

أزمة الرهون العقارية الأمريكية \_ Subprime \_ جذورها، أسبابها وتداعياتها  
على الاقتصاد الدولي والاقتصاد الجزائري

أ. قلي محمد - جامعة بومرداس

**Abstract:**

Faced the global economy in the past decade a real financial crisis that threatened the economies of developed and developing countries alike, where it began harbingers in 2007 and continued its repercussions to this day, and their influence extended to include all global economies, including the Algerian economy, even though the disparity impact by link state on and economic integration. On this basis, this article aims to highlight the most important root causes of this crisis, as well as its impact on the global economy in general, and on the Algerian economy in particular.

Keywords: The financial crisis, mortgage crisis, securitization, financial derivatives.

**ملخص :**

واجه الاقتصاد العالمي في العشرية الماضية أزمة مالية حقيقية هددت اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث بدأت بوادرها في سنة 2007 واستمرت تداعياتها إلى يومنا هذا، وامتد تأثيرها ليشمل جميع الاقتصاديات العالمية، بما فيها الاقتصاد الجزائري، حتى ولو تفاوت تأثيرها على حسب حالة الارتباط والاندماج الاقتصادي. على هذا الأساس يهدف هذا المقال إلى تسليط الضوء على أهم جذور وأسباب هذه الأزمة، وكذا تداعياتها على الاقتصاد العالمي بوجه عام، وعلى الاقتصاد الجزائري على وجه الخصوص.

الكلمات المفتاحية: الأزمات المالية، أزمة الرهن العقاري، التوريق، المشتقات المالية.

**المقدمة:**

تعتبر الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي منذ أوت 2007 من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينيات من القرن الماضي، بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية. خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال.

إن الأزمات المالية العالمية الراهنة هي نتاج تداعيات أزمة الرهن العقاري التي ظهرت على السطح العام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة الأمريكية في تسديد ديونهم للبنوك، وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي، كما وصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية. ولم تفلح مئات مليارات الدولارات التي ضخّت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة القروض الرهنية التي ظلت تتراكم تحت السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية.

1. جذور أزمة الرهن العقاري Subprime : تعتبر القروض العقارية الرهنية عقود استنادة معيارية ما بين المقترض الذي يمثل مشتري الملكية أو العقار والمقترض الذي قد يكون مؤسسة مالية أو غير مالية، والتي يتمثل دورها في تأمين السيولة الضرورية لشراء العقار.<sup>1</sup> يعتبر تملك العقار بمثابة الضمان من أجل الحصول على تمويل، بحيث يمكن للمؤسسة المقرضة أن تتقدم بتحفظ على هذه الملكية وقد يصل الأمر إلى غايه حجز العقار في حالة عدم تسديد القرض.

في مطلع القرن الماضي، ومع التوسع الكبير في قيمة الأصول وفي مقدمتها العقارات، كانت السيولة تمثل مشكلة لدى البنوك والمؤسسات المالية، بمعنى أن لديها فوائض هائلة للسيولة يمكن أن توجهها إلى قطاع العقارات وقبل عامين أو ثلاثة من حدوث الأزمة لم تخل وسيلة إعلام من إعلانات عن سماسرة قروض عقارية يقدمون أفضل أسعار الفائدة دون الحاجة إلى أي ضمانات.

شجع هذا التيسير الائتماني إقبال الأمريكيين أفرادا وشركات على شراء العقارات بهدف السكن أو الاستثمار طويل الأجل أو المضاربة. واتسعت التسهيلات العقارية إلى درجة أن البنوك أصبحت تمنح قروضا حتى للأفراد غير القادرين على سداد ديونهم بسبب دخولهم الضعيفة وبدون وجود ضمانات حقيقية على قدرتهم على تسديد القرض في المستقبل. ولكن البنوك لم تكف بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة، بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي للتوسع في الإقراض، ثم ترفع قيمة العقار، فيحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد نتيجة ارتفاع سعر العقار، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة

الثانية. ومن هنا جاءت التسمية بأنها الرهون الأقل جودة أو عالية المخاطرة (Subprime Mortgage) لأنها رهونات من الدرجة الثانية، وبالتالي فإنها معرضة أكثر للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقارات. ومن الطبيعي أن تقود هذه السهولة في تمويل شراء المنازل إلى تزايد الطلب عليها وزيادة أسعارها، وهذا ما حصل بالفعل في السنوات التي سبقت الأزمة حيث ارتفعت أسعار المنازل لمستويات عالية جدا حتى تشكل في سوق العقارات ما يعرف بظاهرة الفقاعة، أي ارتفاع الأسعار لحدود ليس لها علاقة بقيمة البيوت الحقيقية. ولقد انفجرت الفقاعة عندما تزايد عدد غير القادرين على تسديد الأقساط الشهرية للبيوت التي اشتروها وأخذت مؤسسات الرهون العقارية تسترد تلك البيوت وتبيعها مما قاد لانخفاض أسعارها. وعندما وصل انخفاض الأسعار في بعض المناطق لحدود 30% بلغت خسائر تلك المؤسسات درجة قادتها لإعلان إفلاسها.

ومع ارتفاع أسعار الفائدة الأساسية الأمريكية تدريجيا من 1% في عام 2004 إلى 5% في عام 2007 نتيجة لارتفاع قيمة الدولار، وحتى تستطيع البنوك تمويل احتياجاتها فرضت على زبائنها شروطا صارمة، وكانت النتيجة ارتفاع أسعار الفائدة على القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، وبدأ المقترضون في مواجهة مشكلة عدم القدرة على السداد بسبب ارتفاع قيمة التزاماتهم للبنوك، ويعود سبب ارتفاع هذه الالتزامات إلى سعر الفائدة المرتفع بشكل رئيسي، مما دفع جزءا كبيرا منهم إلى عرض عقاراتهم للبيع من أجل سداد ديونهم. خلال هذه الفترة ارتفعت نسبة العقارات المعروضة للبيع إلى حدود غير مسبوقة، وكنتيجة طبيعية للعرض الزائد دون زيادة مقابلة في الطلب بدأت أسعار العقار بالانخفاض في الولايات المتحدة بشكل كبير في السنوات الأخيرة.

تزايدت الفقاعة العقارية الأمريكية حتى وصلت إلى ذروتها فانفجرت في صيف 2007، حيث انخفضت قيمة العقارات ولم يعد الأفراد قادرين على سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة. وقد أكثر من مليوني أمريكي أصولهم وملكياتهم العقارية المرهونة وأصبحوا مقيدين بالالتزامات المالية طيلة حياتهم، ونتيجة لتضرر البنوك الدائنة نتيجة عدم سداد المقترضين لقروضهم انخفضت قيم أسهمها في البورصة وأعلنت شركات عقارية عديدة عن إفلاسها.

2. أسباب الأزمة المالية العالمية: يتضح جليا من التحليل السابق لجذور الأزمة أن القطاع المصرفي والقطاع المالي بصفة عامة ساهما بشكل رئيسي في تبلور الأزمة، ويعود ذلك إلى

إسراف المؤسسات المالية في إصدار الأصول المالية بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني. ومع هذا التوسع الكبير في إصدار الأصول المالية، زاد عدد المدينين، وزاد بالتالي حجم المخاطر إذا عجز أحدهم عن السداد. وهناك عنصرين متكاملين يمكن الإشارة إليها يمكن أن يفسرا هذا التوسع الكبير في إصدار الأصول المالية.<sup>2</sup>

- أولاً، زيادة حجم المديونية أو ما يطلق عليه اسم الرافعة المالية Leverage، ويعني ذلك أن هناك نوعين من الأصول، أصول تمثل الملكية وأصول تمثل مديونية. فأما الأصول التي تمثل الملكية فهي أساساً ملكية الموارد العينية من أراضي ومصانع وشركات، وهي تأخذ عادة شكل أسهم، وبالنسبة لهذا الشكل من الأصول المالية فهناك عادة حدود لما يمكن إصداره من أصول للملكية، حيث أنه لا يمكن المبالغة في إصدار أسهم بقيمة مالية مبالغ فيها عن القيمة الحقيقية للأصول التي تمثلها، ولكن يظل الأمر محدوداً، لأنه يرتبط بوجود هذه الأصول العينية. أما بالنسبة للشكل الثاني من الأصول المالية وهو المديونية، فيكاد لا توجد حدود على التوسع فيها. وقد بالغت المؤسسات المالية في التوسع في هذه الأصول، وكانت التجارب السابقة قد فرضت وضع حدود على التوسع في الاقتراض.

ومن هنا فقد استقرت المبادئ السليمة للمحاسبة المالية أو ما يعرف بالمعايير المحاسبية الدولية " IAS " على ربط حدود التوسع في الاقتراض بتوافر حد أدنى من الأصول المملوكة، فالمدِين يجب أن يمتلك حداً أدنى من الثروة حتى يستدين، وأن يتوقف حجم استدانته على حجم ملكيته للأصول العينية.

حددت اتفاقية " بازل 2 " للرقابة على البنوك حدود التوسع في الإقراض للبنوك بأن لا تتجاوز نسبة من رأس المال المملوك لهذه البنوك، فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس مال واحتياطيات، وهو ما يعرف بالرافعة المالية. هناك الكثير من البلدان لم تكن متبعة بشكل تام لإطار " بازل 2 " عند حدوث الأزمة المالية العالمية في أوت 2007.

رغم أن البنوك المركزية تراقب البنوك التجارية في ضرورة احترام هذه النسب، فإن ما يعرف باسم بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية لا تخضع لرقابة البنك المركزي. ومن هنا توسعت بعض هذه البنوك في الإقراض لأكثر من 60 ضعف حجم رؤوس أموالها كما في حالة

بنك UBS ويقال أن الوضع بالنسبة لبنك Lyman Brothers كان أكبر، وهذه الزيادة الكبيرة في الإقراض تعني مزيدا من المخاطر إذا تعرض بعض المدينين لمشكلة في السداد كما حدث بالنسبة لأزمة القروض العقارية.

- ثانيا، في زيادة واتساع الأصول المالية هو نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة، حيث تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من البنوك المركزية ولكن هذه الرقابة تضعف أو تتعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الملاءة الائتمانية، وبالتالي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية.

من الأسباب الأخرى التي أدت إلى هذه الأزمة العجز في الميزان التجاري، حيث منذ سنة 1971 لم يسجل الميزان التجاري أي فائض، بل عجز يزداد سنويا وصل في عام 2006 إلى 758 مليار دولار. ويعود السبب الأساسي إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على تلبية الاستهلاك. كما أن العجز في الميزانية لا يزال مرتفعا حيث قدر في ميزانية 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي.

كما أظهرت إحصائيات وزارة الخزانة الأمريكية ارتفاع الديون الحكومية من 4.3 تريليون دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليون دولار في 2003 وإلى 8.9 تريليون دولار في 2007. وأصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي، وبذلك يمكن تصنيف الولايات المتحدة الأمريكية ضمن الدول التي تعاني بشدة من ديونها العامة. ويعادل حجم الديون عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول العربية، وثلاثة أضعاف الديون الخارجية للدول النامية.<sup>3</sup>

ارتبطت بؤار الأزمة بصورة أساسية بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ عام 2004، وهو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث خدمتها وسداد أقساطها خاصة في ظل التعاضى عن السجل الائتماني للملاءة وقدرتهم على السداد، وتفاقت تلك الأزمة مع حلول النصف الثاني من عام 2007، حيث تكبدت أهم مؤسستين للرهن العقاري وهما فاني ماي وفريدي ماك خسائر بالغة قدرها 6.6 تريليون دولار.<sup>4</sup>

يمكن الإشارة إلى أن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خفض أسعار الفائدة إحدى عشرة مرة من 6.5% في ماي 2000 إلى 1.75% في ديسمبر 2001، ثم إلى 1% في 2003 هذه السياسة التوسعية أدت إلى ارتفاع أسعار العقارات بأكثر من 30% بين عامي 2002 و2005، ومع بداية سنة 2006 وحدث حالة من التثعب التمويل العقاري عاد الاحتياطي الفيدرالي لإتباع سياسة نقدية انكماشية كآلية للمحافظة على استقرار معدلات التضخم، حيث ارتفعت أسعار الفائدة لتصل إلى 5.25% في جوان 2006 وأصبح الأفراد المستفيدون من القروض عالية المخاطرة غير القادرين على سداد الأقساط المستحقة عليهم. علما أن هذه القروض كانت تمثل حوالي 25% من إجمالي القروض العقارية الممنوحة ومع توالي عمليات الحجز على البيوت وإعادة بيعها بشكل إجمالي انهارت أسعار العقارات وما كان على هذه البنوك سوى إعادة بيعها من خلال عملية توريق الديون إلى مؤسسات أخرى، حيث هذه الديون هي مدعومة في الأصل برهون عقارية عالية المخاطرة، عندها بدأ المستثمرون في جميع أنحاء العالم أكثر حذرا في استخدام هذه الأوراق المالية ولم يعد هناك مشترين لها. وقد أدى ذلك إلى شبه تجميد في توافر الائتمان في جميع أنحاء العالم.<sup>5</sup>

3. آليات انتشار الأزمة على الصعيد الدولي : من بين المعايير الأساسية لمراقبة النظام البنكي والمالي بصفة معينة يوجد تناسب حجم القروض الممنوحة مع رأس المال العامل للبنوك، لكن هذا المعيار لم يؤدي دوره بصفة كاملة كميكانيزم للاستقرار، حيث إن المؤسسات المالية تكيفت بصفة جيدة مع هذا القيد من خلال الإبداعات المالية. ولعل أبرز هذه الإبداعات المالية التوريق La Titrisation والمشتقات المالية Produits dérivés.

التوريق بالنسبة للبنوك أصبح عبارة عن أداة لتحويل مخاطر القروض من خلال حلقة واسعة من الوسطاء والمتعاملين الماليين في السوق والذين يعرفون بـ ad hoc، أما البنك الأصلي الذي يمنح القرض فيسمى بالناقل الخاص أو -SPV- Spécial purpose vehicle.

برزت عمليات التوريق بشكل ملفت في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات السبعينيات من طرف ثلاث وكالات مختصة في تقديم الضمانات على القروض العقارية وهي الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري (Federal National Mortgage Association) والمعروفة باسم (Fannie Mae) الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري ( La Gouvernement National )

Federal Home Loan (Mortgage Association) والمعروفة باسم (Ginnie Mae) وأخيرا (Freddie Mac). وجدير بالذكر أن مهمة Ginnie Mae لا تقتصر على دعم التوسع في توفير الإسكان الفيدرالي، فشركة Ginnie Mae لا تقوم بإقراض المال من أجل استخدامه للرهن العقاري وإنما تقوم بدور الضامن. ولا تقوم الشركة ببيع أو شراء أو إصدار أوراق مالية مضمونة بالرهن أو شراء الديون الناجمة عن الرهن العقاري. كما زاد نمو شركتي فاني ماي وفريدي ماك بشكل متسارع خاصة بالتزامن مع إلغاء القيود على المنظومة المالية، حيث ارتفع حجم القروض العقارية التي تمتلكها الشركتان من 740 مليار دولار سنة 1990 إلى 1250 مليار دولار سنة 1995 وإلى 2000 مليار دولار سنة 1999 وإلى 4000 مليار دولار سنة 2005 وإلى 5400 مليار دولار عند تأميمهما في مارس 2008، ومن جهة أخرى كانت الشركتان تدعمان بمفردهما 97% من السندات المرتبطة بقروض الرهن العقاري، وهو ما يعكس مدى ضخامة حجم مخاطر التركيز الائتماني على العقارات. ومع العلم أن هذه السوق أصبحت تمثل حاليا تقريبا 40% من سوق السندات.

تلعب السوق الثانوية للرهن العقاري دورا مهما في توفير الأموال اللازمة لإقراض الأشخاص الذين يبنون شراء منازل خاصة بهم. وبمرور الوقت ومع تطور أسواق المال ظهرت الحاجة لأدوات مالية أكثر حداثة وتقدما لإرضاء طلبات المستثمرين مما أدى إلى ظهور أدوات مالية جديدة للرهن العقاري مثل التزامات الرهن العقاري المضمونة (Collateralized Mortgage Obligations CMO) بالإضافة إلى الأوراق المالية المضمونة بأصول (Asset Backed Securities ABS)<sup>6</sup>.

تعتبر الأوراق المالية المضمونة بأصول "ABS" أدوات إقراض يتم تداولها وتكون مضمونة بأصل له عائد أو إيراد تمتلكه الشركة المصدرة أو مجموعة من المستحقات. هذه الأوراق المالية تتميز بعائد مرتفع مما يجذب المستثمرين الذين لديهم استعداد لتحمل مخاطر الائتمان والدفع مقدما بالإضافة إلى سيولتها.

تصنف الأوراق المالية المضمونة بأصول إلى أوراق رهن عقاري وأوراق مالية غير عقارية. بالنسبة لأوراق الرهن العقاري فهي تمثل أوراق مالية مضمونة بمحفظة من القروض العقارية التقليدية جمعتها مؤسسات مالية (شركات الادخار، والقروض، والبنوك التجارية، وشركات الرهن العقاري) لتمويل عملية شراء المقرض لمنزل أو أي أصول عقارية. ويقوم المصدر بتجميع هذه

القروض في وعاء واحد وبيعها للمستثمرين عن طريق طرح أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية بقيمة هذه المديونيات. وعندما يقوم المقترض بدفع أقساط الدين يتم تسليم المستثمرين الفوائد المستحقة لهم.

ومن أكثر أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية انتشارا هو ما يعرف بـ "Pass-Through" حيث يتم إصدار أوراق مالية مضمونة بوعاء من القروض العقارية ويتم توزيع التدفقات الناجمة عن تلك القروض بناء على نسبة الملكية الخاصة بكل مستثمر في الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك القروض. ومن الممكن إعادة تجميع هذه الأوراق المالية في أوعية جديدة لإنشاء ضمانات لنوع أكثر تعقيدا من "Pass-Through" مثل التزامات الرهن العقاري المضمونة أو "Collateralized Mortgage Obligations" والتي تعرف عادة باسم "Pay-Through" والتي تسمح بتوجيه التدفقات النقدية من أجل إصدار فئات مختلفة من الأوراق المالية بآجال وكوبونات مختلفة.

أما الأوراق المالية غير العقارية أو الأوراق المالية المضمونة بأصول فهي تشمل حاليا أنواع جديدة من الأصول مثل التزامات السندات المضمونة والتزامات القروض المضمونة Collateralized Bond Loan Obligations والقروض غير المؤدية Non-Performing Loans، ممتلكات مصادقة من قبل مصلحة الضرائب Tax Liens، ديون المشروعات الصغيرة Small Business Loans، السيارات المؤجرة Rental Cars، أوراق تجارية مضمونة بأصول Asset Backed Commercial Paper، بطاقات الائتمان Revolving Consumer Assets/Credit Cards قروض شراء وتأجير السيارات Auto Loans & Leases، قروض شراء وتملك المنازل Home- Equity Loans، قروض لشراء أراضي وبناء منازل Manufactured Housing Contracts، قروض الطلبة Student Loans، وسائل النقل الترفيهية Recreational Vehicles، قروض لشراء مركبات بحرية Marine Loans، معدات تجارية Commercial Equipment، أو أي أوراق مالية أخرى.

عندما تتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهون العقارية، يقوم باستخدام هذه المحفظة من الرهون لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة حيث يعتبر التوريد مصدر تمويل خارج الميزانية (Off-balance sheet financing) أي

لا يظهر تأثيره على ميزانية الشركة، فطبقا لقواعد التمويل والمحاسبة، يتم التعامل مع التوريد عن طريق إضافة الدخل الناتج عن بيع الأصول إلى جزء الأصول في ميزانية الشركة بينما يتم حذف الأصول المباعة.

فالبنك من خلال التوريد لا يكتفي بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل يصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية فالبنك يقدم محفظة من الرهون العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظه العقارية. وهكذا، فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وهذه هي المشتقات المالية، وتستمر العملية في موجات متتالية بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، هكذا أدى تركيز الإقراض في قطاع واحد " العقارات " إلى زيادة المخاطر، وساعدت الأدوات المالية الجديدة " المشتقات " على تقادم هاته المخاطر بزيادة أحجام الإقراض موجة تلو الأخرى. وإذا تعثر مالكو العقارات عن السداد أو انخفضت قيمة العقارات في الأسواق، فإن حملة السندات يسارعون إلى بيع ما لديهم فيزيد العرض وينخفض سعرها وتزيد الضغوط على كل من المؤسسات المالية وشركات التوريد. وهكذا، يمكن القول أن التوريد بما ينتجه من تضخم لقيمة الديون وانتشار حملة السندات الدائنين وترتيب مديونيات متعددة على نفس العقار هو حجر الزاوية في حدوث الأزمة المالية.

4. **تداعيات ومظاهر الأزمة :** لقد أخذت تداعيات أزمة القروض الرهنية الأمريكية تتفاقم منذ أوت 2007 بشكل سريع وتشير الأرقام المتاحة إلى أن الأسوأ في هذه الأزمة كان خلال الربع الأول ونهاية الربع الثالث وبداية الربع الرابع من العام 2008، ومازالت الأزمة مستمرة مع وجود اختلاف في توقعات المؤسسات الاقتصادية العالمية بين كون الأسوأ في هذه الأزمة قد مضى أو أن الأسوأ فيها لم يأتي بعد. وتتمثل أهم مظاهر الأزمة المالية الحالية وكذا تداعياتها على الاقتصاد الأمريكي والعالمي فيما يأتي:

لقد حدث إفلاس متواصل لكثير من البنوك والمؤسسات العقارية وشركات التأمين، وقد بلغ عدد البنوك المفلسة إحدى عشر بنكا، من بينها بنك " إندي ماك " الذي يستحوذ 32 مليار دولار من الأصول وودائع بقيمة 19 مليار دولار.<sup>7</sup>

كما أعلن 285 بنك أمريكي عدم ملاءته المالية، وتم وضع أكبر مؤسستين لإعادة تمويل القروض الرهنية هما مؤسسة Freddie Mac ومؤسسة Fannie Mae تحت إشراف الدولة وهو نفس الإجراء الذي خضعت له أكبر شركة تأمين في العالم " AIG "، حيث قدمت لها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها.

الحدث البارز في الأزمة كان إفلاس بنك Lehman Brothers، حيث إلى غاية نهاية أوت 2008 كانت أصوله تبلغ 8.2 مليار دولار واستطاع أن يرفع رأس ماله بمقدار 13.9 مليار دولار ودرجة التغطية قاربت 170%. وفي 15 سبتمبر 2008، تم إعلان إفلاس Lehman Brothers الذي يمثل رابع أكبر بنك أمريكي وعمره يناهز 158 عاما.

كما أثرت الأزمة الائتمانية تأثيرا كبيرا على أوضاع عدد من كبار المصارف وشركات الخدمات المالية الأمريكية، وعلى رأسها بنك الاستثمار Merrill Lynch الذي أعلن موافقته على صفقة عرضها بنك أمريكا Bank of America أكبر مصرف أمريكي من جهة الودائع لشرائه بمبلغ 50 مليار دولار أمريكي.<sup>8</sup>

كما أن أعراض العدوى بدأت تصيب العديد من المؤسسات الأخرى حيث خسر بنك واشنطن ميوتوال Washington Mutual 27% من قيمة أسهمه وانخفضت قيمة أسهم جينرال إلكتريك General Electric بنسبة 8% وتملك الخوف باقي البنوك التي بدأت تضيق الخناق على عمليات الإقراض مما يهدد المحرك الرئيسي للاقتصاد الأمريكي المتمثل في الائتمان.

وتراجعت أسهم City group أكبر بنوك أمريكا بنسبة 15% ليصل سعر السهم إلى 15.24 دولار، في أقل مستوى له منذ عام 2002، لتقرر الحكومة الفيدرالية توسيع ملكيتها فيه. وتلاه بنك أمريكا Bank of America بنسبة 21% ليصل سعر سهمه إلى 26.55 دولار وهو أقل سعر له منذ جويلية 1982، وخسرت أسهم American Expresse أكبر شركات بطاقات الائتمان الأمريكية 8.9% من قيمتها ليصل سعر السهم إلى 35.48 دولار، وتراجعت أسهم JP Morgan Chase بنسبة 10%، أما Morgan Stanly أكبر شركات التعامل في الأوراق المالية للخزانة الأمريكية، فقد انخفضت أسهمها بنسبة 14%.

كما شهد نشاط الأسواق المالية العالمية تدهورا حادا جراء تأثيره بالقطاع المصرفي والمالي وهو ما يفسر تقلب مستوى التداولات ترتب عنها اضطرابا وخللا في مؤشرات البورصة بترجع القيمة السوقية لثمانى مؤسسات مالية عالمية بقيمة قاربت 574 مليار دولار خلال العام 2008.<sup>9</sup> على الصعيد العالمي، أدت الأزمة إلى خسارة عدد من البنوك الكبرى في العالم (حوالي 25 بنك) لأكثر من 300 مليار دولار من قيمة أصولها، نتيجة انخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية منذ 2007 الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين، وهناك تقديرات بأن تصل القيمة إلى 400 مليار دولار بنهاية سنة 2009.<sup>10</sup>

إن شراء برج HSBC في ميناء لندن الذي يعتبر أكبر صفقة في تاريخ بريطانيا، ساعد في إغراق شركة Metrovacesa الإسبانية، حيث اشترت الشركة المبنى مقابل 1000 مليون جنيه إسترليني تم تقسيط 810 مليون جنيه إسترليني منه، هذا المبلغ لم تتمكن الشركة من تسديده أو حتى إعادة جدولته بسبب انكماش أسواق التسليفات. وأخيرا باعت الشركة المبنى مقابل 838 مليون جنيه إسترليني مما سبب خسارة لا يستهان بها للشركة.

أما في بلجيكا، فيعتبر بنك Fortis أكبر بنك في بلجيكا معرض لأن يصبح أكبر ضحية بين المصارف الأوروبية من جراء الأزمة المالية، غير أن الحكومة البلجيكية أبدت استعدادها لتضمن 100% من حسابات التوفير العائدة للزائنين، كما وافق البنك المركزي الأوروبي على ضخ 1102 مليون أورو في البنك المذكور.<sup>11</sup>

الجدول رقم 7: الخسائر الناجمة عن أزمة القروض الرهنية لأهم البنوك الدولية

الوحدة : مليار دولار أمريكي.

هيئات القرض	إجمالي الخسائر	الزيادة في رأس المال	نسبة التغطية (%)
City group	55.1	49.1	89.11
Merril Lynch	51.8	29.9	57.72
USB	44.2	28.3	64.03
HSBC	27.4	3.9	14.23
Wachovia	22.5	11	48.89
Bank of America	21.2	20.7	97.64
IKB Deutsche	15.3	12.6	82.35
Royal Bank of Scotland	14.9	24.3	163.09

81.76	12.1	14.8	Washington Mutual
38.89	5.6	14.4	Morgan Stanley
55.24	7.9	14.3	JP Morgan Chase
29.63	3.2	10.8	Deutsche Bank
25.71	2.7	10.5	Crédit Suisse
41.00	4.1	10	Wells Fargo
79.13	137.6	173.9	Autres
70.45	353	501.1	Total

المصدر: "سلسلة أحداث السوق المالية"، من على الموقع الإلكتروني: <http://www.marefa.org/index.php>

بالإضافة إلى ما سبق، فإن أعراض هذه الأزمة برزت على مستوى مؤشرات الأداء الاقتصادي الكلي للولايات المتحدة الأمريكية على النحو التالي:<sup>12</sup>

- تقادم العجز في الميزانية والذي وصل لأقصاه في الربع الأول من عام 2008، حيث أصبح يمثل حوالي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي، مع وجود توقعات بارتفاع عجز الموازنة في نهاية عام 2008 من حوالي 155 مليار دولار إلى حوالي 258 مليار دولار.

- ارتفاع حجم المديونية ليصل إلى 36 تريليون دولار (حسب إحصاءات وزارة الخزانة الأمريكية) فقد ارتفعت الديون الحكومية لتشكل حوالي 64% من الناتج المحلي الإجمالي، هذا إلى جانب ارتفاع مديونيات الأفراد والشركات لتصل 28 تريليون دولار، منها حوالي 9.6 تريليون دولار ديون أفراد نتيجة التمويل العقاري، وحوالي 18.4 تريليون دولار ديون على الشركات.

- تزايد تباطؤ نمو الاقتصاد الأمريكي منذ شهر جانفي 2008، حيث شهدت قطاعات الإسكان والتصنيع وحركة البيع والشراء ضعفا في أنشطتها نتيجة لارتفاع أسعار المواد والسلع الأولية والطاقة.

هذا وقد قدرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إجمالي الخسائر الاقتصادية الأمريكية بسبب أزمة الرهن العقاري بحوالي 350 حتى 540 مليار دولار، بينما قدر صندوق النقد الدولي هذه الخسائر بحوالي 940 مليار دولار. ومهما كانت درجة الدقة في الأرقام، فإنها لا تبين مدى خطورة الأزمة التي مر بها الاقتصاد الأمريكي من حيث حجمها. ولكن يجدر هنا التأكيد على نوعية الأزمة أكثر من التأكيد على حجمها، حيث تكمن خطورة هذه الأزمة من كونها ناجمة عن تراجع الاستهلاك الفردي وليس عن ارتفاع أسعار الفائدة كما كان الأمر في الأزمات السابقة، وهو ما يجعلها أزمة ديناميكية قد تطول بعض الوقت.

من ناحية أخرى، أطلقت العديد من الشركات الأوروبية الكبرى مثل " سيمنز " و " ميشلان " إشارات تحذيرية من تأثير الأزمة الأمريكية عليها، كما أثرت الأزمة على الشركات الأوروبية التي تعمل في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تحملت شركة BMW لصناعة السيارات خسائر بقيمة 236 مليون دولار نتيجة تزايد الديون المعدومة وتراجع نشاط تأجير السيارات، واتسع تأثير الأزمة ليشمل قطاعات مثل الصناعات الدوائية وصناعات البناء.

أما في الصين والهند، فبرغم التفاؤل لدى بعض الشركات المتواجدة في الأسواق الصينية والهندية بأن يكون تأثير الأزمة على الأسواق الصينية ضئيلاً، إلا أن الواقع يؤكد حتمية تأثر الصين بهذه الأزمة بشكل واضح، ذلك لأن الصين تصدر حوالي 21% من صادراتها إلى الولايات المتحدة الأمريكية. على صعيد آخر، أثرت هذه الأزمة على الاقتصاد الياباني الذي شهد تراجعاً في النمو الاقتصادي وعدم استقرار أسواق الأسهم، مما دفع البنك المركزي للإبقاء على معدل الفائدة منخفضاً عند 0.5%، كما تراجعت مبيعات الشركات المصدرة نتيجة لانخفاض الدولار، وانخفض إنتاج المصانع لأدنى مستوياته منذ خمس سنوات بمعدل 3.1%.

5. آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري : مما لا شك فيه أن الاقتصاد الجزائري كغيره من الاقتصاديات العالمية تأثر بالأزمة الاقتصادية العالمية، وإن كان بنسبة أقل مقارنة بدول أخرى أكثر اندماجاً في الاقتصاد العالمي، وذلك للأسباب التالية:

- ضعف الاندماج في الاقتصاد الدولي، وذلك بالاعتماد على مصدر وحيد في التصدير مما يقلل من الاندماج. فالاقتصاد الجزائري يعاني من عدم تنوع هيكلي من خلال اعتماده على المحروقات بنسبة 98%، وهذا الضعف في الاندماج يقوي من الصدمات في الاقتصاد العالمي، لأنه بمجرد انخفاض أسعار المحروقات يمكن أن يتعرض الاقتصاد إلى مخاطر شديدة القوة عكس الاقتصاديات المتنوعة باعتبار أن التنوع يقلل من المخاطر.

- تبعية تمويل الاقتصاد إلى الخارج، بمعنى تمويل الاقتصاد يتم بشكل أساسي من خلال الواردات والمشكل أن هناك تبعية هيكلية على مستوى الواردات، بمعنى أنه إذا كانت هناك سيولة كبيرة فإن ذلك يظهر أثراً طردياً على مستوى الواردات أي وجود مرونة كبيرة في الارتفاع. على العكس من ذلك فإنه من الصعب التقليل من حجم هذه الواردات في حالة تقلص السيولة أو الموارد.

- محدودية الاندماج في النظام المالي الدولي، تخص الجزء الثاني من ميزان المدفوعات أي حساب رأس المال إذ لا توجد قابلية لتحويل الدينار بصفة كلية، حيث التحويل مسموح به في عمليات التجارة الخارجية فقط. كما أن المقيمين ليس لهم الحق في تحويل الدينار إلى الخارج سواء من أجل الاستثمار المباشر أو الاستثمار في المحفظة أو حتى إعطاء قروض إلى العالم الخارجي.

كذلك فإن الوظيفة الدولية للبنوك العمومية الجزائرية تبقى ضعيفة وتقتصر فقط على تمويل التجارة الخارجية، حيث حجم التعاملات الخارجية للبنوك لا يتعدى نسبة 1% من حجم خصوصها.<sup>13</sup>

كما أن الاستثمارات المباشرة الخارجية تبقى ضئيلة إذ لا تتجاوز حدود 1% من الناتج الداخلي الخام سنويا في المتوسط، وقد بلغت مجموع هذه الاستثمارات حوالي 8.5 مليار دولار في العشر سنوات الأخيرة.<sup>14</sup>

إن تراجع أسعار البترول يمكن أن تشكل إحدى القنوات غير المباشرة لتأثر الاقتصاد الجزائري بالأزمة المالية العالمية الراهنة. ومع تراجع أسعار البترول إلى أقل من 55 دولارا للبرميل في نهاية السنة الحالية (2014) واستمرار تدني هذه الأسعار خاصة إذا علم أن السعر المرجعي للبرميل المتعلق بالموازنة العامة حدد بمبلغ 37 دولارا للبرميل، هذا إلى جانب عزوف الرأسمال الأجنبي على الاستثمار في الجزائر، فمن المتوقع أن تتأثر المشاريع الخاصة بالهياكل القاعدية والبنى التحتية التي تمول من قبل الدولة تدريجيا فضلا عن تأثر المداخيل الجبائية أيضا وهو ما من شأنه أن يؤثر على الاقتصاد الوطني.

ولإتمام المشاريع التنموية الحالية حتى سنة 2019، فإنه يتطلب مستوى عاما متوسطا لأسعار البترول في حدود 78 دولارا للبرميل، بالإضافة إلى نسبة نمو متوسطة في الناتج الداخلي الخام خارج المحروقات في حدود 5.5%، مع بقاء معدل التضخم في مستويات أدنى من 4%، وهذا من أجل الوصول سنة 2019 إلى نمو في الناتج الداخلي الخام يقارب 5%.

أما عن تأثيرات الأزمة المالية على القطاع المصرفي، فتشير التقارير الاقتصادية بأن الجزائر في مأمن من تداعياتها نظرا لعدم مخاطرتها في مجال التوظيف المالي، فضلا عن عدم ارتباط البنوك الجزائرية بشبكات وتعاملات خارجية رغم الخسائر المسجلة في أصول البنوك

الكبرى والمقدرة من قبل بنك التسوية العالمية بمبلغ 650 مليار دولار وأكثر من 1400 مليار دولار حسب صندوق النقد الدولي، وكنتيجة للتسيير الحذر لاحتياجات الصرف الجزائرية مع غياب أي استثمار في أصول ذات مخاطر وتفاذي خسائر في رأسمال محافظ الأصول.

**الجدول رقم 12: المؤشرات الكلية المرجعية على المدى المتوسط 2007 – 2013**

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
4.4	4.1	3.9	3.9	2.6	3.0	3.0	* نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي PIB
2.3	1.5	0.7	0.0	-0.1	-0.6	-0.9	- قطاع المحروقات
5.5	5.5	5.6	5.8	6.0	5.8	6.3	- خارج المحروقات
3.1	3.2	3.3	3.4	3.8	3.9	3.6	* ارتفاع المستوى العام للأسعار IPC
-1.5	-1.3	-1.0	-0.9	-2.9	20.2	22.6	* الرصيد الخارجي الجاري (نسبة إلى PIB)
-42.5	-44.7	-47.9	-49.7	-51.4	-52.0	-44.0	* الرصيد الأولي خارج المحروقات
-5.2	-5.9	-7.3	-8.6	-11.5	8.2	4.5	* رصيد الموازنة العامة (نسبة من PIB)
77.5	75.0	71.3	64.8	54.3	97.5	71.1	* أسعار البترول (الدولار / للبرميل)

**المصدر:** التقرير السنوي عن الجزائر، صندوق النقد الدولي FMI، رقم 09/108.

بالرغم من الآثار السلبية غير المباشرة للأزمة المالية العالمية إلا أنها انعكست إيجابا على بعض الجوانب في الاقتصاد الجزائري وتمثلت في النقاط الآتية:<sup>15</sup>

- انخفاض أسعار العديد من السلع في السوق العالمية، فكما يؤدي نمو الاقتصاد العالمي إلى زيادة أسعار السلع فركوده يؤدي إلى انخفاضها في السوق العالمية، وباعتبار الجزائر بلدا مستوردا للسلع فالأزمة لها أثر إيجابي على أسعار السلع المستوردة في الأمد القصير.

- انخفاض تكاليف مواد الإنتاج قد ينشأ ديناميكية في الاقتصاد. وكمثال، فإن انهيار أسعار الحديد ساعد قطاع العقار في الجزائر على النهوض بعد تعثره إثر ارتفاع أسعاره في السوق العالمية.

- ارتفاع حجم الاستثمار الأجنبي المباشر IDE إذا ما وفر المناخ الملائم لذلك، وذلك بالاستفادة من حالة الفرز السائدة حاليا في الدول الصناعية الكبرى وهروب رؤوس الأموال الساخنة Hedg Found من هذه الدول بحثا عن فرص أفضل للاستثمار.

**الخاتمة:**

مر الاقتصاد العالمي في السنوات الأخيرة بأزمة مالية تعد من أسوأ الأزمات التي عرفها التاريخ الاقتصادي، نجمت عن مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية التي تسببت فيها القروض العقارية رديئة الجودة. ومنذ مدة والأزمة تتمدد وتتفاقم في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق الاستثمار، كما شملت تداعياتها أسواق المال والبورصات العالمية في صورة انخفاضات حادة ومتتالية للمؤشرات بها وامتدت تأثيراتها إلى جميع أنحاء العالم، وإلى جوانب الاقتصاد العيني في صورة ركود بدأ يخيم على حركة الأسواق وانخفاضات في معدلات النمو. كما امتدت تداعياتها لتخلق أزمات متلاحقة مست بالخصوص الاقتصاديات الأوروبية كالليونان، البرتغال، وغيرها. فيما يخص أهم النتائج المتوصل إليها، فيمكن إجمالها في النقاط أدناه:

- أكدت أزمة الرهون العقارية الأمريكية مرة أخرى فساد منطق السياسات التي يدعو إليها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وأكدت أيضا مدى هشاشة هاتين المؤسستين في التنبؤ بالأزمات أو العمل على تجنبها، بالإضافة إلى إدارتها بعد وقوعها.

- حدثت الأزمة المالية العالمية نتيجة خلل الرأسمالية القائم على الحرية وهذا من خلال ما تقتضيه العولمة من فك للقيود على حركة رؤوس الأموال والتحويل. هذا من جهة، وهي من جهة أخرى ليست نتيجة التدخل المفرط من قبل الدولة بل نتيجة تشوه الأسواق الذي نتج عن تدخل البنوك المحلية في الأسواق، وقيامها بتسويق سندات مضمونة بالعقارات محل الأزمة من خلال آلية التوريق. وعليه، فالأزمة هي أزمة الإبداع المالي المفرط الذي شجعتة الليبرالية الرأسمالية الأمريكية.

- أثبتت الحرية الاقتصادية المطلقة التي نادي بها أصوليو السوق على مدى السنوات العشرين الماضية فشلها الذريع، وأدى رفع الضوابط المالية إلى تراكم مراكز بالغة المجازفة دفعت الاقتصاد العالمي إلى انكماش مرتبط بالدين لا سبيل إلى مواجهته إلا بتضخيم الدين الحكومي. كما كشفت هذه الأزمة إعادة الاعتبار لدور الدولة وأهميته في ضبط آليات الحركة للنشاط الاقتصادي.

- أنشأ الإيمان المطلق بكفاءة الأسواق المالية المحررة من الضوابط التنظيمية وعدم وجود نظام مالي ونقدي تعاوني اعتقادا واهما بإمكانية تحقيق أرباح دون مجازفة وأطلق يد الإسراف في الأنشطة المالية المضاربية في مجالات عديدة.

- كشفت الأزمة المالية العالمية أنه كان هنالك خلل كبير بين النمو المالي والنمو الاقتصادي الفعلي في قطاعات إنتاج السلع والخدمات، والذي نجم عن تزايد حجم الاستثمارات الأجنبية البالغ نحو أربعين بالمائة من حجم الأموال المتداولة. كما أن أغلب الأموال المتدفقة إليها هي من نوع قصير الأجل، أو ما يعرف بالأموال الساخنة والتي تنتقل بغرض المضاربة حيث ساهمت هذه الأخيرة في إحداث الأزمة.

- أظهرت هذه الأزمة بجلاء أن عولمة الأنشطة التجارية والمالية تستدعي تعاوننا وتنظيما دوليا. إلا أن الآثار المترتبة عن حل هذه الأزمة وتلافي تكرارها تتجاوز نطاق التنظيم المصرفي والمالي، وتطرح السؤال حول كيفية إحياء تعددية الأطراف وتوسيع نطاقها في عالم ماض في العولمة.

#### المراجع والهوامش:

<sup>1</sup> R. Dodd, " Subprime : topographie d'une crise ", Revue problèmes économiques, n° 2945, Avril 2008, p : 09.

<sup>2</sup> جاسم صباح، أزمة النظام النقدي العالمي من النشوء حتى المعالجة، ص: 7، من على الموقع الإلكتروني: <http://www.amnaba.org/nbanews/71/926.htm>.

<sup>3</sup> محمد زيدان، مرجع سبق ذكره، مارس 2009، ص ص: 6-7.

<sup>4</sup> أبو الغيط أبو المعبود داليا، الأزمة المالية وأثرها على العالم العربي، ص: 13، من على الموقع الإلكتروني: [www.patways.cu.eg/news/uf/18067-3325-winter-2009-report-doc](http://www.patways.cu.eg/news/uf/18067-3325-winter-2009-report-doc).

<sup>5</sup> P. Artus et autres, La crise des Subprime, Rapport du conseil d'Analyse économique, La Documentation française, Paris, 2008, p : 20.

<sup>6</sup> محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، ورقة مقدمة في ندوة الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية، جامعة الأزهر، أكتوبر 2008، ص: 10.

<sup>7</sup> فريد كورتل، " الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية "، مجلة أبحاث روسيكادا الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2009، ص: 11.

<sup>8</sup> بسام حجازي، انعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة على المؤسسات المصرفية في العالم، ورقة بحث مقدمة في مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الإسلامي والغربي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، يومي 13 و 14 مارس 2009، ص: 15.

<sup>9</sup> فريد كورتل، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 11.

<sup>10</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري، ص: 10، من على الموقع

الإلكتروني: <http://npra.ub.uni-muenchen.de/12604/>

<sup>11</sup> بسام حجازي، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 17.

<sup>12</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 07.

<sup>13</sup> Fond monétaire international, "Algérie : consultation de 2008 au titre de L'article 04", Rapport des services, note d'information au public sur La discussion du conseil et déclaration de L'administrateur pour L'Algérie, Rapport sur Les économies nationales, N° 09/108, Avril 2009, p : 09.

<sup>14</sup> Idem, p : 09

<sup>15</sup> فريد كورتل، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 16 - 17.

<sup>16</sup> الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية: انعكاساتها وحلولها، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، يومي 13 - 14 مارس 2009.

<sup>17</sup> زيدان محمد، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان طرابلس، لبنان، يومي 13 و 14 مارس 2009.

<sup>18</sup> موسى عماد، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق المال، المعهد العربي للتخطيط الكويت، المؤتمر الدولي حول " دور القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف"، بيروت، لبنان، المنعقد في 23 - 25 مارس 2009.

<sup>19</sup> Boyer. R, Dehove. M et Plihon. D, Les crises financières, Rapport de Conseil d'Analyse économique, la documentation française, Paris, 2004.

<sup>20</sup> FMI, Financial Crises: Causes and Indicators, World Economic Outlook, Washington DC, mai 1998. Disponible sur: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598>.