

المحور الثاني: الإطار النظري للأزمات المالية.

1- نماذج الأزمة المالية: تطورت النماذج المفسرة للأزمات المالية عبر الوقت بسبب إختلاف متغيرات البيئة المالية بشكل خاص والعام، وتأثير تلك المتغيرات في أداء الأسواق المالية والعوامل الأخرى المؤثرة في تحديد طبيعة وحجم النشاط المالي أو الدولي.

1-1- مضمون نماذج الأزمة المالية: تتفق نماذج الجيل الأول من الأزمات المالية بشكل عام في تفسيرها للأزمات المالية بعدم القدرة على توفير التمويل اللازم لمواجهة عجز الموازنة والحفاظ على سياسة نقدية مناسبة لمواجهة المضاربة على العملة، أما نماذج الجيل الثاني قد انتجت تحليلاً يستند إلى ما يعرف بسلوك القطيع، وبعد أزمة دول جنوب شرق آسيا انبثق مفهوم العدوى المالية الذي يفسر إنتقال مخاطر الأزمة المالية إلى نطاق أوسع وأشمل كتفسير لحدوث الأزمات الأزمات المالية الدولية، مما تقدم سنحاول إبراز تفسير هذه النماذج للأزمات المالية كما يلي:

أ- النماذج من الجيل الأول: حاول كل من Krugman (1979)، Flood و Garber (1984) تفسير أزمات ميزان المدفوعات التي حدثت خلال سنوات 1970-1980، مثل أزمة المكسيك 1973-1982 وأزمة الأرجنتين في عام 1978 - 1981، ووفقاً لهذه النماذج فإن الأزمات المالية تفسر من خلال عاملين أساسيين:

- التأثير السلبي لتدهور أساسيات الاقتصاد الكلي؛

- العجز المستمر في الموازين المدفوعات.

هذان العاملان يمكن أن يسببا خللاً في سوق النقود أو على مخطط الميزانية بالإضافة إلى انخفاض مخزون احتياطي الصرف، ففي نظام سعر الصرف الثابت ينتج عن الارتفاع المفرط للتضخم تدهور قيمة العملة المحلية، وبالتالي تضطر السلطات النقدية "البنك المركزي" إلى شراء عملتها بالاعتماد على احتياطي الصرف، الذي يتمخض عنه تراجع تدريجي لحجم هذا الأخير حتى الوصول إلى أدنى مستوى ونتيجة هجمات المضاربة تخفض قيمة العملة.

كما تشير هذه النماذج إلى أن نشوء الأزمات المالية لا يرجع إلى ظواهر عشوائية محضة بل نتيجة السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة من طرف الدولة، التي ينتج عنها فقدان ثقة الأعوان الاقتصاديين (أصحاب الأصول) الأمر الذي يؤدي إلى حدوث أزمة أكيدة. وتهدف هذه النماذج إلى إثبات أن نشوء الأزمة يرجع إلى عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي وسياسة سعر الصرف (استقرار سعر الصرف) وليس نتيجة غير عقلانية الأعوان الذين يؤدون دور جد مهم في النماذج من الجيل الثاني.

ب- النماذج من الجيل الثاني: ظهرت هذه النماذج في سنوات التسعينات، وفقاً للدراسة التي قام بها Eichengreen et Wyplosz (1993)، حول التجارب الأولى للعملة المالية في الدول المتقدمة، وتبعوا فيما بعد Obstfeld (1994) الذي قام بتحليل أزمة آلية سعر الصرف الأوروبية في الفترة 1992-1993. فحسب هذه النماذج الأزمة تتسم بالنفوذ ما بين الحكومة الممثلة في السياسات الاقتصادية والسوق من خلال تحقيق الطابع الذاتي للمستثمرين، ويمكن أن تندلع بدون تفاقم أساسيات الاقتصاد الكلي باعتبار أن السياسات الاقتصادية ليست محددة سلفاً، لأنها استجابة للصدمات التي تؤثر على الاقتصاد بما في ذلك التطورات الحاصلة في سوق العملات الأجنبية، لذا يواجه تكوين توازنات

متعددة وأزمات يمكن أن تندلع أو أن تنتقل بفعل العدوى، أما سلوك السلطات النقدية فهو يتوسط ما بين تفضيله سعر الصرف الثابت وأهدافه الأساسية طويلة الأجل.

ففي نماذج الجيل الأول الأزمة لديها مفهوم الحتمية، والتي تؤدي إلى اندلاع العقلانية وقابلة التنبؤ بهجوم المضاربة، أما في نماذج الجيل الثاني فسيناريو الأزمة هو محض الصدفة، ومن ثم لا يمكن التنبؤ بها، فالسؤال الرئيسي ليس معرفة ما إذا كانت الأزمة مفسرة بتدهور أساسيات الاقتصاد الكلي، في الوقت الذي يتفق عليه العديد من الاقتصاديين أنها تؤدي دور في نشوبها، بل معرفة ما إذا كان تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي تؤدي حتما للأزمة، وهنا نتكلم عن الأزمة التي تحدث ذاتيا، وهذا ما لخصه Obstfeld (1996). فتدهور أساسيات الاقتصاد الكلي لا يعتبر أهم عنصر في نشوب الأزمات فبإمكان المضاربين اختيار أي عملة لمهاجمتها، ومعنى آخر يمكن أن تحدث أزمة مالية بمعزل عن تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي، وفي هذه الحالة تنتهج السياسات الاقتصادية الكلية على حساب الصدمات التي تؤثر في الاقتصاد.

عموما نتكلم عن التوقعات المحققة لما يؤدي التوقع بارتفاع في الأسعار إلى الإفراط في شراء الأصول لغرض المضاربة والتي يتمخض عنه الارتفاع الفعلي للأصول، أو عند التوقع بأن اقتصاد ما سيخرج من الركود وبالتالي ارتفاع مداخيل الأفراد يولد زيادة في الاستهلاك والاستثمار، وزيادة الطلب الذي يؤدي فعلا إلى خروج الاقتصاد من الانكماش.

افترض Velasco، Tornell، Sachs (1996) للفهم الجيد لأزمة المكسيك 1994 أن الأزمات تحدث ذاتيا في إطار نقص مصداقية سياسة الصرف، فأثبتوا أن نماذج الجيل الثاني تظهر توازنات متعددة تحدث ذاتيا، وأن المضاربة ترفع تكلفة الدفاع عن سعر الصرف، فعلى سبيل المثال، دولة تعتمد على الارتكاز (الإحتياطي) النقدي كنظام لسعر الصرف، وبالتالي تحاول في هذه الحالة المحافظة على قيمة العملة عن طريق السياسات الاقتصادية الكلية، ولكن إذا رفعت المضاربة تكلفة الحفاظ على الارتكاز النقدي، فتضطر الدولة في وقت لاحق إلى التخلي عنه، وبالتالي تكون توقعات المضاربين قد حدثت ذاتيا، وعليه نلاحظ أن ترك السوق حرا لا يقود بالضرورة إلى التوازن حتى إذا كانت كل السياسات الاقتصادية الكلية سليمة.

وفي الأخير نستنتج أن المضاربة على ارتفاع أو انخفاض قيمة عملة دولة ما يمكن أن تحدث اضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي، وعلى الرغم من أهمية النماذج من الجيل الثاني في تفسير الأزمات، إلا أنها ظهرت عاجزة على تفسير أزمة جنوب شرق آسيا (1997-1998) مما أدى إلى ظهور نماذج من الجيل الثالث.

ج- النماذج من الجيل الثالث: ظهرت هذه النماذج من الأزمات المالية بعد أزمة جنوب شرق آسيا خلال الفترة (1997-1998) من قبل Pesenti و Tille و Krugman 2001، التي بدأت بانخفاض الباهت التايلندي في جويلية 1997 ثم امتدت إلى الدول الناشئة في المنطقة الآسيوية، هذه النماذج في بعض الأحيان تسمى بنماذج ما بين الأجيال (Flood و Marin 1999) لأنها تجمع بين نماذج أزمات الجيلين الأول والثاني إلا أنها تتسم بنقص المعلومات في الأسواق المالية وبمباشرة النظام المصرفي، فالأزمات السابقة في جوهرها متعلقة بالاقتصاد الكلي، أما Paul Krugman فأضاف

نوع ثالث من الأزمات المالية يركز على القضايا الاقتصادية الجزئية، المؤسساتية والنظامية في آن واحد، كما أن الاقتصاديين الذين حللوا هذا النوع الجديد من الأزمة يشتركون في نفس أسباب الأزمات المتمثلة في مزايا تدخل صندوق النقد الدولي، وتأثير العولمة على الأسواق الناشئة، التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال والاختلالات الهيكلية للنظم المالية المحلية والحوكمة السيئة، فالتنسيق ما بين الأعوان الاقتصاديين يؤدي أحيانا إلى "رأسمالية المحاباة" في القطاع المالي بشكل خاص، أما دور صندوق النقد الدولي فقد تم انتقاده لأنه قدم تشخيص خاطئ وعلاج للصدمة موحد زاد من آثار الانكماش وعجل العدوى في المنطقة مما رفع أسعار الفائدة الحقيقية وأضعف الجهاز المصرفي المحلي عن طريق زيادة الديون صعبة الاسترجاع، مما أدى إلى التصفية، البطالة وتفاقم الركود الاقتصادي، وهناك سببين مكملين دفعا إلى تفاقم عدم التوازن المالي على مستوى الاقتصاد الجزئي (النظام المصرفي) والاقتصاد الكلي (ميزان المدفوعات) هما:

- الضعف الهيكلي لتفاقم زيادة الضمانات الحكومية لديون القطاع الخاص (الخطر المعنوي)، من خلال التحرير السابق لأوانه لميزان المدفوعات ولتدفقات رؤوس الأموال، بإلغاء القيود التنظيمية للنظم المالية، وضعف النظام المصرفي الوطني، فإذا كان إلغاء القيود التنظيمية مصحوب بعدم فعالية الرقابة المالية، فالقطاع الخاص سيشجع اتخاذ المخاطرة المفرطة والمضاربة؛

- حالات الذعر المالي بسبب الأعوان الاقتصاديين والذي أدى إلى تدهور السلوك الجماعي، المودعون يسحبون أموالهم من البنوك، المستثمرين يخرجون رؤوس أموالهم من البلد، الدائنين إما أن يقصروا آجال قروضهم أو أن يفضلوا عدم الاقتراض، هذه الظروف مجتمعة تصبح مهياة لتحقيق الأزمة خاصة مع هبوط أسعار الأصول المالية وهروب رأس المال وهجمات المضاربة.

هذه النماذج من الجيل الثالث من الأزمة تؤكد على ثلاث نقاط:

- دور أساسيات الاقتصاد الجزئي في أزمات الاقتصاد الكلي؛
- دور بعض العوامل الخارجية المتصلة بالعولمة (المضاربة المزعزعة للاستقرار، العدوى)؛
- دور المؤسسات الوطنية والدولية والحوكمة.

هذا التحليل يرجع سبب السيولة في الاقتصاديات الناشئة إلى الدخول المفرط لرؤوس الأموال، مما أدى إلى ارتفاع حجم القروض المحلية، ولكن نتج عن سوء تقدير مخاطر القروض ارتفاع حجم الديون المشكوك في تحصيلها في ميزانية البنك، مما أدى إلى فرض قيود على الائتمان كنتيجة لانخفاض السيولة في البنوك وكذا تدهور ثروة عدد كبير من المقترضين، فتحوّلت الأزمة البنكية إلى أزمة سعر الصرف بسبب التوقف الهائل لتدفقات رؤوس الأموال على شكل قروض مصرفية قصيرة الأجل بالعملة الصعبة، فتدهور احتياطات النقد الأجنبي الذي زاد من العجز في الحساب الجاري الذي ساهم بدوره في انخفاض سعر الصرف ثم تزايد العبء الحقيقي للدين وتسارع خروج رؤوس الأموال، الأمر الذي عزز آليات الأزمة وجعلها أمرا حتميا، ويعتبر مفكري هذه النماذج أنه لا يمكن الفصل ما بين أزمة سعر الصرف والأزمة البنكية، ومن هنا ظهر مصطلح الأزمة المزدوجة، التي تحدث بالتفاعل ما بين المضاربة على العملة المحلية وسلسلة من الإفلاس البنكي، وبالتالي تجمع ما بين انخفاض ثقة الأعوان الاقتصاديين في نظام سعر الصرف، وسيولة الوسطاء الماليين،

فالتحليل الإحصائي الذي قام به "valasco" سنة 1987 يشير إلى أن أزمة بنكية تؤدي إلى أزمة سعر الصرف بواسطة الإفراط في الإصدار النقدي للعملة المحلية.

1-2- عرض لبعض نماذج الأزمة المالية: قام العديد من الباحثين بتقديم نماذج تجريبية إستنادا إلى نماذج الأجيال الثلاثة يمكن الإشارة إلى بعضها في الآتي:

أ- نموذج مؤشر ضغوط المضاربة (ISP): يقدم النموذج تحليلا للتغيرات الحاصلة في بعض المتغيرات المالية لسوق المال بسبب تأثيرات المضاربة في العملات المحلية من خلال العلاقة بين أسعار صرف العملات المحلية وأسعار الفائدة قصيرة الأجل والإحتياطي الأجنبي، ويشخص النموذج الفترات التي تتسم بها السوق المالية بالهشاشة غير الإعتيادية لتحديد فترات الأزمة وفق المعادلة الرياضية التالية:

$$ISP = \Delta\% EXCH_R + \Delta\% INT_R - \Delta\% INTER_{RES}$$

حيث أن:

- ISP : مؤشر ضغوط المضاربة؛

- $EXCH_R$: سعر صرف العملة المحلية؛

- INT_R : سعر الفائدة قصير الأجل؛

- $INTER_{RES}$: الإحتياطي النقدي الأجنبي.

وتعكس قيمة (ISP) حالة السوق المالية كأزمة مالية عندما يكون: $ISP > \mu + 1,5 \times \sigma$ إذ أن:

- μ : المتوسط الحسابي للعينة؛

- σ : الإنحراف المعياري ل ISP .

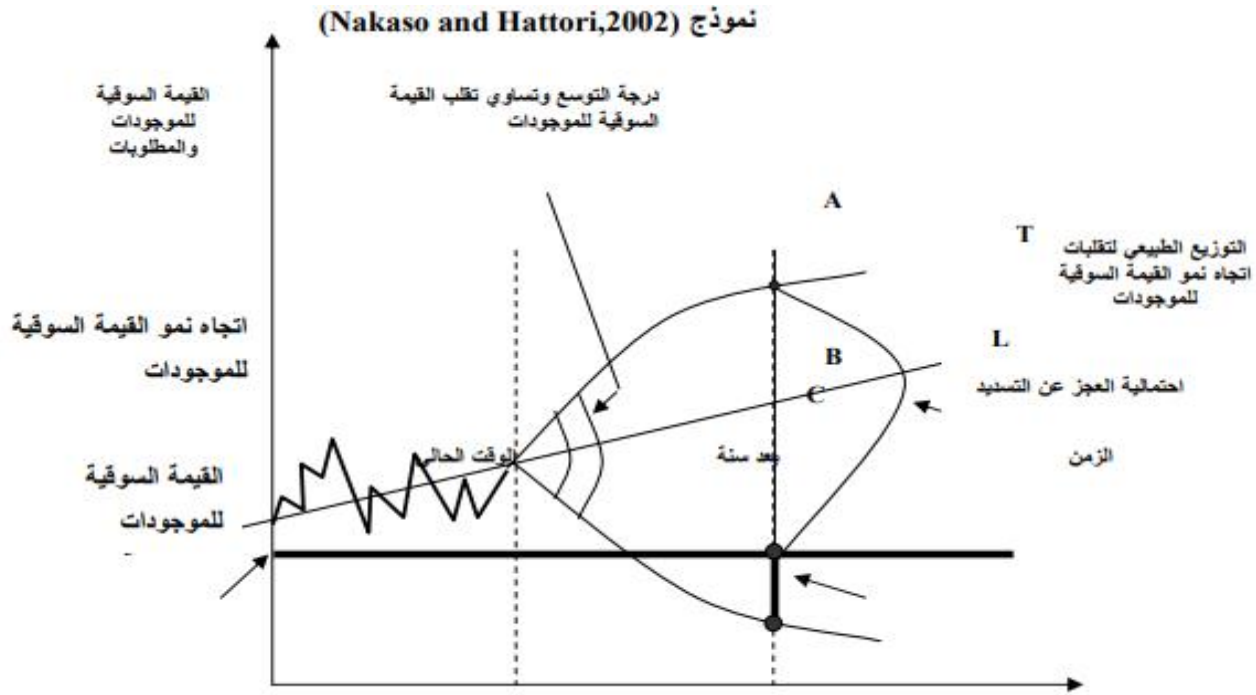
يعتمد النموذج في تحليل حالة السوق المالية على أساس العلاقة بين سعر صرف العملة المحلية ومعدل الإحتياطي الأجنبي من جهة والتغير في أسعار الفائدة قصيرة الأجل من جهة أخرى، إذ أن إحدى سياسات معالجة تدهور سعر الصرف المحلي هي صرف الإحتياطات النقدية الأجنبية في محاولة رفع قيمتها من خلال شراء العملات المحلية وإنخفاض أسعار الفائدة المحلية للحد من الإئتمان المحلي.

ب- نموذج Nakaso & Hattori (2002): يفسر النموذج إحتتمالية العجز عن تسديد الديون على أساس أن:

- سهم السوق يعكس بالضبط قيمة التعاملات به وأن القيمة السوقية لإجمالي سهم تمثل القيمة لإجمالي الموجودات؛
- القيمة السوقية للسهم تتقلب مستقبلا بإتجاه خطر السير العشوائي (T) الموضح في الشكل في الصفحة الموالية الذي تعكسه نسبة نمو الموجودات (إتجاه نمو الموجودات)؛

- تقلب القيم السوقية للأسهم سيكون ضمن التوزيع الطبيعي بين (A) و(B)؛

- الأزمة المالية تحدث عندما تنخفض القيم السوقية لأسهم السوق المالية في تقلبها عن القيم السوقية لمطلوباتها، أي عند إنخفاض (T) عن (L) وأن إحتتمالية العجز عن التسديد سيكون بمقدار (BC)، أي أن الأزمة المالية لا تحدث طالما أن القيمة السوقية تفوق قيمة المطلوبات.



ج- نموذج Kaminsky & Reinhart (1998): يعتمد هذا النموذج في تفسيره لإحتمالية حدوث أزمة مالية على مصفوفة مؤشرات الأزمات الموضحة في الجدول أدناه:

البيان	وقوع أزمة بعد 24 شهرا	عدم وقوع أزمة بعد 24 شهرا
إصدار مؤشر الإشارة	A	B
عدم إصدار مؤشر الإشارة	C	D

يمكن اعتمادا على مصفوفة مؤشرات الأزمة المالية إعطاء الحالات التالية:

- الحالة A: المؤشر جيد لأنه يصدر إشارات إنذار مبكرة لحدوث أزمة مالية بعد 24 شهرا؛
- الحالة B: المؤشر غير جيد لأنه يصدر إشارات إنذار مبكرة لحدوث أزمة مالية ولكن الأزمة المالية لا تقع إلا بعد 24 شهرا لأن المؤشر كاذب؛
- الحالة C: المؤشر غير جيد لأنه لا يقدم أي إشارات إنذار لحدوث أزمة ولكن الأزمة تقع بالفعل بعد 24 شهرا؛
- الحالة D: المؤشر جيد لأنه لا يصدر إشارات إنذار مبكرة لحدوث أزمة مالية بعد 24 شهرا وأنه بالفعل لا تقع أزمة مالية بعد مرور 24 شهرا.

وعليه تعتمد المؤشرات (A) و (D) وتحميل المؤشرات (B) و (C)، ولغرض التنبؤ بإحتمالية حدوث أزمة مالية بالإعتماد على مصفوفة المؤشرات يتم الإعتماد على النموذج الرياضي التالي:

$$NSR = \frac{\left(\frac{B}{B+D}\right)}{\left(\frac{A}{A+C}\right)}$$

إذ أن NSR هي نسبة إضطراب الإشارة وتعرف بأنها احتمالية تقديم إشارة لحدوث أو عدم حدوث أزمة مالية خلال فترة الإضطراب المالي إلى عدم احتمالية تقديم إشارة خلال فترات الأزمة المالية، وأن النسبة الأدنى من NSR تشير

إلى إحصائية حدوث أزمة مالية في المستقبل والنسبة تشير إلى العكس.

د- نموذج Zhuang & Dowling (2002): يعد هذا النموذج تطورا للنموذج السابق حيث تم بناء مؤشر مركب لستة متغيرات مالية مشتركة لمجموعة من الدول، وإستخدام ذلك المؤشر المركب لغرض التنبؤ بإحتمالية حدوث أزمة مالية كما هو موضح في الصيغة الرياضية التالية:

$$I_t = \sum \frac{S_{it}}{\sum i}$$

I_t : المؤشر المركب (المعدل الموزون لإشارات المتغيرات الأساسية)؛

S_{it} : الإشارة الفردية لكل متغير؛

$\sum i$: الحد الأدنى لإعطاء إشارة احتمال وقوع أزمة مالية مقاسة بإستخدام النسبة (**NSR**) لكل متغير مالي (**i**).

أما تقدير إحصائية حدوث أزمة مالية بالإعتماد على المؤشر المركب (**I_t**) يكون وفق إستخدام النموذج الرياضي أسفله:

$$P \frac{C}{I^L < I_t < I^U} = \frac{\text{no of months with a crisis } I^L < I_t < I^U \text{ and following in 24 months}}{\text{no of months with } I^L < I_t < I^U}$$

$P \frac{C}{I^L < I_t < I^U}$: إحصائية حدوث أزمة مالية خلال 24 شهرا مشروطة ب (**I_t**). مدى معين يتراوح بين (**I^L**) و (**I^U**)؛

I^L : الحد الأدنى لمدى **I_t** ؛

I^U : الحد الأعلى لمدى **I_t** .

2- **العدوى المالية**: يعني انتقال العدوى أن حدوث أزمة في دولة ما يزيد من احتمالية حدوث نفس الأزمة في مكان آخر، فاختيار 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 نعني بالعدوى من جهة أخرى هو انتقال أزمة من قطاع إلى آخر داخل نفس الدولة مثلا أزمة دين تؤدي إلى أزمة سعر الصرف ثم أزمة مصرفية وصولا إلى الانهيار الكامل، ولمزيد من التفاصيل سنحاول تناول مجموع العناصر الآتية:

2-1- **مفهوم العدوى المالية**: يعتمد البنك الدولي في تعريفه لعدوى الأزمات المالية على ثلاثة معايير هي:

- **المفهوم الواسع**: تعرف بانها إنتقال صدمة بين الدول سواء في فترة الأزمة أو في فترة الهدوء، ويمكن للعدوى أن تنتقل عن طريق الصدمات السلبية والصدمات الإيجابية؛

- **المفهوم الضيق**: يقصد بها إنتشار صدمة بين دولتين أو عدة دول تولد إنحرافا مقارنة بالأساسيات (النمو، التضخم، العجز الحكومي، الميزان التجاري، أسعار الفائدة وغيرها) ما يؤدي إلى حدوث صدمات مشتركة يتم إثارتها بواسطة التحركات المشتركة؛

- **المفهوم الضيق جدا**: تمثل التغيير في آلية الإنتشار خلال فترة الأزمة ويعكس تزايد الروابط ما بين الأسواق التوضيح أو التفسير العملي لهذا التعريف.

من خلال المعايير الثلاثة المعتمدة من قبل البنك الدولي في تعريف العدوى المالية يمكن القول أن العدوى المالية هي إضطرابات وإنهيارات تشهدا عدة دول في أوقات متقاربة بفعل صدمة أو أزمة أولية وقعت في أحد الأسواق، تنتقل

هذه الصدمات سواء من خلال الروابط المختلفة بين الدول أو من خلال سلوك المستثمرين، عادة ما تقع العدوى المالية بعد وقوع أزمة ثقة سببها وقوع إهيار في أسواق المال أو أسواق العملة لدولة ما. ويرجع تصاعد إنتشار خطر العدوى المالية إلى جملة من الأسباب نوجزها في الآتي:

- الإتفاقيات التجارية والضغوطات على أسعار الصرف التي تساهم بدرجة كبيرة في إحداث إضطرابات وتقلبات وبالتالي ظهور آثار للعدوى؛

- إهيار قيمة عملة بلد معين، أي أن الإنخفاض السريع والمعتبر لسعر صرف العملة المحلية لبلد ما يدفع المستثمرين إلى إعادة تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالإستثمار في بلدان أخرى، الأمر الذي يؤثر سلبا على الثقة التي يضعها هؤلاء المستثمرين في هذه البلدان؛

- إعتقاد المستثمرين المؤسسيين (عبارة عن هيئات أو مؤسسات مالية للإدخار تقوم بتوظيف جزء كبير ومهم في شكل قيم منقولة، تتكون من صناديق التقاعد، شركات التأمين، هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة يطلق عليهم إسم Les Zinzins) على المحاكاة أو التقليد يدفعهم إلى التعامل بنفس الطريقة في العديد من البلدان بالرغم من إختلاف الأساسيات مثل إختلاف المخاطر المرتبطة بالإستثمار من بلد لآخر؛

- الروابط المالية بين مختلف الدول التي تجعل الصدمات التي تحدث في بلد ما تنتقل إلى بلدان أخرى دون الأخذ في الإعتبار الأسس الاقتصادية في كل بلد من البلدان على حدا؛

- تطبيق بعض الممارسات الخاصة بتسيير السيولة في صناديق التوظيف الجماعي يمكن أن يعمل على إيجاد أثر للعدوى إذا أرغم أحد المستثمرين المدينين على بيع أصوله التي تسعر بأقل من قيمتها بسبب عدم تماثل المعلومات.

2-2- أنواع العدوى المالية: يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من العدوى المالية هما:

أ- **العدوى المحاكية:** يقصد بالمحاكاة العملية التي يقوم من خلالها عون إقتصادي ما بإتباع (تقليد) نفس سلوك الأعوان الآخرين في الأسواق المالية، فتوقعات المحاكاة هي تلك القرارات التي تتخذ من طرف عون إقتصادي بالإعتماد على توقعات عون آخر إتخذ كأفضل نموذج، وعليه فإن العدوى حسب هذا النوع هي تلك العدوى التي تؤثر على المتدخلين في نفس السوق نتيجة المحاكاة أو ما يطلق عليه سلوك القطيع، أي العدوى التي تؤثر على المتدخلين في نفس السوق أو في نفس القسم من النظام المالي، ويساهم عدم تماثل المعلومات 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 ويفتقدها هذا العون الاقتصادي، ونميز بين صنفين من العدوى المحاكية:

- **العدوى الأفقية عن طريق ترابط الأسواق:** تنتج عن تعدد الوسائل الإلكترونية لنقل المعلومات التي تضمن نقلها في فترة زمنية قصيرة جدا على مستوى دول العالم ككل، إضافة إلى عملية التسعير الآلي (تسعير كم معتبر من الأصول المالية)، وبالتالي إذا حدثت تحركات في الأسعار نحو الإنخفاض أو الإرتفاع بصورة فجائية في الأسواق المالية، سيكون هناك إحتمال لإنتشار هذه الموجات نحو باقي الأسواق بسرعة كبيرة جدا؛

- **العدوى العمودية بين الأسواق:** تحدث بسبب ترابط الأسواق النقدية والمالية عن طريق أسعار الفائدة وكذا الروابط الموجودة بين الأسواق المالية وأسواق الصرف والعلاقة بين أسعار الأسهم والسندات.

ب- **العدوى النظامية:** تقوم هذه العدوى بنشر الأزمة ونقلها من قطاع معين إلى باقي قطاعات النظام المالي، حيث تتمثل في إنتشار إضطراب متموضع في قطاع معين إلى كامل قطاعات النظام المالي عبر قنوات معينة (تم ذكرها سابقا).
2-3- **النظريات المفسرة للعدوى المالية:** يتساءل الباحثين في مجال الأزمات المالية حول عدوى بعض الأزمات دون الأخرى، وحاولوا بذلك معرفة أسباب تعرض بعض الأسواق المالية للأزمات المالية دون غيرها، ونتيجة لذلك وضعت أربعة نظريات أو نماذج لتفسير العدوى المالية لكل منها مجموعة من المؤشرات وما يرتبط بها من سياسات وقائية، يختصرها الجدول التالي:

آليات التحول في الأزمة المعدية	إمكانية التنبؤ بالأزمة	إمكانية منع وقوع الأزمة
نموذج الروابط الاقتصادية: تؤثر الأزمة على الأساسيات في الدول الأخرى.	جيد	ضعيف
نموذج الوعي المتزايد: تكشف الأزمة في الدولة الأولى الأساسيات الضعيفة في الدول الأخرى (بسبب تشابه الأساسيات).	معتدل	جيد
نموذج تعديل المحفظة الإستثمارية: تقوي الأزمة في الدولة الأولى وحدة النقد الأساسية للمستثمر.	جيد	ضعيف
نموذج سلوك القطيع: الأزمة في الدولة الأولى تسبب سلوك القطيع بواسطة المستثمرين.	ضعيف	معتدل

أ- **نماذج الروابط الاقتصادية:** طبقا لهذا النموذج فإن الأزمة المالية التي تحدث في دولة ما تعجل بوقوعها في اقتصاديات منكمشة تجاريا أو غير متقدمة وذلك بتغيير أساسيات الاقتصاد بها، وهذا بالضرورة يمثل حالة خاصة في تفسير الصدمة أو الهزة المشتركة الناتجة عن أزمات تحدث في العديد من البلدان والتي فيها تمثل الهزة أو الصدمة الخارجية حدث مالي على نطاق دولي واسع، والمثال على ذلك تخفيض قيمة العملة الإجمالي الذي يؤثر على شروط التجارة بين الدول، وبمجرد أن تحدث الأزمة الأولية يصبح بالإمكان التنبؤ بسهولة بالأزمات التي سوف تحدث في الدول ذات المستوى الاقتصادي الأدنى، لأن نماذج التجارة معروفة جيدا أو بطيئة التغيير إلى حد ما، ومع ذلك ليس هناك وضوح في موقف الدول المتأثرة بالأزمات وما يجب أن تفعله لمنع وقوع الأزمات، إلى جانب قيامها بإجراء تعديلات لسياساتها بسرعة بقدر الإمكان حتى يتسنى لها جعل سياساتها الاقتصادية متمشية مع الموقف الجديد.

ب- **نموذج زيادة الوعي:** يربط الفجوات المعلوماتية بالأسس الاقتصادية الضعيفة الثابتة وبافتراض أن البيانات وتحليل الأسواق الفردية التي برزت حديثا إما هي بيانات وتحليلات ضعيفة المستوى أو رفيعة المستوى يمكن استغلالها أو الاستفادة منها من جانب المستثمرين، ولأنها أسواق لا يمكنها أن تجمع البيانات ذات الصلة أو الارتباط بجميع الدول، فإن المستثمرين على اختلاف قدراتهم يركزون على القليل من هذه الأسواق، وعندما تقع هذه الدول في مشاكل فإن المستثمرين يحولون أنظارهم إلى دول أخرى تتماشى أصولها مع سنداتهم وأوراقهم المالية، ولذا يحاولون شراء الأصول من

هذه الدول، وهذا النموذج يرتبط ارتباطا وثيقا بنموذج سلوك القطيع (النموذج الرابع)، وفي عالم يتزايد فيه الوعي فإن الدول التي تمر بأزمات مالية عادة ما تكون البنية الأساسية فيها ضعيفة. ومن ثم نجد الدول التي تعاني من فجوات ومشاكل في تقاريرها والإبلاغ عن الأزمات التي يمكن أن تصيبها هي دول معرضة للإصابة بالعدوى المالية، فالتحليل الجيد للبيانات وكذا الإبلاغ عنها بشكل سليم يمكن أن يقلل من التعرض للإصابة بالعدوى وذلك بخفض تكلفة المعلومات وتحسين السياسات التي قد يكون لها تأثيرها الفاعل.

ج- نموذج تعديل المحفظة الإستثمارية: نجد أن مديري السيولة النقدية والأوراق المالية المقيدة في حاجة إلى سيولة نقدية لمواجهة الزيادة المتوقعة في تجديد أصول الدولة التي حدثت فيها الأزمة الأصلية، وهنا يجد هؤلاء أنفسهم يتجاوزون مع بيع أصولهم في الدول الأخرى، وهذا بدوره يتسبب في خلق مجموعة ثانية من الأزمات في تلك الدول، ويقدر ما يستطيع مديرو الأوراق المالية تجميع وتصنيف الدول في شكل سندات وأوراق تجارية طبقا لموقع هذه الدول الجغرافي بقدر ما تكون إمكانية التنبؤ بهذا النوع من العدوى على مستوى جيد، علاوة على ذلك فإنه من بين الدول الأكثر عرضة لهذا النوع من العدوى دول تعاني من ديون خارجية كثيرة تمثل دين إقليمي في شكل أوراق مالية، لأن مثل هذه الأوراق يتم رفع قيمتها من خلال أدوات مشتقة أو ثانوية.

د- نموذج سلوك القطيع: يقوم المستثمرون في هذا النموذج بخلق عدوى مالية وذلك بإهمالهم أو تغاضيهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية استجابة لانتعاشهم بما يفعله المستثمرون الآخرون. فالأزمة في أحد البلدان قد تدفع الدائنين إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى، حتى ولو لم يكن هناك أية تغيرات في هذه البلدان، وذلك من أجل تقليل مخاطر استثماراتهم، وغالبا ما يكون هذا السلوك ناتجا عن تأثير عوامل نفسية وعن نقص في المعلومات والشفافية، مما يدفعهم إلى إتباع سلوك القطيع، حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض. إن عدوى الأزمة تنتقل في هذه الحالة عبر الآلية المعروفة "بنداء الاستيقاظ"، بمعنى أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتنبههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمعترضين في البلدان الأخرى، فاتخاذ الدائنون إجراءات وتدابير لحماية أموالهم تؤدي إلى انتشار الأزمة. وعلى النقيض من نموذج الوعي المتزايد فإن البنية الاقتصادية الأساسية لا يتعين أن تكون ضعيفة حتى يصاب المستثمرون بنوع من الذعر، فإذا كان المستثمرون نمطيين ومن الذين يعملون في مجال تجارة التجزئة فإن إمكانية التنبؤ في هذه الحالة تصبح نسبية، فاعتناق الدولة لسياسة الاستثمار في تجارة التجزئة يعد مؤشر قوي على مدى إمكانية تعرضها للعدوى. أما إذا اتخذت الدولة خطوات اتجاه الحد من الاستثمارات في تجارة التجزئة إلى أن تنشط، وقامت بتأسيس نظم وقواعد المعلومات لديها وكذا لأسواقها المالية، كل هذا من شأنه أن يقلل من احتمال الإصابة بالعدوى، ولكنها في نفس الوقت تقلل من فرص بعض الاستثمارات الجديدة، وأيضا ليس من الواضح أن مثل حالات الذعر هذه قاصرة على المستثمرين النمطيين، لأن التفاعل مع الإشاعات غير السليمة قد يكون مؤكدا عندما تكون المعلومات غير كاملة أو تكلفة الحصول عليها مرتفعة.

2-3- قنوات انتقال العدوى المالية بين الدول: تنتقل الأزمات المالية من دولة لأخرى عبر عدة قنوات منها ما يصنف ضمن القنوات الطبيعية للانتقال ومنها ما يصنف ضمن القنوات غير الطبيعية للانتقال.

أ- **القنوات الطبيعية للانتقال**: يتم عبر أربع قنوات أساسية هي كل من:

- **قناة التجارة الدولية**: ساهم الإستغناء عن كافة أشكال الحماية التجارية وتعدد التكتلات الاقتصادية والتجارية في ترسيخ الإنفتاح التجاري بين الدول وفي ارتفاع معدلات الإرتباط فيما بينها، فأصبح من السهل إنتقال الأزمات المالية من مراكز نشوئها إلى غيرها ما الدول عبر ما يعرف بالآثار التبادلية للصفقات التجارية وآثار التغذية العكسية، إذ تجاوزت الأزمات المالية في ظل العولمة السائدة مراكزها وبؤرها وانتشرت دوليا حسب درجة معامل الإرتباط السائد؛

- **قناة الأسواق المالية**: ساهم ترابط الأسواق المالية وتنامي حركة رؤوس الأموال ودخول أدوات مالية وقوى فاعلة في الأسواق المالية الدولية في تطور هذه القناة، ولعل أحسن مثال على دور هذه القناة في إنتقال الأزمة هو أزمة دول جنوب شرق آسيا سنة 1997، كما تؤدي الروابط المالية التي تنتج عن مسار التكامل الاقتصادي بين مجموعة من الدول إلى جعل الأزمة تنتقل بصورة تلقائية بين هذه الدول؛

- **تنافس السياسات الاقتصادية**: يظهر أثر هذه القناة بالخصوص في حالة الدول التي تنتمي إلى نفس مناطق التجارة الحرة أو التي لديها نفس العملة (الدول التي تشكل إتحادات نقدية)، حيث من البديهي أن يكون لديها تشابه كبير على مستوى الاقتصاد الكلي والسياسات الاقتصادية المتبعة، وبالتالي فإن رد فعل دولة ما على حدوث أزمة داخل حدودها ستدفع باقي الدول إلى إتخاذ سياسات مماثلة لهذا البلد ما يؤدي إلى اتساع رقعة إنتشار الأزمة المالية؛

- **الصدمة الكلية والصدمات العشوائية**: تنتقل الأزمة المالية عبر هذه القناة في حالة وقوع صدمات على مستوى الاقتصاد العالمي كإرتفاع معدلات الفائدة الأجنبية أو الدولية وتقلص عرض رؤوس الأموال وتراجع الطلب العالمي على بعض المنتجات والمواد الأولية، إذ تحدث هذه الصدمات تذبذبات في أسعار الأصول في أسواق العديد من الدول تتميز بتشابه كبير في أساسيات إقتصادها، أي أن الأزمة ستنتشر في مختلف أسواق هذه الدول مباشرة بعد الصدمة.

أ- **القنوات غير الطبيعية للانتقال**: تتميز هذه القنوات باختلافها عن قنوات الإنتقال الطبيعية ويمكن حصرها في ثلاثة قنوات رئيسية هي:

- **قناة التوازنات المتعددة**: تعني إنتقال أزمة مالية ناشئة في دولة ما (إنتقال هذه الدولة من حالة التوازن الجيد إلى حالة التوازن السيء) إلى دول أخرى تتمتع بحالة توازن جيد على مستوى مؤشرات الاقتصاد الكلي وبالأخص توازن ميزان مدفوعاتها وسعر صرف عملاتها، ما يدفع المستثمرين إلى تصفية أصولهم والإنسحاب من الأسواق لإعتقادهم بأنه السلوك الرشيد الذي يتلاءم وتوقعاتهم؛

- **قناة صدمات السيولة**: تتلخص في كون أن إختيار سعر نوع أو أنواع معينة من الأصول في السوق المالية لبلد ما يؤدي إلى إعادة هيكلة المحافظ الإستثمارية في دول أخرى، إذ يقبل المستثمرون على بيع أصولهم والتوجه إلى أسواق مالية في دول أخرى إما لشراء أصول جديدة أو بيع أصول قائمة، ما من شأنه إحداث صدمة داخل هذه الأسواق ونشوء أزمة مالية؛

- **قناة العدوى السياسية**: يظهر دور هذه القناة في إنتقال الأزمة المالية من دولة إلى أخرى لما يكون هناك عدة دول توازن عملاتها بالنسبة لعملة بلد معين، حيث أن تعرض بلد المركز إلى صدمة ستجعل السلطات النقدية داخل هذه

الدولة إلى القيام برفع أسعار الفائدة ما يدفع باقي الدول التابعة إلى إتباع نفس الإجراء مولدة بذلك إختلالات كبيرة في إقتصادياتها، وقد سيمت هذه القناة بالعدوى السياسية لأنه عادة ما يخضع محافظو البنوك المركزية لضغوطات سياسية من أجل تثبيت سعر الصرف؛

- **قناة سلوك المستثمرين:** تؤدي سلوكات المستثمرين وقراراتهم دورا كبيرا في توليد حركات جماعية كبيرة تساهم في إنتشار الإضطرابات في مختلف الأسواق، سواء من خلال بيع أصولهم في سوق دولة ما وسحب رؤوس أموالهم، كما أن عدم تمثل المعلومات بينهم (غياب ونقص المعلومات) يؤدي إلى تكوين إفتراض مفاده أن حدوث أزمة مالية في بلد ما ينتج عنه إلى حدوث أزمة مشابهة في دول أخرى، هذا الإفتراض ينجم عنه أزمة ثقة في هذه الدول ما يعرض عملاتها إلى هجمات مضاربية.

2-4- **قياس إنتقال العدوى المالية:** قدمت أربعة أساليب لقياس إنتقال عدوى الأزمات تتمثل في التالي:

أ- **قياس درجة الإرتباط:** يتم ذلك بين أسعار أسهم أسواق مجموع من الدول (أكثر من دولتين)، وتعكس درجة الإرتباط العالية فيما بينها إلى وجود عدوى مالية.

ب- **الإحتمالية المشروطة لأزمات العملة:** يشير هذا الأسلوب إلى قياس إنتقال عدوى أزمات العملة عندما تكون روابط مشتركة بين أسعار عملات هذه الدول التي تحدث فيها عدوى مالية (مثل إرتباط العملات المالية لجميع دول جنوب شرق آسيا بالدولار الأمريكي).

ج- **الإنتقال السريع في المؤشرات المالية:** تعني قياس التغير في مؤشر مالي معين في سوق مالية ما ومقارنة ذلك التغير في نفس المؤشر لدولة أخرى.

د- **التغيرات المشتركة في حركة وتدفق رؤوس الأموال ومعدلات العوائد:** تتمثل في قياس التغيرات في حركة رؤوس الأموال والعوائد المترتبة عليها في دولة ما ومقارنتها مع دول أخرى.

3- **الدورة الاقتصادية والأزمة المالية:** نظرا لتعدد وكثرة الأزمات المالية إزدادت أهميتها من خلال ربطها بالدورة الاقتصادية، وفيما يلي سنحاول ربط الدورة الاقتصادية بالأزمة المالية ضمن النقاط التالية:

3-1- **تعريف الدورة الاقتصادية:** تعرف الدورة الاقتصادية بأنها تقلبات منتظمة بصورة دورية في مستوى النشاط الاقتصادي، كما تعرف أيضا بأنها تقلبات في النشاط الاقتصادي الكلي مثل مستويات الإنتاج والعمالة والأسعار، إلى جانب ذلك يمكن القول أنها فترة زمنية تعيش فيها الحالة الاقتصادية أربعة مراحل هي الراج، الركود، الإنكماش والإنتعاش، وعليه فهي تمثل ذلك التتابع بين القمة والقاع أي التقلبات التي تؤثر في مجمل النشاط الاقتصادي.

إذن الدورة الاقتصادية هي مصطلح يستخدم لوصف التقلبات في الإنتاج الكلي وتقاس بواسطة الإرتفاع أو الإخفاض في الناتج المحلي الإجمالي.

3-2- **خصائص الدورات الاقتصادية:** تتميز الدورات الاقتصادية بعدة خصائص نوجز أهمها في الآتي:

- التكرار أو المعادة أي أنها متجددة وتحدث بشكل منتظم ودوري؛

- الإنتشار بحيث يكون لها أثر على الكثير من الأنشطة المختلفة في نفس الوقت؛

- ذات طبيعة عامة وشاملة (تمس كافة القطاعات)؛

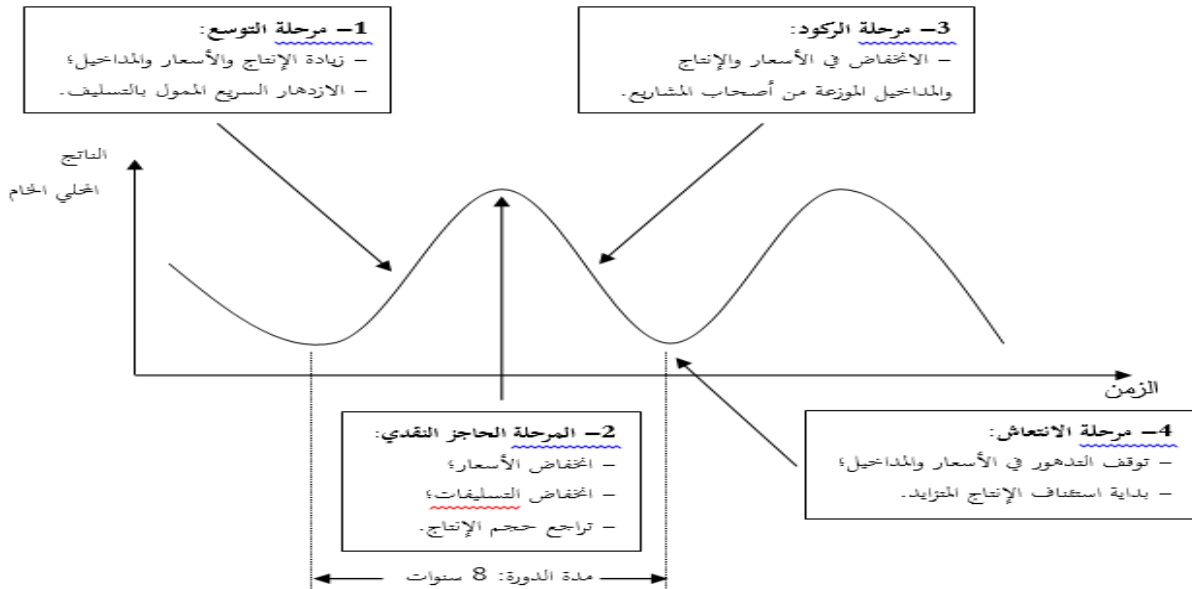
- تمر بأربعة مراحل متتابعة؛

- إختلاف نوع الدورات ومن ثم إختلاف في سعة الدورة ومددها؛

- إختلاف مسببات الدورات وتعدددها؛

3-3- أنواع الدورات الاقتصادية: هناك عدة أنواع للدورات الاقتصادية هي:

أ-دورة كليمنت جوجلار «Clément Juglar»: منذ القرن 18 تم إجراء دراسات متعددة فيما يتعلق بالدورات الاقتصادية، وكان الطبيب الفرنسي كليمنت جوجلار في سنة 1860 أول من طرح فكرة تناوب فترات الركود الاقتصادي والتوسع مع قدر من الانتظام، كما بين أن النشاط الاقتصادي يتألف من سلسلة ذات أربعة مراحل نبينها في الشكل التالي:



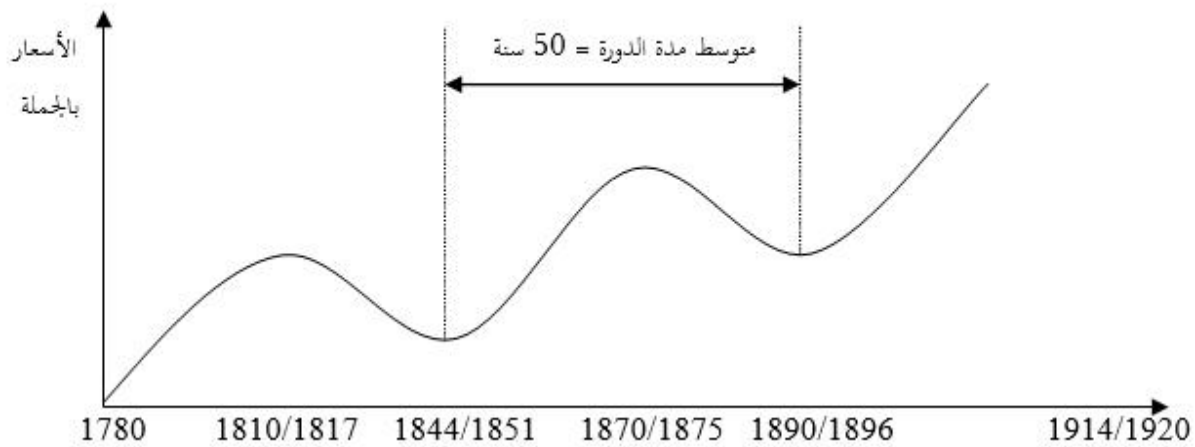
جوجلار لاحظ العودة الدورية للأزمات، فتحليله يقوم على تعاقب مراحل الإزدهار والركود، كما يعتبر أن إعادة تكوين هذه الدورات تدوم 8 سنوات في المتوسط، كما حدثت 13 دورة جوجلار ما بين الفترة 1825 حتى 1938، ومن جهة أخرى، هناك الدورات القصيرة أو البسيطة وهي دورات كيتشن «Kitchen» التي تدوم في المتوسط 40 شهرا، هذه الدورات تكون ذات أنشطة محددة، مثل دورات البناء والدورات الزراعية، تم التوصل إليها من خلال دراسة سلسلة زمنية تم تغطيتها من 1807 حتى 1937.

ب- دورة كوندراتييف «Kondratieff»: بين الاقتصادي الروسي كوندراتييف في سنة 1920 وجود دورات للأسعار متوسط مدتها 50 سنة مثلما يوضحها الشكل في الصفحة الموالية.

إن تغيرات الأسعار تعكس في نفس الاتجاه التغيرات في الأرباح والنشاط الاقتصادي، فحسب شومبيتر الابتكار الذي تم إدخاله إلى المؤسسات سواء على المنتجات أو وسائل الإنتاج أو التنظيم هي التي تسبب تقلبات الأنشطة الاقتصادية، كما أن أهم الابتكارات أدت إلى بروز فروع صناعية جديدة التي هي في الواقع موجات من التقليد من قبل

المنظمين خارج فروع المصدر الأصلي، تؤدي إلى أرباح إضافية وإلى قيام استثمارات متعددة، ولكن عندما تصل الفروع الصناعية المرتبطة بالابتكارات الرئيسية إلى القمة أو تدخل في حالة تدهور ولا يكون هناك فرصا جديدة لاستغلال هذه الابتكارات، ومنه يوجد خلال هذه المراحل ندرة فرص الاستثمار والربح في حين أن المنافسة بين الشركات تصبح أكثر قوة.

فنظرية الدورة الاقتصادية تفسر باتجاه معدل الربح نحو التناقص، حيث تبدأ الدورة الاقتصادية عموما بمرحلة قصيرة نسبيا من الازدهار ثم يليها بعد ذلك مرحلة طويلة نسبيا من الأزمة، من هنا صيغة المقولة الشهيرة التي تؤكد على أن تاريخ الأسهم عبارة عن سلسلة من الأزمات الدورية، وتجدد الإشارة إلى أن المتضرر الأساسي من هذه الأزمات هي الطبقات الكادحة، ففي فترة الرواج تكون تحت طائلة الاستغلال وفي فترة الكساد تعاني من البطالة ومن تخفيضات الأجور أو تجميدها.



3-4- العلاقة بين الأزمة والدورة الاقتصادية: حاول مينسكي (Minsky) ربط الدورة الاقتصادية بالأزمة المالية، حيث سمى العلاقة بين الدورة الاقتصادية وهشاشة القطاع المالي بفرضية عدم الاستقرار.

فوفقا لنظرية مينسكي فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة وتختلف درجة هشاشته باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، ومن ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل. وقد عرف مينسكي عدم الاستقرار المالي على أنه: " عملية التغيرات السريعة والمفاجئة في أسعار الأصول نسبة إلى سعر الإنتاج الحالي".
توصل مينسكي إلى فرضية عن عدم الاستقرار قام بصياغتها على أن تكون من شقين:

- الشق الأول يتمثل في أن الاقتصاد الرأسمالي عبارة عن أنظمة تمويل تساهم في استقراره وأخرى تعمل على عكس ذلك، أي في عدم استقراره؛
- أما الشق الثاني فإنه يتمثل في أن طول فترة الرخاء والازدهار يؤدي بالاقتماد إلى أن ينتقل من العلاقات الاقتصادية المستقرة إلى العلاقات المالية غير المستقرة.

وهي مرتبطة بشكل رئيس بتركيبة الديون وتطورها إلى مستويات تعجز الوحدات الاقتصادية عن الوفاء بها، مما يربك حالة الاقتصاد فيحولها من الاستقرار إلى عدمه، يقول مينسكي في هذا الصدد: "فرضية عدم الاستقرار تمثل نظرية أثر الدين على سلوك الاقتصاد، كما أنها تأخذ في الحسبان الكيفية التي تسوى بها هذه الديون".

ولشرح الفرضية ميز مينسكي بين ثلاث علاقات للوحدات الاقتصادية فيما يتعلق بدخلها والديون المترتبة عليها¹:

النوع الأول: هو الوحدات القادرة على سداد جميع (أصل المبلغ المقترض والفوائد المترتبة عليه) ما عليها من التزامات من التدفقات النقدية التي تحققها من عملياتها المختلفة وسماها بـ "وحدات التحوط"؛

النوع الثاني: هو الوحدات التي تستطيع دفع الفوائد من العوائد التي تجنيها لكنها تبقى على أصل الدين إما بتأخير موعد السداد أو بمزيد من الاقتراض، وأطلق عليها اسم "وحدات المجازفة"؛

النوع الثالث: وهو الأخير يتمثل في الوحدات التي لا تملك الدخل الكافي المحصل من التدفقات النقدية لعملياتها المختلفة لسداد ما عليها من التزامات مما يدفعها إلى مزيد من الاستدانة أو بيع ما لديها من أصول أو أن تعجز عن السداد ونعتها بـ "وحدات بونزي" ويمكن وصفها بوحدات الملاءة المنخفضة.

يخلص مينسكي من هذا الشرح إلى أن الاقتصاد الذي يغلب على تركيبته وحدات التحوط هو الأكثر استقراراً، وأن الذي يغلب على تركيبته وحدات "المجازفة" و "البونزية" هو الاقتصاد الهش الذي يكون معرضاً لأزمة مالية في أي لحظة نتيجة سياسة نقدية متشددة كرفع معدلات الفوائد أو غيرها مما يدفع بوحدات "المجازفة" إلى أن تتحول إلى "بونزية" بإقدامها على بيع أصول كانت محل مجازفاتها، مما يؤدي إلى انهيار كبير في قيم الأصول محل الإشكال، فتتساقط الوحدات الواحدة بعد الأخرى "البونزية"، فـ "المجازفة" ثم "المتحولة"².

في ثنايا التحليل للفرضية ولهذه التركيبة من العلاقات المالية يصل مينسكي إلى أن الوحدات التي يكون غالب التزاماتها أو تمويلاتها مبني على التمويل القائم على المشاركة كلما أمكن وصفها بـ "الوحدات التمويلية المتحولة"، والعكس صحيح. ومن جهة أخرى فإن طول فترة الرخاء يدفع بالاقتصاد إلى أن يطغى على عمليات وحداته الاقتصادية جانب "المجازفة" و "البونزية" أو التمويلات الهشة، بمعنى أن نشوء الرخاء، والآمال التي يعلقها الفاعلون الاقتصاديون على تطور الاقتصاد، أو تطور قيم أصل كقيم الأسهم أو العقار مع وجود سياسات نقدية رخوة متمثلة في معدلات فوائد منخفضة يدفع بالفاعلين، وخاصة مؤسسات الوساطة المالية التي تعتقد أن الابتكار يضمن مزيداً من الأرباح بتصميم منتجات غاية في التعقيد تسمح لها بإنشاء مزيد من الديون مع القيام بتسويقها والمتاجرة فيها، إلى الإقبال على الديون بشكل قياسي مما يؤثر على "مزاج" التوجه العام للاقتصاد بانقلابه من وضعية قوية إلى وضعية هشة، وبالنسبة لمينسكي وضعية مالية هشة مرادفة للإفراط في المديونية،

هذا التحول في "المزاج" بات يعرف بـ"لحظة مينسكي"²³، أو ما يعرف بأن الاستقرار في ظل العلاقات المالية المعقدة للنظام الرأسمالي القائم يقود إلى عدم الاستقرار. والأمر الآخر التي تظهره الفرضية أو نظرية مينسكي في تفسير الأزمات هو أن السبب الرئيس داخلي وليس خارجي، أي أنه مرتبط ببنية النظام التي تتسم بالتطور والديناميكية والذي يؤدي إلى تغلغل عوامل الهشاشة فيه مما يتطلب التدخل والتقنيين لكي يعمل هذا النظام في الحدود المعقولة.

4- **العولمة والأزمة المالية:** تعتبر العولمة المالية نتاج عمليات التحرير والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي، التي ساهمت بشكل كبير في تكامل وترابط الأسواق المالية والمصرفية المحلية بالعالم الخارجي، من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، التي أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق رؤوس المال العالمية بسبب ارتفاع كفاءتها وازدياد حجم العوائد فيها.

4-1- **مفهوم العولمة المالية:** تعرف العولمة المالية بمصطلح الاستثمار المالي، وهي ظاهرة مرتبطة بالنمو والتطور الرأسمالي والتراكم المضطرب في رأس المال، وتعني أيضا حركة أو حرية انتقال رؤوس الأموال بدون قيود بين الدول (أو على الصعيد العالمي)، والعولمة المالية هي نتاج قيام علاقة وطيدة بين العولمة والنظام المالي من خلال القيام بعمليات التحرير المالي والاتجاه نحو الانفتاح على الأسواق الدولية وتزايد تكامل وارتباط أسواق رؤوس الأموال المحلية بالعالم الخارجي، من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بكافة أشكالها، وأخذها بالتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق العالمية لتكون شبه معقدة بين الدول. وترتكز العولمة المالية على عملية التحويل المالي لبنود حساب رأس المال (أحد المكونات الرئيسية لميزان المدفوعات)، وتعتمد هذه العملية بدورها على إلغاء الخطر على المعاملات في هذا الحساب والسياسات المالية لميزان المدفوعات، وتتكون هذه المعاملات من مختلف أشكال رأس المال مثل الديون، أسهم المحافظ، الاستثمار المباشر والثروات الشخصية. وتمثل العولمة المالية في مجموعة من المعاملات هي:

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في الأسواق المالية العالمية كالأسهم والسندات؛
- المعاملات المتعلقة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات... الخ؛
- المعاملات المتعلقة بالمصارف كالودائع والاقتراض و الودائع الأجنبية؛
- المعاملات المتعلقة بحركة رؤوس الأموال الشخصية كالقروض والمنح؛
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي وتحويلات الأرباح.

ويمكن الاستدلال على العولمة المالية بمؤشرين هما:

- المؤشر الأول: يرتبط بتطور حجم المعاملات عبر الحدود من الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة؛
- المؤشر الثاني: يخص تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي.

4-2- **نشأة العولمة المالية:** ظهرت العولمة المالية نتيجة لتحرير الأسواق المالية في كل من الدول المصدرة والمتلقية لها، حيث قامت كثير من الدول النامية بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، وقد دعم هذا الاتجاه العالمي في إطار اتفاقيات جولة أوروغواي لتحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية، فترتب على ذلك نشأة أسواق جديدة ليس لها تواجد

جغرافي طبيعي كما هو الحال في البورصات التقليدية، وإنما تجمعها وتنظمها شبكات الكمبيوتر المتصلة ببعضها البعض، ضف إلى هذا فقد أدى انخفاض تكاليف المعاملات وإحداث أدوات جديدة إلى نمو كبير في المعاملات المالية الخارجية. وقد ظهرت العولمة المالية نتيجة عدة أسباب نوجزها فيما يلي:

- تقليل الحواجز أمام التجارة الدولية وازدياد تدفقات السلع والخدمات عبر الحدود، حيث بلغ متوسط الصادرات العالمية من السلع والخدمات ما قيمته 2.3 مليار دولار أمريكي سنويا خلال 83-1992 وازداد بأكثر من ثلاث مرات بما قيمته 7.6 مليار دولار أمريكي في 2001، فازداد بذلك الطلب على التمويل الدولي والسيولة؛

- عولمة الوساطة المالية كجزء من الاستجابة للطلب على آليات الوساطة في تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود، إذ بلغ حجم تدفقات رؤوس الأموال في العالم عام 2000 ما قيمته 7.5 تريليون دولار أمريكي وهو ما يمثل زيادة تبلغ أربع مرات على ما كانت عليه في 1990؛

- ارتفاع اختلال التوازن في ميزان المدفوعات، حيث أدى نمو احتياجات التمويل الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية مساندة مع الارتفاع الدائم للفائض الجاري لليابان والاتحاد الأوروبي إلى تحفيز نمو التدفقات المالية العالمية؛

- إرادة السلطات العمومية لفتح نظمها المالية؛

- حركية المجتمعات، إذ تلقى المجتمع الأوروبي إنشاء سوق موحدة بارتياح كبير لأنه يسهل عليها حرية تنقل الأشخاص ورؤوس الأموال؛

- تحويل التكنولوجيا، إذ ساهمت التكنولوجيا المتطورة في ظهور ما يسمى بعولمة الأسواق، تخفيض أعباء العمليات التي تخص الخدمات بالدرجة الأولى و سرعة الانتقال والتداول وإمكانية تنفيذ تحويلات مباشرة عن طريق عمليات التحكيم؛

- الإبداع المالي عن طريق تطوير طرق جديدة في المفاوضات لإبرام الصفقات وخلق فرص تمويل جديدة.

إلى جانب الأسباب السالفة الذكر، توجد هناك عدة عوامل أساسية ساهمت في تطور العولمة المالية بشكل ملفت للانتباه نلخصها في النقاط التالية:

- هيكل السوق المالية: لجأت معظم الدول إلى الاعتماد في تمويل مؤسساتها على إصدار أسهم وسندات وإصدار الأوراق النقدية لضمان التمويل للمدى القصير بدل الاعتماد على الاستدانة عن طريق القروض البنكية؛

- تغيير القواعد، عدم دفع التعويضات وإعادة توظيف الأموال: تسببت مشاكل الاستدانة المفرطة وتمركز جل التدفقات المالية في المجموعة الثلاثية المتكونة من الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي واليابان في تعويض القروض المألوفة، وتغيير عدة قوانين وقواعد ساهمت في إنشاء سوق مالي موحد؛

- تحويل الديون العمومية: تم تحويل الديون العمومية إلى أسهم وسندات قابلة للتداول لأنها تشكل بالنسبة للمؤسسات المقرضة مصدر تمويل هام؛

- توظيف الأموال لغرض المضاربة: توجهت معظم المؤسسات إلى إعادة توظيف أموالها في الأسواق المالية بدل المغامرة بالاستثمار في مجال الإنتاج، و ذلك بسبب الأزميتين البتروليتين عام 1973 و 1979-1980؛

- إعادة استثمار الأرباح: تمول الشركات متعددة الجنسيات استثماراتها الخارجية باعتمادها على الادخارات المحلية للبلد المستضيف والأرباح المحققة من طرف فروعها، فحوالي 69.3% من الاستثمارات الخارجية المباشرة للولايات المتحدة ممولة بإعادة توظيف أرباح هذه الشركات؛

- التقدم التكنولوجي وانخفاض تكاليف النقل والاتصالات: أدى التقدم التكنولوجي إلى انخفاض تكلفة النقل بين الدول المختلفة، إذ لعبت التكنولوجيا والانتشار السريع للمعلومات والمكتسبات العلمية والفكرية وتطور شبكات الكمبيوتر دورا هاما ومتزايدا في توسيع نطاق الإعلام والاتصال.

3-4- **العولمة المالية في إطار تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية:** تمثل الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات أهم النتائج التي أسفرت عنها جولة الأوروغواي، والتي شملت عدة أنواع من الخدمات، من ضمنها الخدمات المالية والمصرفية، وتسعى الاتفاقية العامة إلى إلغاء كافة القيود أو التخفيف منها، والمتمثلة في القوانين والتشريعات والقواعد والإجراءات التي تفرضها الدولة للوصول إلى تبادل حر للخدمات .

أ- **مفهوم تحرير التجارة في الخدمات:** ينصرف مفهوم تحرير تجارة الخدمات إلى عملية اتخاذ الإجراءات الكفيلة بتوسيع فرض دخول موردي الخدمات الأجانب إلى السوق المحلية، والتقليل من التمييز اتجاههم، وتمكين الموردين المحليين للخدمات من الوصول على الأسواق الأجنبية. كما يشير مفهوم تحرير تجارة الخدمات أيضا إلى حرية انتقال مستهلكي الخدمات من بلد لآخر و اختيار أي مورد للخدمة والطريقة التي يعرض بها خدماته، و عليه فإن المعنى ينصب أساسا إلى إلغاء كافة القيود التي يفرضها التدخل الحكومي في مجال تجارة الخدمات، إلا إذا كان ذلك التدخل يتم لأسباب سيادية، ويفرض القيود والحواجز على خدمات محددة بذاتها سواء كان مقدمها مورد محلي أو أجنبي. وهناك مجموعة من تصنيفات التجارة الدولية للخدمات، لعل من أبسطها وأبرزها تصنيف ستيرن وهوكمان، الذي سنتناوله في التالي:

- **الخدمات المنفصلة أو المنعزلة:** هي تلك الخدمات التي لا تتطلب انتقال عارض الخدمة إلى البلد الذي يوجد فيه طالب الخدمة، ومثال ذلك خدمة النقل الجوي، فشركة الطيران المدنية تقدم خدماتها لطالبتها في دول أخرى دون الحاجة إلى تمرکزها في تلك الدول، ودون الحاجة كذلك لانتقال طالب الخدمة إلى الدولة التي تقع فيها الشركة عارضة الخدمة؛

- **الخدمات المتمركزة في موقع طالبتها:** تعبر عن الخدمات التي تستلزم انتقال عارض إلى موقع التواجد الجغرافي الذي يوجد به طالب الخدمة، فالمصارف أو شركات التأمين مثلا تنتقل إلى منطقة جغرافية ما لتعرض خدماتها، من خلال فتح فروع لها بتلك المنطقة (السوق) التي يتواجد بها طالب الخدمة؛

- **الخدمات المتمركزة في مكان عارضها:** تتميز بانتقال طالب الخدمة إلى البلد الذي يوجد به عارض الخدمة، أي أن هذا الأخير (العارض)، يقدمها لمن يطلبها داخل البلد، وتندرج تحت هذا الصنف كل من الخدمات السياحية، التعليم، والخدمات الطبية وما إلى ذلك؛

- **الخدمات غير المنعزلة:** تتطلب هذه الخدمات إلى اتصال كل من المنتجين والمستهلكين، كأن تقوم شركة استثمارية لدولة ما بفتح فروع لها في دولة ثانية، بحيث تقدم هذه الفروع خدماتها لمن يطلبها في دولة ثالثة.

ب- **المبادئ الأساسية لاتفاقية تحرير تجارة الخدمات:** اشتملت اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية على مجموعتين أساسيتين هما الخدمات التأمينية و ما يتعلق بها و الخدمات المصرفية و غيرها من الخدمات المالية، وتلتزم الدول التي توقع اتفاقية تحرير الخدمات المالية بأن تقدم التزاماتها ضمن ما يسمى بالجدول الوطني والتي تحدد فيها ما يلي:

- القطاعات الخدمات التي توافق على دخول الشركات الأجنبية للعمل بها (النفاز إلى الأسواق)؛
- الاستثناءات الأساسية لمبدأ معاملة الدولة الأولى بالرعاية والمعاملة الوطنية للقطاعات الخدمية التي التزمت بتحريرها؛
- تعهد الدول الأعضاء بتقديم التزامات تتألف من مجموعة من السياسات والإجراءات التي تطبق على جميع القطاعات الخدمية التي قدمت التزامات بشأنها، ويحق للدولة أن تحدد قيود أفقية تطبق على جميع القطاعات الخدمية التي تقدمت بعروض بشأنها.

ولا تنطبق قواعد تحرير تجارة الخدمات المالية على الخدمات التي تنفرد بها السلطة الحكومية، وتتضمن أنشطة المصرف المركزي، أو أنشطة الضمان الاجتماعي أو خطط الإحالة على المعاش أو التقاعد أو الكيانات التي تستعين بالموارد المالية الحكومية.

وتقوم اتفاقية تحرير تجارة الخدمات وبالتالي اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية على عدد من المبادئ والقواعد التي يجب أن تراعى عند تطبيقها نوجزها على النحو التالي:

- **مبدأ الدولة الأولى بالرعاية:** يعني عدم التمييز بين موردي الخدمات الأجانب من حيث الدخول إلى الأسواق وشروط التشغيل، وبالتالي فإن ميزة متصل بتجارة الخدمات تمنح لأي طرف تمتد تلقائياً لتشمل الأطراف الأخرى؛
- **مبدأ الشفافية:** يقصد بذلك التزام الأعضاء بنشر جميع الإجراءات ذات الصلة و ذات التطبيقات العامة التي تتعلق بتنفيذ هذه الاتفاقية أو تؤثر على تنفيذها، وينبغي أيضاً نشر جميع الاتفاقيات الدولية المتعلقة بالتجارة في الخدمات أو المؤثرة فيها، والتي يكون العضو قد وقع عليها، كما تلتزم الدول الأعضاء بإخطار مجلس تجارة الخدمات في منظمة التجارة العالمية سنوياً على الأقل بأي قوانين أو قرارات جديدة أو تعديلات في القوانين السارية؛
- **مبدأ التحرير التدريجي:** يعتبر هذا المبدأ وسيلة لتشجيع النمو الاقتصادي بين كل الشركاء التجاريين، وتوجه المفاوضات حول الالتزامات المحددة نحو تخفيض أو إزالة أي آثار معاكسة على تجارة الخدمات تعوق من كفاءة الولوج للأسواق، وبما يحقق منافع متوازنة لجميع المشاركين في تلك المفاوضات؛
- **مبدأ زيادة مشاركة الدول النامية:** يهدف هذا المبدأ إلى ضرورة قيام مختلف الأعضاء بتسهيل زيادة مساهمة أو مشاركة الدولة النامية في التجارة الدولية من خلال التفاوض حول جداول الالتزامات الخاصة بتلك الدول وتعلق بتعزيز وتقوية قدرات الخدمات المحلية وزيادة كفاءتها وقدرتها التنافسية عن طريق السماح للدول النامية بالحصول على التكنولوجيا وفقاً للأسس التجارية، وتحسين إمكانية وصول الدول النامية إلى قنوات التوزيع وشبكات المعلومات، وتحرير الوصول إلى أسواق التصدير في القطاعات والوسائل التي تهم تلك الدول؛
- **مبدأ عد السماح بالاحتكارات والممارسات التجارية المقيدة:** يرمي هذا المبدأ إلى إزالة الأساليب الحمائية التي يمكن أن تعوق تحرير تجارة الخدمات، والتي تتمثل في بعض الممارسات غير المشروعة التي قد يتبعها مقدمي الخدمات

الوطنيين أو بعض محتكري الأسواق المحلية لنوعيات معينة من الخدمات، مما يحد من منافسة الأجانب في تلك الأسواق، وقد يتم أيضا بواسطة هؤلاء المحتكرين عند تقديمهم الخدمات في أسواق خارجية.

ج- وسائل توريد الخدمات المالية والمصرفية: حددت الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات أربعة أشكال أو وسائل لتوريد (تقديم) الخدمات المصرفية و المالية عبر الحدود هي:

- **الخدمات عبر الحدود:** الخدمات التي يتم تصديرها إلى المستهلك دون انتقال المورد، ومثال ذلك تحويل الأموال إلى الخارج، الاقتراض من مصرف أجنبي مقيم بالخارج، أو شراء بوليصة تأمين من شركة تأمين مقيمة في الخارج؛

- **انتقال مستهلك الخدمة إلى بلد المورد:** الخدمات التي تتطلب انتقال مستهلكها إلى الخارج، ومثال ذلك انتقال مواطني دولة ما خارج الحدود الوطنية لإيداع أموال في مصرف تجاري أجنبي في الخارج؛

- **التواجد التجاري في بلد المستهلك:** تواجد مصدر الخدمة داخل الدولة المستوردة لها، مثل فتح كل من المصارف التجارية، شركات التأمين وشركات الوساطة فروعها في الخارج؛

- **انتقال مؤقت للأشخاص الطبيعيين إلى البلد المستهلك للخدمة:** الانتقال المؤقت للأشخاص المنسوبين للشركة الموردة الأم، سواء كان مصرف تجاري، شركة تأمين أو غيرها من المؤسسات المالية إلى فروعها في الخارج.

يلاحظ أن فتح الأسواق أمام موردي الخدمات المصرفية والمالية الأجانب من خلال الأسلوب الثالث لتوريد الخدمات والمنصوص عليه في اتفاقية تحرير تجارة الخدمات، يتعلق بتدفق الاستثمار الأجنبي إلى الدولة المضيفة، والذي بدوره يتصل بتحرير رأس المال الأجنبي بما في ذلك الأرباح وحرية تنقل وإقامة الموظفين الأجانب المنتسبين للمصارف التجارية والمؤسسات المالية الأجنبية. أما فيما يخص القيود الممكنة على تجارة الخدمات المصرفية والمالية فقد نصت اتفاقية تحرير تجارة الخدمات على نوعين من القيود، تتعلق الأولى بالنفاذ إلى السوق المحلية، أما الثانية فترتبط بالمعاملة الوطنية. فبالنسبة للنفاذ إلى السوق المحلية، تنص الاتفاقية على ستة (06) أنواع من القيود التي يمكن أن تحد من التواجد التجاري للمصارف والمؤسسات المالية الأجنبية في الأسواق المحلية تتمثل في الآتي:

- تقييد عدد المصارف والمؤسسات المالية الأجنبية المتواجدة في السوق المحلية؛

- تقييد قيمة المعاملات أو الموجودات التي يسمح للمصارف التجارية والمؤسسات المالية الأجنبية التعامل بها في السوق المحلية؛

- إلزام المصارف والمؤسسات المالية الأجنبية بسقف محددة لقيمة وحجم الائتمان المسموح لها بمنحه، وتقييد الأنشطة المصرفية المسموح بممارستها؛

- إلزام المصارف التجارية والمؤسسات المالية الأجنبية بالتواجد في السوق المحلية بصفة قانونية محددة، على سبيل المثال إلزامها بفتح مكاتب تمثيل عوضا عن فروع؛

- تقييد عدد الموظفين الأجانب و المنتسبين للمصارف الأجنبية المتواجدة في السوق المحلية؛

- تقييد تواجد المصرف الأجنبي من خلال تحديد مساهمته في رأس مال المصرف الوطني بنسبة مئوية قصوى أو بقيمة محددة.

أما فيما يخص المعاملة الوطنية للمصارف والمؤسسات الأجنبية، فتعرفها الاتفاقية بأنها تحتوي على جميع الإجراءات التمييزية التي تحد من معاملة المصرف أو المؤسسة المالية الأجنبية معاملة مماثلة للمصارف والمؤسسات المالية الوطنية، كاختلاف نسب الضرائب المفروضة على المصارف الوطنية والمصارف الأجنبية المتواجدة في السوق المحلية، وتقييد المصارف الأجنبية بفتح عدد محدود من الفروع، وفي أماكن محددة بخلاف ما يفرض على المصارف الوطنية، وغيرها من الإجراءات التمييزية التي تجعل معاملة الخدمات المصرفية والمالية الأجنبية تقل عن المعاملة التي تتلقاها الصناعة المصرفية الوطنية.

4-4- مخاطر العولمة المالية: يمكن تلخيص أهم المشاكل والمخاطر التي أفرزتها العولمة المالية وتسببت في حدوث وتكرار الأزمات المالية في النقاط الأساسية التالية:

أ- المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال: نجد من خلال تحليل طبيعة الأموال الأجنبية التي اتجهت نحو الدول النامية، أن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية يتميز بسرعة النمو، كما يتسم بضخامة الحركة وسرعة تنقل رأس المال من سوق لآخر وبصورة فجائية وفي مدة زمنية قصيرة، تساهم بشكل كبير في عدم استقرار الاقتصاد الكلي، ولعل من أهم مظاهر ذلك الآتي:

- ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية، والذي يؤدي إلى انخفاض الصادرات وزيادة الواردات، وبالتالي زيادة العجز في الميزان التجاري؛

- ارتفاع أسعار الأصول وبالذات الأراضي والعقارات والأصول المالية؛

- زيادة الطلب الاستهلاكي المحلي؛

- نمو معدل التضخم.

وحيثما تخرج التدفقات الاستثمارية على نحو مفاجئ وبكميات كبيرة غالبا ما تؤدي إلى ما يلي:

- انخفاض سعر صرف العملة الوطنية؛

- تدهور أسعار الأصول العقارية والمالية؛

- هبوط الأسعار وتدهور معدلات الربح؛

- تزايد العجز في ميزان المدفوعات؛

- فقدان المستثمرين الأجانب ثقتهم في السوق المحلي؛

- استنزاف الاحتياطيات الدولية للبلد، خاصة إذا ما حاول البنك المركزي أن يدافع عن سعر صرف العملة الوطنية.

ب- مخاطر تعرض المصارف للأزمات: إن أهم مخاطر العولمة المالية هي تلك الأزمات التي يتعرض لها الجهاز المصرفي

بسبب عملية التحرير المالي المحلي والدولي أو بعد إتمام هذه العملية، ذلك لأنه في ظل العولمة المالية تزداد درجة اندماج

وتكامل الجهاز المصرفي للدولة مع الأسواق المالية العالمية، وهذا يؤدي إلى أن أي مصاعب تواجه الجهاز المصرفي في دولة

ما يؤثر على سائر القطاعات المصرفية في الدول الأخرى. فالآثار الناجمة عن تعرض البنوك للأزمات كثيرة، ومنها ما يلي:

- تأثير شديد على الاقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها تلك الأزمات؛

- الآثار على الأسواق المالية العالمية، فبعد أن ازدادت درجة اندماجها وتكاملها والاعتماد المتبادل بينها، أصبحت المصاعب التي يعانيها الجهاز المصرفي في بلد ما يمكن أن يمتد إلى سائر القطاعات المصرفية الأخرى؛

- إن الأزمات المالية التي يمكن أن يتعرض لها الجهاز المصرفي متنوعة، وقد لا يكون لها صلة مباشرة بالعملة المالية، مثل الأزمات التي تحدث بسبب الكساد الاقتصادي الكلي أو نتيجة لأخطاء إدارة البنوك نفسها. والمشكلة أنه في جو التحرير المالي كثيرا ما تسرف البنوك في فتح الائتمان للنظام الخاص دون ضمانات كافية وخاصة بالنسبة لقطاع العقارات في فترة الرواج الاقتصادي المصحوبة بتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال الأجنبية من الخارج، وكثيرا ما تستخدم موارد قصيرة الأجل لتمويل طويل الأجل مما يجعلها عرضة لمشكلات مخاطر الائتمان والسيولة.

ولقد أكدت الأزمة التي اندلعت في جنوب شرق آسيا صيف 1997 كيف تؤثر العملة المالية من خلال تحرير حساب رأس المال والانفتاح دون ضوابط على الأسواق المالية العالمية في اندلاع أزمة النظام المصرفي.

ج- مخاطر التعرض لموجات المضاربة: إن انهيار نظام بروتون وودز مطلع سبعينيات القرن العشرين الماضي، وإنشاء نظام تعويم أسعار الصرف سهل نشوء بيئة ملائمة للمضاربات على العملة إلى حد احتراف عدد كبير من المستثمرين المؤسسين لهذه المضاربات كنشاط أساسي لهم، وجاءت عملية التحرير المالي المحلي والدولي لتسهيل هذا النشاط عبر إلغائها الكثير من القيود، حيث يلاحظ اليوم مئات المليارات من الدولارات تتحرك عبر شبكة الربط الإلكتروني بحثا عن فرص للمضاربات واقتناص الأرباح الضخمة. كما أصبحت الاحتياطات الدولية التي تملكها البنوك المركزية في مختلف أرجاء العالم تبدو هامشية إذا ما قورنت بمئات المليارات من الدولارات التي تتعامل بها البنوك وشركات التأمين وصناديق التأمينات الاجتماعية والمعاشات. أما نتيجة الانفجار في تداول الأوراق المالية من الأسهم والسندات وعدد لا يحصى من المشتقات أصبح بالإمكان أن يؤدي انخفاض سعر الفائدة في اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية إلى ارتفاع أسعار الأسهم في طوكيو وفرانكفورت أو باريس، وهكذا فتلك العمليات هي أشبه بالمغامرة المدروسة، وبالنظر لضخامة الأرباح المحققة في هذا المجال، فإن الكثير من الشركات الصناعية الكبرى والشركات المتعددة الجنسية دخلت هذا المجال وأصبحت أرباحها المحققة من عمليات المضاربة أكثر بكثير مما تحققه من أرباح إنتاجها الحقيقي.