

## دور آلية التسيير الكمي في معالجة الأزمات المالية

من إعداد د. بوظلالة عادل

الرتبة العلمية: أستاذ محاضر "ب"

مؤسسة الارتباط: جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2

Email: adelboutelala@yahoo.fr

### الملخص:

تهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على فشل البنوك المركزية في كبح الأزمات المالية بواسطة الأدوات التقليدية للسياسة النقدية، حيث قامت باستحداث أدوات جديدة قائمة على مبادئ اقتصادية حديثة تدعى التسيير الكمي.

تعتبر سياسة التسيير الكمي أداة غير تقليدية للسياسة النقدية يقوم من خلالها البنك المركزي بإصدار النقود وشراء السندات بهدف زيادة السيولة والتأثير على الاقتصاد الحقيقي والمالي .

### الكلمات المفتاحية:

السياسة النقدية غير التقليدية، التسيير الكمي، الأزمات المالية.

### Abstract:

This study aims to shed light on the failed of central banks to curb the financial crisis with conventional tools of monetary policy, which developed new tools based on modern economic principles were called quantitative easing.

Quantitative easing policy is a tool of unconventional monetary policy where the central bank issued coins and buy bonds in order to increase liquidity in the economy in the aim of influencing real and financial economy.

### Keywords:

Unconventional monetary policy, quantitative easing, financial crisis.

يعتبر موضوع الأزمات المالية من أهم المواضيع وأكثرها إثارة للجدل والنقاش، حيث ازدادت الأزمات الاقتصادية خاصة المالية والنقدية منها تعقيدا، وتعمقت آثارها بفعل العولمة وترابط الأسواق، ومن أجل معالجة الأزمات المالية عادة ما تستخدم البنوك المركزية أدوات السياسة النقدية التقليدية والتي أثبتت عجزها مما حتم عليها استحداث أدوات جديدة للسياسة النقدية والتي تتماشى مع مختلف التطورات المالية والنقدية المعقدة التي تفرزها الأزمات المالية، خاصة تلك المتعلقة بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، والتي اعتبرت من أسوأ الأزمات بعد أزمة الكساد الكبير التي تعتبر الأخطر في تاريخ الاقتصاد العالمي، ومن بين الأدوات الحديثة للسياسة النقدية نجد سياسة التسيير الكمي والتي تكتسي طابعا غير تقليدي من خلال استهدافها لكمية النقود المتداولة في الاقتصاد، حيث كانت اليابان سباقة في تطبيقها منذ سنة 1999 لتتبعها الولايات المتحدة الأمريكية بعد أزمة الرهن العقاري سنة 2008 ودول الاتحاد الأوروبي بعد أزمة ديون منطقة اليورو، حيث تباينت آثار هذه السياسة من اقتصاد الى آخر.

ومن خلال ما سبق يمكن طرح التساؤل الجوهري التالي:

ما هو دور التسيير الكمي في معالجة الأزمات المالية ؟

ويتفرع عنه جملة من التساؤلات الفرعية هي:

\_ ما هي آليات عمل سياسة التسيير الكمي؟

\_ ما هو دور التسيير الكمي في معالجة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ؟

\_ ما هو دور التسيير الكمي في معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية ؟

### أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة الى إظهار مدى مساهمة السياسة النقدية غير التقليدية والمتمثلة في سياسة التسيير الكمي في معالجة الأزمات المالية، من خلال عرض بعض التجارب الدولية المعتمدة على هذه السياسة خاصة لمواجهة أزمته الرهن العقاري والديون الأوروبية.

### منهج الدراسة

للإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية تم الاعتماد على المنهجين الوصفي والتحليلي لما تقتضيه طبيعة الموضوع.

وقد تم تقسيم هذه الدراسة الى ثلاثة محاور أساسية هي:

المحور الأول: مدخل الى التسيير الكمي

المحور الثاني: دور التسيير الكمي في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008

المحور الثالث: دور التسيير الكمي في معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية

## أولاً: مدخل إلى التسيير الكمي

تعتبر سياسة التسيير الكمي أسلوب حديث في إدارة الأزمات، يأتي في إطار السياسات غير التقليدية المتبعة من طرف البنوك المركزية ، وستعرض من خلال هذا العنصر لمفهوم سياسة التسيير الكمي، أهدافها، آلياتها أو قنوات انتقالها الى الاقتصاد.

### 1- مفهوم سياسة التسيير الكمي

يمكن تقديم عدة تعاريف لسياسة التسيير الكمي نذكر منها:

- سياسة التسيير الكمي هي شراء البنك المركزي لأوراق مالية تعود للبنوك التجارية والمؤسسات المالية وكذلك سندات الخزينة، من أجل تعزيز احتياطات البنوك وتوفير السيولة بالإضافة الى أنها تعمل على رفع قيمة تلك الأصول وزيادة عرض النقود؛<sup>1</sup>

- التسيير الكمي عبارة عن سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد محاولة منه للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، عن طريق إصدار فائض من النقود (إصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل)؛<sup>2</sup>

- سياسة التسيير الكمي هي ضخ البنوك المركزية للأموال بشكل مباشر في الاقتصاد عبر شراء سندات الدين الحكومية وسندات الشركات المهمة في الاقتصاد، حتى تخفض عليها الأعباء المالية المترتبة على جداولها الائتمانية وبالتالي تتمكن الشركات من الاستثمار والنمو وتتمكن الدول من الإنفاق على القطاعات الاقتصادية، وعادة ما يقوم البنك المركزي الذي يشتري السندات لاحقاً ببيع السندات التي اشتراها بعد حدوث التحسن الاقتصادي، وربما يحقق أرباحاً ضخمة من مبيعات السندات التي اشتراها إبان الأزمة المالية من البنوك والشركات المتعثرة.<sup>3</sup>

مما سبق يظهر لنا أن التسيير الكمي هو وسيلة غير تقليدية للسياسة النقدية للتعامل مع ظاهرة تراجع النمو الاقتصادي، فتكون هناك عملية ضخ للمزيد من المعروض النقدي مما يؤدي الى زيادة احتياطات البنوك التجارية وهذا ما يزيد من حجم السيولة في الاقتصاد والهدف هو تحفيز الاقتصاد وليس التعامل مع مشكلة السيولة، وذلك من خلال تغيير آليات عمل قوى السوق المختلفة، حيث ومن المعروف أن تنفيذ السياسة النقدية التقليدية يتم بتحديد معدل مستهدف للفائدة ومن ثم يقوم البنك المركزي بعمليات السوق المفتوحة عن طريق شراء وبيع السندات قصيرة الأجل بهدف الوصول الى هذا المعدل، وكما هو معروف أيضاً أن السوق يحتوي على سندات قصيرة الأجل

وسندات طويلة الأجل والعائد عليها يزداد كلما زاد أجل السندات، لكن إذا كان معدل الفائدة منخفض جدا ورغم ذلك لا يؤدي الى تحفيز العملية الاستثمارية وإنما يؤدي الى احتفاظ مالكي رأس المال بالسيولة لأجل طويلة لأن العائد أفضل والمخاطرة أقل، فإن السياسة النقدية التقليدية في هذه الحالة تكون أقل فعالية وهنا تظهر الحاجة الى اللجوء الى أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية لتحفيز الاقتصاد مثل سياسة التسيير الكمي وتتم العملية بشراء السندات طويلة الأجل، مما يؤدي الى زيادة سعرها وتخفيض العائد عليها وهذا ما يخفض من الحافز لوضع السيولة في السوق في أدوات استثمار طويلة الأجل، ويحفز المستثمرين لاستثمارها في أصول حقيقية من أجل الحصول على عائد أكبر، وعلى عكس عمليات السوق المفتوحة الكبيرة فسياسة التسيير الكمي تتم دون تحديد لمعدل الفائدة وإنما بتحديد قيمة حزمة التسيير الكمي التي ستتم على فترات محددة.

## 2- قنوات انتقال سياسة التسيير الكمي

تهدف سياسة التسيير الكمي الى نقل آثار هذه السياسة الى الاقتصاد الحقيقي لمعالجة الأزمة أو التخفيض من حدتها ويتم ذلك عن طريق العديد من القنوات نذكر منها ما يلي:

### 2-1- قناة سعر الصرف

نتيجة لشراء البنوك المركزية للأوراق المالية تتخفف عوائدها، هذا ما يدفع بالمستثمرين للتحويل الى الأوراق المالية الأجنبية التي تحقق عوائد أعلى مما يؤدي الى زيادة الطلب على العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية للبلد وبالتالي انخفاض قيمة العملة المحلية وتحسن القدرة التنافسية<sup>4</sup>، وهذا ما يحفز الصادرات ويحد من الانكماش.

### 2-2- قناة الإقراض البنكي

شراء البنك المركزي للأوراق المالية طويلة الأجل من البنوك والمؤسسات المالية يؤدي الى زيادة احتياطياتها، ومن ثم ارتفاع حجم الائتمان المقدم من طرفها للشركات والأفراد، ويشترط لفعالية هذه الآلية أن تكون البنوك راغبة في تقديم الائتمان وأن يكون هناك طلب على هذه الاعتمادات<sup>5</sup>، فأثناء تطبيق التسيير الكمي فان البنوك تسترجع السيولة في مكان الأوراق المالية المحفوفة بالمخاطر، مما يؤدي الى تحسن جودة ميزانيات البنوك وحدوث انخفاض في علاوات المخاطر، مما يدفعها الى زيادة عمليات الاقتراض وبالتالي تتلاشى أزمة الثقة في سوق ما بين البنوك ويتحسن مستوى السيولة وتنخفض أسعار الفائدة وتزداد عمليات الاقتراض.

### 2-3- قناة التضخم

عملية ضخ السيولة من طرف البنك المركزي تؤدي الى ارتفاع معدل التضخم المتوقع في المستقبل وهو ما يحفز المستثمرين على الاستثمار في الوقت الحالي، وبالتالي الخروج من الأزمة والوصول الى حالة الانتعاش.

### 2-4- قناة التوقعات

ترتكز قناة التوقعات على إمكانية جعل الأعوان الاقتصاديين يتجاوبون مع الإجراءات المستقبلية التي ستقوم بها البنوك المركزية، وتبين كيف تساهم برامج التسيير الكمي في الحفاظ على الثقة المصرفية خلال الأزمة المالية، كما أنها تأخذ بعين الاعتبار قنوات الإشارة والثقة التي تؤكد بدورها للمستثمرين والمستهلكين أن البنك المركزي قام بتعديل إجراءاته وراجع نظريته الاقتصادية المستقبلية، وقد قام بصياغة سياسة نقدية تتماشى مع طموحاتهم حتى يتم استعادة الثقة في مختلف الأسواق، فالمخرج الوحيد من حالة مصيدة السيولة هو التحكم في توقعات الأعوان الاقتصاديين.<sup>6</sup>

ويمكن التأكيد على أن تحفيز التوقعات من خلال سياسة التسيير الكمي يمكن أن يكون ذا فعالية كبيرة، فالإنتاج الحالي والقيم الحالية والمستقبلية وتحركات معدلات الفائدة الحقيقية والمتوقعة مرتبط بالانتاج المتوقع، من خلال تطبيق سياسة التسيير الكمي يمكن تعديل توقعات الأعوان الاقتصاديين حول المسار المستقبلي للسياسة النقدية مما يعيد لها الفعالية اللازمة لتجاوز الأزمة المالية بالرغم من تسجيل معدلات فائدة اسمية قريبة من الصفر.<sup>7</sup>

### 3- أهداف سياسة التسيير الكمي

يمكن عرض أهم أهداف سياسية التسيير الكمي فيما يلي:<sup>8</sup>

\_ تحييد الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية حيث يعتبر الإفلاس وعدم قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه المقترضين من أهم مظاهر الأزمات المالية، إلا أن تبني سياسة التسيير الكمي يعمل على تحييد هذا الأثر وفق ما يوفره كخطة إنقاذ مالية للمؤسسات القابلة للإفلاس والحفاظ على أصولها من الانهيار، استعادة الثقة المصرفية والحد من انتقال تداعيات ذلك الى مناطق أخرى من العالم في ظل العولمة المالية وترابط الأسواق المالية العالمية؛

\_ التأثير على معدلات الفائدة طويلة الأجل حيث أن قيام البنوك المركزية بشراء الأصول طويلة الأجل يسبب انخفاض المعروض منها من قبل المستثمرين، وإذا افترضنا ثبات الطلب المتزايد عليها من خلال برامج التسيير الكمي فهذا سيساهم في ارتفاع أسعار الأصول طويلة الأجل وانخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل؛

\_ التقليل من مخاطر أسعار السندات حيث تتعرض أسعار السندات لخطر التغيرات في سعر الفائدة وذلك خلال فترة السند، ولهذا فمن أهم الاعتبارات التي تأخذها برامج التسيير الكمي بعين الاعتبار هو التقليل من هذه المخاطر على السندات، خاصة منها السندات السيادية التي تؤثر إيجابا على العائد من السندات التجارية والاستثمارية، وهذا ما يشجع المستثمرين على تداولها وخلق سيولة مناسبة في السوق؛

\_ تحقيق الانتعاش الاقتصادي عن طريق زيادة الإقراض المصرفي والمعروض النقدي والوصول بمعدل التضخم الى مستويات مستهدفة.

مما سبق يظهر لنا أن سياسة التسيير الكمي تهدف بشكل عام الى تغيير مسار التدفقات المالية، من أدوات الاستثمار الثابتة الى القطاعات الإنتاجية التي توفر فرص العمل وترفع من حجم الصادرات، بالإضافة الى خفض

سعر صرف العملة المحلية (من خلال زيادة المعروض النقدي) وما له من أثر إيجابي على الميزان التجاري من خلال زيادة القدرة التنافسية للسلع المحلية نتيجة لانخفاض أسعارها، كل هذا دون إغفال أهم هدف وهو إعادة بعث النشاط الاقتصادي من خلال توفير الائتمان المصرفي وينسب فائدة منخفضة جدا.

ومن خلال ما تم عرضه حول سياسة التسيير الكمي يمكن عرض أهم الفروقات الموجودة بينها وبين السياسة النقدية التقليدية المعروفة بعمليات السوق المفتوحة من خلال النقاط التالية:<sup>9</sup>

\_ القيمة المالية لبرامج التسيير الكمي أكبر بكثير من القيمة المالية لعمليات السوق المفتوحة التي تكون خلال مدة زمنية قصيرة لا تتعدى شهور قليلة أو حتى أسابيع بينما تمتد الأولى الى سنوات؛

\_ يتم الاعتماد على عمليات السوق المفتوحة في الحالة الطبيعية للاقتصاد، هدفها التأثير على معدلات الفائدة قصيرة الأجل وعموما بقيم صغيرة جدا، بينما سياسة التسيير الكمي يتم اللجوء إليها في حالة الأزمات المالية عندما تكون معدلات الفائدة قصيرة الأجل بقيم قريبة من الصفر أو صفرية (مصيدة السيولة) وهذا حتى يتم تحفيز الطلب الكلي والنشاط الاقتصادي؛

\_ يقوم البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة بشراء سندات الخزينة قصيرة الأجل، بينما من خلال برامج التسيير الكمي يقوم بشراء الأوراق المالية طويلة الأجل ويتم ذلك لعدة سنوات؛

\_ بما أن أسعار الفائدة على المدى الطويل تميل الى أن تكون أعلى من المعدلات قصيرة الأجل، فإن التسيير الكمي يمكن أن يدفع بالمعدلات طويلة الأجل الى مستويات أقل حتى عندما تكون المعدلات قصيرة الأجل قريبة من الصفر، وهذا ما تعجز عنه عمليات السوق المفتوحة؛

\_ إذا كان الهدف النهائي لكلا السياستين يبقى نفسه وهو تحفيز النمو الاقتصادي، فإن الهدف الوسيط يختلف حيث عند القيام بعمليات السوق المفتوحة يكون الهدف الوسيط هو أسعار الفائدة بينما في سياسة التسيير الكمي يكون الكتلة النقدية.

## ثانيا: دور التسيير الكمي في معالجة الأزمة المالية العالمية ( أزمة الرهن العقاري) لسنة 2008

أبانت تداعيات الأزمة المالية 2008 (أزمة الرهن العقاري) عن فشل ومحدودية أدوات السياسة النقدية التقليدية وافتقادها للفعالية عند تطبيقها في ظل ظروف اقتصادية معينة، هذا ما دفع البنوك المركزية لاستحداث أدوات جديدة للسياسة النقدية سميت بالأدوات غير التقليدية والتي تركز أساسا على التسيير الكمي لمواجهة أسباب فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية والمتمثلة في تعثر أو فشل قناة معدل الفائدة بسبب إما وصول معدل الفائدة الى الصفر الأمر الذي لا يسمح بإجراء تخفيض فيه، أو الوقوع في ما يسمى بمصيدة السيولة، بالإضافة الى تعثر قناة الائتمان بسبب خسائر البنوك وتدهور الوضع الاقتصادي وفقدان الثقة في الجهاز المصرفي.

### 1- أسباب الأزمة المالية العالمية ( أزمة الرهن العقاري) 2008

يرجع الكثير أسباب الأزمات المالية بشكل عام وأزمة الرهن العقاري بشكل خاص الى طبيعة النظام الرأسمالي وآليات عمله باعتباره نظاما اقتصاديا متعثرا، إلا أن هذا لا ينفي الدور الكبير الذي لعبه القطاع المالي والمصرفي في حدوث الأزمة، حيث بدأت هذه الأزمة العالمية أساسا كأزمة مصرفي ومالية أمريكية، نتجت عن حدوث تجاوزات كبيرة لمبادئ إدارة مخاطر الائتمان في سوق الرهن العقاري، بالإضافة الى توافر العديد من العوامل والأسباب التي اجتمعت وساهمت في تحويل أزمة في سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية الى أزمة مالية عالمية سنة 2008 والتي أبانت عن العيوب المتواجدة في بنية النظام المالي العالمي، ويمكن تلخيص أهم مسببات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 فيما يلي:

### 1-1- الإفراط في منح الائتمان والشروط المجحفة للقروض

عرفت القروض الممنوحة لذوي الملاءة الضعيفة طفرة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كانت تمنح لأفراد دون اشتراط مركز مالي قوي، ويتميزون بنسبة الدين الى الدخل تفوق 55% أو الذين يملكون نسبة مبلغ القرض الى قيمة الثروة تتعدى 85%، إن انخفاض سعر الفائدة بقرار من البنك المركزي الأمريكي بعد أزمة بورصة القيم التي عرفت بفقاعة الأنترنت 2001 دفع العائلات الأمريكية لمزيد من الاقتراض، في صيف 2007 بلغت نسبة التأخر في التسديد 16% من هذه العقود، كما أن التوسع في الائتمان أدى إلى زيادة عبئ مديونية العائلات الأمريكية مع تدهور في الادخار.<sup>10</sup>

ويرجع هذا الإفراط في منح القروض الى وفرة السيولة، حيث عرفت الولايات المتحدة الأمريكية والعديد من الدول الكبرى تدفقات هائلة لرؤوس الأموال كنتيجة للارتفاع الكبير في احتياطاتي الصرف لدى البنوك المركزية في البلدان الناشئة والبلدان المصدرة للمواد الخام (خاصة منها الفوائض النفطية)، كما لوحظ وجود تراخي في قيود الإقراض وتفريط في أسس منح الائتمان بالإضافة الى إدراج بعض الشروط المجحفة من أهمها:<sup>11</sup>

\_ أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة، وتكون منخفضة في البداية وترتفع مع الزمن؛

\_ أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة؛

\_ إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض حل أجله فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاثة مرات؛

\_ الأقساط الشهرية خلال السنوات الثلاثة الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاثة سنوات.

وبسبب زيادة طلبات الحصول على القروض ارتفعت أسعار الفائدة وأصبح المقترضون عاجزين عن الوفاء بالتزاماتهم، وتم حجز العقارات من طرف البنوك مما أدى إلى انهيار سوق العقارات وعجز البنوك عن تحصيل حقوقها وأشهرت إفلاسها وكان ذلك إعلان عن بداية الأزمة المالية.

### 1-2- عمليات التوريق

تعد عملية توريق الديون العقارية من الأسباب الرئيسية التي أدت الى تفاقم الأزمة المالية، وذلك من خلال تجميع الديون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية وتحويلها إلى سندات وتسويقها عن طريق الأسواق المالية العالمية، مما نتج عنه زيادة في عمليات بيع الديون الرديئة ودفع الى انخفاض قيمة هذه السندات المغطاة بأصول عقارية داخل السوق الأمريكية الى أقيمة أقل بكثير من قيمتها الاسمية، وظهرت عمليات التوريق من خلال قيام البنوك بالإقراض والاستحواذ على عقارات كضمان وقيامها بعد ذلك بتحويل ضمانات القروض إلى سندات وبيعها في السوق المالي، ومن يشترى هذه الأوراق بداعي الاستثمار يقوم بتحويل جزء منها كضمان مقابل قرض من بنك آخر أو يستعمل هذه السندات كوسيلة لسداد ديونه، أي ديون تسد ديون وديون تخلق ديون، وهكذا تستمر العملية حتى موعد الاستحقاق فيعود الضمان لصاحبه وتتسلسل عمليات الاستحقاق لتغلق عملية التوريق، لكن ما حدث هو انهيار سوق العقارات وفقدان هذه الضمانات (العقارات) قدرتها على ضمان كل هذه السندات، وحدث انخفاض كبير أسعار الأوراق المالية.

### 1-3- ضعف النظام الرقابي وغياب الشفافية وعدم تماثل المعلومات

أثبتت أزمة الرهن العقاري وما ترتب عنها من إفلاس العديد من الشركات الكبيرة فشل الحوكمة في ضمان وحماية حقوق المساهمين وضبط أداء الشركات، وذلك بسبب فشل مجالس الإدارة في القيام بدورها الإداري الإشرافي و التنظيمي بطريقة جيدة، وخاصة في بعض المؤسسات المالية، حيث ساهم ضعف الاطار التنظيمي والرقابي في هذه المؤسسات والتقدير الضعيف للمخاطر بقدر كبير في حدوث الأزمة، فمثلا تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من طرف البنوك المركزية، في حين تضعف هذه الرقابة أو تتعذر في مؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وصناديق التحوط وسماسرة الرهون العقارية وغيرها.

بالإضافة الى ما تم ذكره من أسباب يمكن ذكر بعض الأسباب الأخرى للأزمة المالية العالمية والمتمثلة أساسا في ابتعاد القطاع المالي عن القطاع الحقيقي ووجود فجوة كبيرة بين الناتج العالمي الإجمالي للقطاع الحقيقي والقطاع المالي، السياسة النقدية التوسعية الكبيرة للولايات المتحدة الأمريكية قبل الأزمة أدت الى تدفق أموال كبيرة الى سوق العقارات وظاهرة العولمة المالية والتي أدت الى انتشار الأزمة الى مختلف دول العالم.

### 2- نتائج وآثار الأزمة المالية العالمية ( أزمة الرهن العقاري) 2008

لقد كان للأزمة المالية العالمية آثار مباشرة وغير مباشرة على اقتصاديات دول العالم المختلفة وتفاوتت حدتها من بلد الى آخر، وهذا تبعا لطبيعة الروابط الموجودة بين الولايات المتحدة الأمريكية وبقية اقتصاديات العالم، فلم تنته آثار الأزمة عند إفلاس عدد من البنوك الأمريكية بل تعداه لبقية السلسلة الاقتصادية بأكملها، فتأثر القطاع الصناعي، الزراعي، العائلي وقطاع النقل ... الخ بسبب إفلاس تلك البنوك وازدادت نسبة البطالة وانكمش الطلب الكلي على جميع السلع والخدمات، مما أدى الى انخفاض في الإنفاق الكلي وبالتالي انخفضت الدخول الفردية وانخفضت حصيللة الضرائب مما زاد العجز في الميزانية الفيدرالية الأمريكية، ولذلك فقد تأثر قطاع الأعمال لدى جميع الدول المرتبطة بالاقتصاد الأمريكي بسبب انهيار القطاع المالي الأمريكي تحت وطأة الديون العقارية الرديئة



وعدم قدرة البنوك على استردادها وامتدت بذلك الأزمة الى مختلف دول العالم، ويمكن حصر أهم آثار هذه الأزمة المالية العالمية فيما يلي:

\_ الذعر والخوف والقلق والتخبط الذي أصاب الجميع، حكام ومسؤولين، أصحاب مؤسسات مالية ومصرفية، متعاملون مع البنوك، مستهلكون مهددون بارتفاع الأسعار، موظفون وعمال مهددون بفقدان وظائفهم بالإضافة الى الإسراع في سحب الإيداعات من البنوك لأن رأس المال جبان؛

\_ نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية، وقيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد أو إيقاف منح القروض الى الأفراد خوفا من نقص السيولة وصعوبة استردادها، وهذا أدى الى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفي كافة نواحي الحياة مما أدى الى توقف المقترضين عن سداد ديونهم، بالإضافة الى أزمة الثقة والسيولة التي خلفتها الأزمة لدى البنوك والمؤسسات الاستثمارية (خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، أوروبا واليابان) نتيجة للخسائر الفادحة التي منيت بها، مما أدى الى تخوف هذه المؤسسات من بعضها خشية أن تكون متورطة في الأزمة بحيث لا تستطيع الوفاء بالتزاماتها مستقبلا، فانخفضت الى حد كبير القروض البنينة وزادت تكاليفها بشكل كبير مما فاقم مشكلة السيولة داخل النظام المالي والمصرفي كله<sup>12</sup>، كل هذا أدى الى إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية؛

\_ تراجع معدلات النمو الاقتصادي وظهور حالة من الركود الاقتصادي، حيث لم تقتصر تداعيات الأزمة المالية العالمية التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية على القطاع المالي بل تجاوزته لتشمل الاقتصاد الحقيقي، وظهر تراجع في الناتج المحلي الإجمالي في أكبر الاقتصاديات الأوروبية بالإضافة الى حدوث تذبذب كبير في أسعار صرف العملات وانخفاض حجم التجارة العالمية وزيادة في معدلات البطالة؛

\_ تراجع الطلب العالمي على النفط وهو ما أدى الى انخفاض سعره بشكل كبير الأمر الذي أثر سلبا على مختلف الدول المصدرة للنفط، والتي تعرضت لخسائر مالية كبيرة بسبب الأزمة ظهرت في شكل تآكل الاحتياطي المحققة خلال فترة ارتفاع أسعار النفط كما حدث في الجزائر.

### 3- مساهمة التسيير الكمي في معالجة الأزمة المالية العالمية ( أزمة الرهن العقاري) 2008

لم تلبث أن تحولت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 الى أزمة اقتصادية هزت الكيان الاقتصادي العالمي، حيث عملت السلطات جاهدة للخروج منها من خلال قيامها بإعداد وتنفيذ برامج إنقاذ من أجل إعادة الاستقرار للقطاعين المالي والاقتصادي على حد سواء، فكان الحل الوحيد للخروج من الأزمة هو تطبيق آلية التسيير الكمي أو ما يطلق عليه أحيانا برنامج شراء السندات والذي يهدف الى زيادة الطلب على أنواع محددة من الائتمان، وهذا بعدما فشل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في محاولته لخفض معدل الفائدة الى أقل من 0.25%، وبذلك اتجهت كل الأنظار نحو خطة الإدارة الأمريكية بضخ 700 مليار دولار في النظام المصرفي بهدف إنقاذه، ومن ثم إنقاذ الاقتصاد الأمريكي والعالمي أيضا، وقد أثارت هذه الخطة كثيرا من الجدل داخل الولايات المتحدة الأمريكية وخارجها والذي

ظهر من خلال الموقف الأولي لمجلس النواب الأمريكي المتحفظ إزاء ضخ 700 مليار دولار حسب الخطة الأمريكية، والذي رأى أن مثل هذه العمليات قد لا تجدي نفعا في معالجة الأزمة واحتواء تداعياتها، على اعتبار أن مثل هذه الإجراءات الحكومية ستكون في ظل أزمة وليس وفق تحول مدروس في السياسات المالية والنقدية، وقد تم تطبيق التسيير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية على ثلاثة مراحل هي:

### 3-1- المرحلة الأولى ( نوفمبر 2008 )

لعل أهم تدخل في بداية الأزمة هو الذي ارتبط بما يسمى مخطط بولسون الذي خصص 700 مليار دولار لشراء الديون الرديئة (السندات المغطاة بالرهن العقاري) وإبعادها عن محافظ البنوك حتى لا تنتشر عدواها، لكن تبين وبعد مرور ثلاثة أشهر على بدأ هذا البرنامج أن ضخ 700 مليار دولار لم تكن كافية لإخراج البنوك من النفق الذي وصلت إليه، وهو ما تطلب تخصيص اعتمادات إضافية في حدود 2000 مليار دولار لتوقيف المسار الانهياي للمنظومة البنكية لشراء سندات مؤسسات عقارية وسندات الخزينة الأمريكية طويلة الأجل واستمرت هذه المرحلة نحو 17 شهرا، وهدفت العملية السابقة الى تزويد البنوك بالسيولة من خلال شراء السندات العمومية والسندات الممثلة للقروض العقارية.

### 3-2- المرحلة الثانية ( نوفمبر 2010 )

أعلن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عن بدء مرحلة ثانية من تطبيق آلية التسيير الكمي في نوفمبر 2010 لمدة 7 أشهر من خلال ضخ 600 مليار دولار إضافية من سندات الخزينة الأمريكية واستخدام عوائد الاستثمار على السندات القائمة لشراء سندات جديدة، وهو ما أدى الى ارتفاع قيمة المشتريات الفعلية الى 800 مليار دولار، وبداية من سبتمبر 2011 أعلن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عن حزمة مختلفة من التسيير الكمي سميت ببرنامج مد آجال الاستحقاق، والتي تهدف أساسا الى شراء سندات طويلة الأجل بقيمة 400 مليار دولار وذلك باستعمال عوائد بيع سندات ذات أجل قصير بنفس القيمة.

### 3-3- المرحلة الثالثة ( مارس 2012 )

انطلقت حزمة جديدة من التسيير الكمي في مارس 2012 من خلال قيام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بشراء كميات كبيرة من السندات بوتيرة 85 مليار دولار شهريا، هذه المرحلة اختلفت عن المرحلتين السابقتين في أن البرنامج لم يكن محددًا بحد أقصى لعمليات الشراء.

يمكن الإشارة هنا الى أن هذه الخطة المتبعة تعتبر أكبر تدخل حكومي في الولايات المتحدة الأمريكية منذ الكساد الكبير، حيث ساهمت في إنقاذ الكثير من البنوك والمؤسسات المالية وتم بها وقف الانهيار وإعادة جزء من الهدوء والثقة للأسواق، بالإضافة الى تحفيز الشركات على الاستثمار، انتعاش الصادرات الأمريكية بسبب انخفاض قيمة الدولار، تحقيق البنك المركزي لأرباح كبيرة من عمليات بيع السندات التي اشتراها سابقا وظهر تحسن كبير في أداء الاقتصاد الأمريكي رغم بقاء معدلات التضخم في مستويات أعلى من المستويات المستهدفة.

## ثالثا: دور التسيير الكمي في معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية

بدأت أزمة الديون السيادية الأوروبية في نهاية عام 2009 وبداية عام 2010، حينما تراكم الدين الحكومي في ثلاثة بلدان من منطقة اليورو هي اليونان، إيرلندا والبرتغال والتي ما لبثت أن امتدت الى دول أوروبية أخرى وأصبحت خطرا يهدد بالانتشار في إيطاليا وإسبانيا، وقد تسبب الركود في اقتصاديات دول الاتحاد الأوروبي الى اللجوء الى ضخ السيولة في الاقتصاد لتحفيزه عن طرق الاستدانة الخارجية وهو ما نتج عنه نمو العجز في الدين السيادي.

### 1- مفهوم وخصائص الديون السيادية

يعرف الدين السيادي على أنه دين مترتب على دولة ذات سيادة ومرتبب بملاءتها المالية، مقوم بعملة غير عملتها المحلية والتي غالبا ما تكون عملة دولية، وتتسأ أزمة الديون السيادية عندما تواجه الدولة تزايدا مستمرا في مستويات ديونها بحيث تصبح هذه المستويات من الدين والفوائد غير قابلة للسداد، ما يؤدي في النهاية الى التوقف عن خدمة ديونها وإعلان عجزها وحتى إفلاسها<sup>13</sup>

من خلال التعريف السابق يمكن أن نميز خاصيتين أساسيتين للديون السيادية هي:<sup>14</sup>

\_ الديون السيادية هي ديون آمنة بشكل عام، غير أن ضخامة حجمها تجعل المخاطر الكامنة المصاحبة لها على الأسواق كبيرة جدا، وهذا في حال تعرض إحدى الدول المدينة إلى أزمة سيولة تهدد قدرتها على السداد في المواعيد المجدولة للديون؛

\_ تتميز الديون السيادية بأنها تحقق إقبالا كبيرا من قبل المستثمرين في العالم نظرا لانخفاض مستويات المخاطر المصاحبة لإقراض الحكومات بشكل عام مقارنة بديون مؤسسات الأعمال الخاصة.

ويمكن الإشارة هنا الى أنه وبخلاف الديون المترتبة على الأفراد أو الشركات فإنه لا يمكن للدائنين إجبار الحكومات على سداد ديون تخلفت عن دفعها، وبالتالي فإن هناك طرقا لمعالجة الديون السيادية كإعادة جدولة إلزامية هذه الديون أو تخفيض معدلات الفائدة، حيث يبقى الضمان الوحيد لحماية حقوق الدائنين للحكومات هو المخاطر التي تهدد هذه الحكومات بفقدان المصداقية والاستجابة للمعايير الدولية للحصول على قروض، وبالتالي حظر إمكانية لجوئها للاستدانة مستقبلا.

### 2- أسباب وتطور أزمة الديون السيادية الأوروبية

تعتبر أزمة الديون السيادية الأوروبية أخطر أزمة واجهها الاتحاد الأوروبي منذ تأسيسه، هددت بانهيائه وأثارت مخاوف كبيرة حول مستقبله الموحدة اليورو.

## 2-1- الأسباب الرئيسية لظهور أزمة الديون السيادية الأوروبية

يمكن حصر أهم الأسباب الرئيسية للأزمة فيما يلي:

\_ ارتفاع الدين الحكومي لمنطقة اليورو بسبب تباطؤ الاقتصاد العالمي والاعتماد على حزم الإنقاذ الكبيرة التي قدمت الى القطاع المالي خلال الأزمة المالية العالمية سنة 2008؛

\_ ارتفاع معدلات الفائدة على السندات في الدول الأكثر مديونية في منطقة اليورو وهي اليونان، البرتغال، إيرلندا إيطاليا وإسبانيا مقارنة بمعدلات الفائدة المطلوبة على السندات في الولايات المتحدة الأمريكية أو اليابان؛

\_ وجود عجز في الموازنة العامة والميزان التجاري في كثير من البلدان خاصة اليونان والبرتغال وتأخرها في الإعلان عن حقيقة أوضاعها المالية بسبب تحمسها لاستيفاء شروط الانضمام الى منطقة اليورو، معتمدة في ذلك على التوسع في الاقتراض من أجل رفع معدل النمو الاقتصادي؛

\_ جمود السياسة النقدية على اعتبار أن العضوية في منطقة اليورو تفرض سياسة نقدية موحدة؛

\_ اندلاع أزمة الرهن العقاري 2008 مما اضطر دول منطقة اليورو الى القيام بعمليات الإصدار السندي لسد احتياجات التمويل وهو ما أدى الى حدوث عجز في حساباتها الجارية وفي الموازنات الحكومية؛

\_ ضعف القدرة التنافسية والتحصيل الضريبي عن بعض دول منطقة اليورو وعلى رأسها اليونان.

## 2-2- تطور أزمة الديون السيادية الأوروبية من اليونان الى باقي دول منطقة اليورو

خلال فترة حكومة رئيس الوزراء اليوناني "كوستاس كرامنليس" والتي امتدت لخمس سنوات بين 2004 و 2009 ارتفع الدين العام 70 مليار يورو إضافية كما ارتفعت نسبتي العجز والإنفاق العام، لذلك قدمت تلك الحكومة استقالتها تحت الضغط الاقتصادي والاجتماعي وتحت ضغط فضائح الاختلاس المالية من قبل مسؤولين سامين في الدولة، وجاءت بعدها "حكومة بابانديرو" الاشتراكية الى السلطة ووجدت أنها غير قادرة على معرفة الحجم الحقيقي للدين العام، وبالرغم من أن حجم الدين الذي أعلن عنه آنذاك هو 300 مليار يورو إلا أن اللجنة اكتشفت أنه قد يصل الى تريليون يورو، ويمكن أن نتبين حجم الأزمة حينما نقارن حجم الدين العام مع مجمل الدخل القومي لعام 2009 والبالغ 260 مليار يورو بحسب مصادر الميزانية العامة للدولة، وهذا يعني أن الديون اليونانية تصل حد 400% من الدخل القومي، ومن هنا انطلقت شرارة الأزمة المالية في اليونان ثم تشعبت في أنحاء أخرى من دول منطقة اليورو، وتعد إيرلندا ثاني أكبر الدول في منطقة اليورو بعد اليونان والتي تسببت في نشوء أزمة الديون السيادية، حيث تصدرت إيرلندا سنة 2010 قائمة دول منطقة اليورو من حيث نسبة العجز في الميزانية كما سجل تراجع كبير في الطلب المحلي العام، انخفاض في حركة الاستثمارات بالإضافة الى انخفاض كبير في أسعار الأسهم وتحقيق البنوك لخسائر كبيرة قدرت بحوالي 35 مليار يورو، كما ظهرت أزمة الديون في كل من البرتغال

إيطاليا وإسبانيا الأمر الذي تطلب القيام بالعديد من الإجراءات وخطط الإنقاذ من أجل الخروج منها والتقليص من تداعياتها على منطقة اليورو ككل.

### 3- مساهمة التسيير الكمي في معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية

ليس من مصلحة أي دولة من دول الاتحاد الأوروبي الخروج من النظام النقدي الموحد أو إلغائه، وعلى هذا الأساس وجب على أوروبا الحفاظ على العملة الموحدة "اليورو" عن طريق تقديم مجموعة من الآليات والحلول للخروج من هذه الأزمة، بدءا بما يسمى "برامج التثبيت" المطبقة في دول الاتحاد الأوروبي والتي تركز على ضرورة اتباع سياسة تقشفية تعتمد على تخفيض النفقات العامة، وصولا الى تطبيق آلية التسيير الكمي.

وتطبيقا لبرامج التثبيت اتخذت الحكومة اليونانية عدة إجراءات من أجل كبح جماح عجز الميزانية، حيث استهدفت خفض إجمالي النفقات العامة على الأجور والرواتب عبر تجميد رواتب الموظفين الحكوميين وتقليص مكافآت العمل الإضافي، كما وافق البرلمان اليوناني على مشروع قانون يهدف الى توفير حوالي 8 مليار يورو على اثر مخاوف الحكومة اليونانية من الإفلاس وتأخرها عن التسديد<sup>15</sup> وذلك من خلال رفع معدل الرسم على القيمة المضافة، الزيادة في الضريبة على البنزول، زيادة جمارك السيارات والقيام باقتطاع نسبة من مكافآت القطاع العام. كما تم تطبيق برنامج التثبيت في البرتغال من خلال محاولات زيادة الإيرادات العامة عن طريق توسيع قاعدة اشتراكات التأمين الاجتماعي، تطبيق ضريبة على القطاع المصرفي ورفع المعدل الموحد للضريبة على القيمة المضافة ورفع ضرائب الدخل على الأفراد والمشروعات، بالإضافة الى تقليص النفقات العامة من خلال تخفيض الإنفاق على الخدمات الصحية والأدوية والتحويلات الاجتماعية، تخفيض الأجور وأعداد العاملين في الحكومة وتجميد المعاشات. وكما اليونان والبرتغال قامت إيرلندا هي الأخرى بتطبيق برنامج التثبيت من خلال تخفيض الأجور ومراجعة شرائح الضرائب على الأفراد وبعض الإجراءات الأخرى التي تهدف الى زيادة الإيرادات العامة وتخفيض النفقات العامة، وقد تزامن تطبيق برامج التثبيت في دول الاتحاد الأوروبي القيام بإصلاحات هيكلية وتقديم المساعدات المالية بالإضافة الى إصلاحات الإدارة الاقتصادية في منطقة اليورو.

بالإضافة الى جميع الإجراءات السابقة أعلن البنك المركزي الأوروبي بداية من سنة 2015 تبني سياسة التسيير الكمي من خلال القيام ببرنامج لشراء الأصول والذي يهدف أساسا الى إخراج أوروبا من الركود الاقتصادي، ويعتمد هذا البرنامج على النظام الأوروبي للبنوك المركزية لتوفير المال لتمويل شراء الأوراق المالية (سندات القطاع العام وسندات القطاع الخاص) بمعدل 60 مليار يورو شهريا من مارس 2015 الى مارس 2016، ثم رفع هذا المعدل الى 80 مليار يورو شهريا من مارس 2016 الى مارس 2017 عن طريق شراء سندات الشركات إضافة الى البرامج السابقة، وبدءا من أبريل 2017 قرر البنك المركزي الأوروبي تخفيض مبلغ الشراء الشهري الى 60 مليار يورو من أبريل 2017 الى ديسمبر 2017، ثم انخفض المعدل الى 30 مليار يورو شهريا من جانفي 2018 الى سبتمبر 2018 ليصل الى 15 مليار يورو شهريا من أكتوبر 2018 الى ديسمبر 2018، وكان الهدف من كل عمليات الشراء هو تجنب الانكماش الذي كان يهدد منطقة اليورو بسبب الأزمة من خلال نقل آثار هذا التوسع

النقدي من القطاع المالي الى القطاع الاقتصادي، وهكذا ساهم التسيير الكمي في تقليل تكلفة القروض مما شجع على عمليات الإقراض خاصة للمؤسسات الصغيرة، الأمر الذي حسن من معدلات النمو الاقتصادي ولو بوتيرة بطيئة وتراجعت معدلات البطالة مع تسجيل ظهور بعض الآثار السلبية والتي تركزت أساسا في ارتفاع معدل التضخم عن المستوى المستهدف.

## خاتمة

أظهرت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 عجز البنوك المركزية عن تحقيق الاستقرار المالي باستعمال الأدوات التقليدية للسياسة النقدية، بسبب فقدان هذه الأخيرة لفعاليتها بشكل كبير في حال توقف قنوات انتقال آثار السياسة النقدية، مما دفع البنوك المركزية لاستحداث أدوات جديدة للسياسة النقدية تدعى الأدوات غير التقليدية والتي تركزت أساسا على التسيير الكمي، والتي استطاعت بشكل كبير المساهمة في تحسين أوضاع أسواق الائتمان وتحسن معدلات النمو حتى خروج الاقتصاد الأمريكي بالفعل من الأزمة، فتفانم الانكماش دفع بالسلطات النقدية في الكثير من الدول خلال الأزمة المالية العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية الأوروبية الى التخفيض في نسب الفائدة حتى بلغت هذه السياسة التوسعية حدودها القصوى عند اقتراب معدل الفائدة من الصفر، وهو الذي جعل البنوك المركزية تلجأ الى إجراءات تحفيز نقدي أخرى حلت محل السياسة التقليدية وذلك في شكل ضخ للسيولة أو شراء مباشر للأصول المالية، والتي كان لها دور فعال في علاج الأزمات بالرغم من بعض الآثار السلبية المصاحبة لها، ومن خلال ما سبق يمكن عرض النتائج التالية:

\_ تعتبر سياسة التسيير الكمي من الأدوات الحديثة وغير التقليدية للسياسة النقدية ظهرت بعد الأزمة المالية لسنة 2008 ويمكن تطبيقها في حالة تجدد الأزمات، ولكن نجاحها يعتمد أولا على الأسواق المحلية وليس على زيادة الصادرات فقط؛

\_ سياسة التسيير الكمي لا تخلو من المخاطر، وأكبر خطر قد يواجهه الدول الطبقة لهذه السياسة هو خطر التضخم باعتبار عدم وجود معايير دقيقة تحدد كمية السيولة اللازمة للاقتصاد دون أن تؤثر سلبا على المستوى العام للأسعار؛

\_ تتشابه سياسة التسيير الكمي مع سياسة التمويل بالعجز في أن كلاهما يأخذ بمبدأ طباعة النقود من فراغ، غير أنهما تختلفان تماما من حيث استعمالات هذه النقود والأعوان الاقتصاديين المستفيدين منها.

وفي الأخير يمكن القول أن سياسات التسهيل النقدي أصبحت اليوم تأخذ العديد من الأشكال، والهدف منها رفع معدلات النمو الاقتصادي من خلال تخفيض تكلفة الاقتراض الأمر الذي يجدد المنافسة بين العملات الرئيسية في العالم.

## التهميش والإحالات

- <sup>1</sup> كمال سي محمد، الاقتصاد النقدي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2017، ص 112
- <sup>2</sup> علي صاري، السياسة النقدية غير التقليدية الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 4، 2013، ص 64-65
- <sup>3</sup> عبد القادر مطاي، فتيحة راشدي، سياسة التسيير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي الجزائر، ديسمبر 2016، ص 12
- <sup>4</sup> هدى هذباء يونس، ماجدة مدوخ، أثر سياسة التسيير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة آفاق علمية، المجلد 11، العدد 02، 2019، ص 339
- <sup>5</sup> هدى هذباء يونس، ماجدة مدوخ، المرجع السابق، ص 339
- <sup>6</sup> شريف بودري، جدوى سياسة تخفيض الدينار الجزائري لمواجهة تداعيات الصدمة النفطية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 16، جامعة الشلف الجزائر، 2017، ص 78-79
- <sup>7</sup> محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، 1996، ص 75
- <sup>8</sup> العشي وليد، صديقي أحمد، تجربة التسيير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، العدد 06، المركز الجامعي ميلة، 2018، ص 256-257
- <sup>9</sup> العشي وليد، صديقي أحمد، المرجع السابق، ص 257
- <sup>10</sup> طاهر هارون، نادية عقون، الأزمة المالية العالمية الراهنة أسبابها آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرف الدولي وبيدل البنوك الإسلامية، 5 و 6 ماي 2009، جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة، ص 7-8
- <sup>11</sup> ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية الأسباب والآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحركة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 4
- <sup>12</sup> علي فلاح المناصير، وصفي عبدالكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة الزرقاء الخاصة الأردن، 2009، ص 18.
- <sup>13</sup> سفيان خوجة علامة، مريم قايد، أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 03، جامعة المسيلة، مارس 2018، ص 80.
- <sup>14</sup> نادية بلرواغي، تداعيات أزمة منطقة اليورو على الشراكة الأورو متوسطية دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013/2014، ص 60.
- <sup>15</sup> نور الدين بوالكور، أزمة الديون السيادية في اليونان الأسباب والحلول، مجلة الباحث، العدد 03، 2013، ص 61.