فإنه يبدو جليا بأن وكالات التقييم كانت تؤدي دورا كبيرا في تقدير المخاطر المتعلقة بالمقترضين الخواص والعموميين داخل السوق العقاري عن طريق قياس مخاطر عدم سداد ديونهم، غير أنه اتضح خلال الأزمة عجز هذه الوكالات الضخمة عن التقييم الجيد لتلك السندات المورقة (خاصة: الـ ABS و CDO) حيث كان يعطى لها علامة (AAA) التي تعني أصول مضمونة وعالية السيولة.<sup>(12)</sup>

سلطت أزمة الرهن العقاري الضوء على العديد من الاختلالات والتناقضات المتعلقة بنشاط وكالات التقييم، فبالإضافة إلى سوء تقدير هذه الأخيرة للأخطار المرتبطة بالسندات المورقة ذات العلاقة بالقروض العقارية تم تغليب ملايين المستثمرين حول جودة سندات الـ subprime، ونلاحظ أيضا بأن هذه الوكالات لم تستطع تقدير آثار تقلب السوق العقاري وأهملت أثر رفع الاحتياطي الفدرالي لأسعار الفائدة.

من بين التناقضات والنقائص التي سلطتها أزمة الرهن العقاري على نشاط وكالات التقييم هو كون هذه الوكالات إضافة إلى القيام بدور التقييم تساهم أيضا في عملية التوريد من خلال تقديم الاستشارة للجهة المصدرة للسندات المورقة، أي أن هذه الوكالات تدمج بين نشاط التقييم والاستشارة، وهو ما جعل الاقتصادي الفرنسي "Michel Aglietta" يقول بأن "هذه الوكالات هي بمثابة النافذة التي تراقب نفسها تمر في الطريق".<sup>(13)</sup>

ج- دور صناديق التحوط (Hedge funds): وجدت صناديق التحوط نفسها في قلب الأزمة وهذا منذ اندلاعها عام 2007 على شكل أزمة سيولة في أسواق مشتقات قروض الـ subprime حيث اتجهت الأنظار مباشرة نحو صناديق التحوط كونها متعامل رئيسي داخل هذه الأسواق، وتظهر لنا التقديرات التي قدمها صندوق التحوط

المسمى (2007) A.Blundell-Wignall الخاصة بنصيب مختلف المستثمرين من شرائح (CDO) "Collateralized debt obligation" أثناء الأزمة أن حوالي 46% من مجموع الـ CDO المصدرة كانت بحوزة صناديق التحوط (1400 مليار دولار من أصل 2000 مليار دولار من الأصول التي كانت بحوزتها)، لكن الأهم في ذلك أن أكثر من 80% من الشرائح الأكثر خطورة والمسماة (Equity) كانت بحوزتها. (14)

تعتبر صناديق التحوط من أكبر مستهلكي القروض التي تمنحها البنوك التجارية حيث كما سبق الإشارة له فإن نشاط صناديق التحوط يعتمد أساسا على الاقتراض، وقد أدى اندلاع الأزمة المالية إلى تعرض البنوك التجارية إلى أزمة سيولة حادة نتيجة تسجيل خسائر كبيرة في أسواق رأس المال وهو ما جعلها تتجه نحو البنوك المركزية لطلب السيولة، وأدى كذلك إلى توتر العلاقة بينهما وبين صناديق التحوط حيث أدى قيام البنوك التجارية بمطالبة صناديق التحوط بإرجاع القروض إلى قيام الصناديق ببيع أصولها في وقت كانت فيه الأسعار جد منخفضة وبالتالي جعلها تحقق خسائر كبيرة. عادة ما يتبع تسجيل صناديق التحوط لخسائر بطلب المستثمرين لتعويض، والذي في حال ما إذا قوبل بالرفض سيخلق صعوبات جديدة، وتعكس هذه الديناميكية بصورة جيدة ما يعرف بأزمة السيولة النظامية.

يمكننا القول بأنه حتى ولو لم تكن صناديق التحوط أحد الأسباب الرئيسية لأزمة الرهن العقاري إلا أن هذا لا يعني بأنها لم تقم بأي دور في سيناريو هذه الأزمة النظامية، حيث ساهمت في انتقال الأزمة عبر قناة سوق الأوراق المالية من خلال استثمارها الكبير في القروض المورقة (خاصة الـ CDO) والتي اضطرت إلى التخلص منها بالخسارة أي بأسعار جد منخفضة عندما اندلعت الأزمة المالية ما أدى إلى زيادة حالة الهلع وساهم بشكل كبير في انهيار الأسعار داخل الأسواق المالية. (15)

## 5-2- قناة سعر الصرف

يتنقل أثر الأزمة المالية في ظل هذه القناة من خلال أسواق النقد التي تعتبر عنصر من عناصر أسواق المال، ويتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وبالأخص العملات، ولعب الدولار الأمريكي دورا بارزا في انتقال الأزمة وتحولها من أزمة محلية إلى أزمة دولية نظرا للمكانة الجيدة التي يتمتع بها مختلف العملات الدولية. أجم انفجار أزمة الرهن العقاري في أسواق الأوراق المالية الأمريكية وتسجيل حالات لإفلاس عدد كبير من المؤسسات المالية كالبنوك التجارية وصناديق التحوط من شدة التوترات التي كانت سائدة في أسواق النقد الأجنبي، والتي ترجمت بانخفاض سعر الصرف الفعلي الدولار مقارنة باليورو خلال عامي 2007 و2008.

يؤدي انخفاض سعر صرف الدولار مقارنة بالعملات الأخرى إلى تسجيل الاستثمارات المالية المفوترة بالدولار إلى خسائر وهذا بغض النظر عن مكان هذه الاستثمارات، كما أن اعتماد أكبر أسواق السلع العالمية على عملة الدولار كعملة للفوترة سيكون له تأثير مباشر على أسعار هذه السلع أي أن انخفاض سعر صرف الدولار سيؤدي حتما إلى ارتفاع أسعار السلع في الأسواق التي تعتمد على الدولار كعملة للفوترة، وهناك عموما عدة قنوات يمكن أن يسلكها انخفاض القيمة الفعلية للدولار لنقل الأزمة إلى دول أخرى، أهمها: (16)

أ- قناة القوة الشرائية والتكلفة: يؤدي انخفاض سعر صرف الدولار إلى جعل السلع أقل قيمة من منظور المستهلكين خارج منطقة الدولار ما يؤدي إلى زيادة الطلب، أما من جانب العرض فإن انخفاض قيمة الدولار يؤدي إلى انخفاض الأرباح المقومة بالعملة المحلية ما يخلق ضغوطات كبيرة على الأسعار.

ب- قناة الأصول: يؤدي انخفاض سعر صرف الدولار إلى انخفاض عائدات الأصول المالية المقومة بالدولار، وهو ما يؤدي إلى تسجيل المستثمرين الأجانب لخسائر كبيرة.

ج- قناة السياسة النقدية: يؤدي انخفاض سعر صرف الدولار إلى تراخي السياسات النقدية في اقتصاد الدول التي ترتبط عملتها بالدولار، حيث تلجأ إلى خفض سعر

الفائدة وزيادة السيولة ما يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع الأساسية ومختلف الأصول.

### 5-3- قناة التجارة الخارجية

تسمح قناة التجارة الخارجية بنقل أثر الأزمة إلى دول أخرى خاصة إذا كانت دولة منشأ الأزمة تحتل مركزا رائدا ما بين الدول الأكثر تصديرا والأكثر استيرادا في العالم، وهو الحال بالنسبة للوم.أ التي كانت تحتل في عام 2007 المرتبة الأولى عالميا بالنسبة لتجارة الخدمات والمرتبة الثانية بالنسبة لتجارة السلع، كما احتلت أيضا المرتبة الأولى عالميا من حيث الاستيراد.

شكل الدور الكبير للدولار في فترة التجارة العالمية عاملا مهما في تفعيل انتقال الأزمة عبر قناة التجارة الخارجية، حيث تبع الركود المسجل في الولايات المتحدة الأمريكية بتسجيل تراجع في النشاط الاقتصادي لعدد كبير من الدول، كما خضعت الدول الأكثر اعتمادا على التصدير إلى انكماش كبير في ناتجها المحلي الإجمالي وهو الحال بالنسبة لألمانيا، اليابان...الخ.

كان التأثير واضحا أيضا على اقتصاد الدول النامية التي تربطها بالولايات المتحدة الأمريكية علاقات تجارية قوية خاصة من جانب التصدير، حيث سجلت تراجع كبير في إيراداتها وهو ما كان له أثر سلبي على صحة اقتصادها. (17)

### الخاتمة:

باتت الازمات المالية منذ انهيار نظام بريتن ووذز في سبعينات القرن الماضي وما تبعه من تسارع الدول نحو التحرير المالي والتجاري أكثر قدرة على الانتقال بين الدول وهذا مهما تباعدت حدودها جغرافيا، ومن خلال هذا البحث توصلنا إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- ساهم وجود عدة قنوات على المستوى الدولي في تنامي ظاهرة العدوى المالية حيث تسمح للأزمة المالية بالتحرك، ولعل أبرزها قناة الأسواق المالية، قناة سعر الصرف، قناة التجارة الخارجية.

• تعتبر الازمة المالية 2008/2007 من أكبر الازمات التي شهدها الاقتصاد العالمي المعاصر ولعل ما يدعم هذا الطرح هو خسائرها الكبيرة من جهة وعدد الدول التي مستها من جهة اخرى، وكغيرها من الازمات المالية الحديثة فقد سلكت هي الاخرى في انتقالها نفس القنوات السابق ذكرها، كما أنه ساهمت عوامل اخرى في تنامي ظاهرة العدوى خلال هذه الأزمة على غرار آلية التوريق ووكالات التتقيط وصناديق التحوط.

• إن المنتبغ للاقتصاد العالمي بعد الأزمة المالية 2008/2007 عبر ما تم اتخاذه من قرارات من طرف المؤسسات النقدية والمالية الدولية أو من طرف زعماء أكبر الدول يجعلنا نقول بأنه حتى وإن كانت هناك بعض القرارات الجريئة مثل محاربة الملدات الضريبة فإن القضاء على الازمات المالية ومن تم على ظاهرة العدوى المالية يحتاج إلى المزيد من القرارات الجريئة الأخرى والتي بات من الواضح بأنه لا توجد حالياً رغبة حقيقية لاتخاذها وتطبيقها، وعليه فإنه هناك احتمال كبير ليشهد الاقتصاد العالمي المزيد من الازمات المالية مستقبلاً.

**الهوامش والمراجع المعتمدة:**

(1) عمرو محي الدين، أزمة النمر الآسيوية-الجذور والآليات والدروس المستفادة،

دار الشروق، مصر، 2000، ص 88

(2) Rouis Myriam et 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, 2004, p.p.2.3

- (3) أمينة موسلي، عدوى الأزمات المالية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص.ص. 18-20
- (4) رمضان صديق، دور السياسة المالية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية مع الإشارة لمصر، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، "من 1 إلى 2 أبريل"، 2009، ص. 9
- (5) محمد بن بوزيان وسمية زيرار، انتشار عدوى الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص. 37
- (6) نفس المرجع، ص. 38
- (7) Disponible sur : [www.capital.fr/bourse/actualites/americain-home-mortgage-veut-se-placer-sous-la-loi-de-faillites-317642](http://www.capital.fr/bourse/actualites/americain-home-mortgage-veut-se-placer-sous-la-loi-de-faillites-317642) (Consulté 03/05/2017)
- (8) Eleni Liopu Los et Thepthida Soprassseuth, l'intermédiation financière dans l'analyse macroéconomique : le défi de la crise, Revue : Economie et statistique, N° 451, 2012, p.111
- (9) Disponible sur: [www.metronews.fr/x/metro/2008/10/15/b3iLi5j7JKmVK/index.xml](http://www.metronews.fr/x/metro/2008/10/15/b3iLi5j7JKmVK/index.xml) (Consulté 05/05/2017)
- (10) Disponible sur : [www.finyear.com/crise-financiere-la-vontagion-par-la-titrisation\\_a7009.html](http://www.finyear.com/crise-financiere-la-vontagion-par-la-titrisation_a7009.html) (Consulté 05/05/2017)
- (11) بودخدخ كريم، كرياش رحمة، دور وكالات التتقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية والتسبب فيها، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، 19 و 20 جوان 2013، ص. 3
- (12) حاج موسى نسيمة، علوي فاطمة الزهراء، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008، مجلة الباحث، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، عدد 8، 2010، ص. 121
- (13) Stephane Breton, le rôle des agences de notation dans la crise des subprime, 28Avril2008 Disponible sur:

cafedelabourse.com/archive/article/le-role-des-agences-de-notation-dans-la-crise-des-subprime#،com (Consulté 08/05/2017)

(14) André Cartapanis et Gérome Teiletche, Les hedge funds et la crise financière internationale, Juin 2008 Disponible sur: [www.sciencespo.aix.fr/media/ACTeiletche-hedge-funds-Avril\\_2008.pdf](http://www.sciencespo.aix.fr/media/ACTeiletche-hedge-funds-Avril_2008.pdf) (Consulté 22/05/2017)

(15) André Cartapanis et Gérome Teiletche, Les hedge funds et la crise financière internationale, Op. Cit, P.6

(16) عبد الغاني بن علي، مرجع سابق، ص.ص. 138.139

(17) نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة

لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه علوم في

العلوم الاقتصادية، مقدمة في كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،

جامعة الحاج لخضر باتنة، ص. 190.