



مقدمة:

استنفذت الأزمة المالية العالمية جل اهتمام قادة الدول الأوروبية المتعاملة بالأورو في ظل التدحرج السريع لكرة ثلج الأزمة التي انحدرت من الولايات المتحدة الأمريكية لتشمل كل الأسواق العالمية عامة والأوروبية خاصة.

ومع حالة التخبط وعدم الاتزان التي خلقتها قوة الصدمة على الأسواق الأوروبية توافق الأوروبيون على أن المخرج الوحيد من مأزق كساد الاقتصاد العالمي يتمثل في التضامن والتعاون المشترك بين الأوروبيين كي لا تتسبب جهود حل الأزمة الفردية في تعطيل بعض الجهود العامة، وتعهد القادة الأوروبيون في قمتهم الأخيرة بضمان انقذ كل البنوك العامة المتعثرة وضخ المزيد من الأموال إلى القطاع المصرفي مع توفير الضمانات اللازمة للودائع البنكية وإعادة الثقة إلى تعاملات الأسواق المالية. الأمر الذي ربما يبشر بعودة الاستقرار الجزئي للاقتصاد الأوروبي والعالمي.

أما على الصعيد الأمريكي فقد وافق مجلس الاحتياط الفدرالي للمرة الرابعة منذ استحكام الأزمة على دمج مصرفين من أكبر المصارف الأمريكية هما بنكا **wachivia** و **Ellis Margot**<sup>1</sup> وذلك في خطوة مهمة ربما تجنبهما الوقوع في هاوية الإفلاس. وفي ظل تداعيات الأزمة المتفاقمة والجهود الحثيثة المبذولة للقفز فوق عقبتها يبني الكثير من المحللين الاقتصاديين أن الأسوأ لم يأتي بعد وأن الاقتصاد العالمي موعود بمزيد من الأزمات المستعصية التي قد تعصف بالولايات المتحدة الأمريكية أولاً واقتصاديات الدول المتعاملة معها ثانياً.

وعليه جاءت هذه الورقة البحثية لتبين أسباب الأزمة وجذورها؟ وما تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على بعض اقتصاديات بعض الدول المتقدمة؟

وهذا من خلال معالجة النقاط التالية:

1. أسباب الأزمة المالية المعاصرة ومراحلها؛
2. من الابتكار والإبداع المالي إلى الأزمة المالية المعاصرة؛
3. تداعيات الأزمة المالية المعاصرة على بعض المؤشرات السوسيو-اقتصادية لبعض اقتصاديات الدول الأوروبية المتقدمة.

## I. أسباب الأزمة المالية المعاصرة ومراحلها:

تعود جذور الأزمة المالية المعاصرة إلى تسعينات القرن الماضي، حيث أن انخفاض أسعار الفائدة وزيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاقتصاد الأمريكي أدى إلى فائض في رأس المال. غير أن هذا الفائض لم يستثمر في الاقتصاد الحقيقي وإنما وجد طريقه إلى السوق المالي الأكثر ربحية؛

توفر رؤوس الأموال أدى إلى تشجيع الإقراض عامة وبشكل خاص القروض العقارية حيث أصبح المواطن الأمريكي يعتمد على الائتمان البنكي في كل جانب من جوانب حياته اليومية. مما أدى كذلك إلى انتعاش أسعار العقار، فزادت القروض العقارية بضمان السوق العقاري المزدهر.

فتوسعت البنوك في منح القروض حتى للمدينين ذوي الملائمة المالية الضعيفة (كما زادت عمليات الغش لتضخيم الرواتب للحصول على قروض عقارية) فظهر ما يسمى بالقروض العقارية الرديئة **Subprime Mortgage**، وبأسعار فائدة منخفضة وصلت إلى 1% سنة 2006 وهي الأدنى منذ 1958 أو مثبتة للسنوات الأولى (وهذا بتشجيع حكومي تحت شعار بيت لكل أمريكي) ثم عمدت البنوك من جديد إلى زيادة التوسع في الإقراض متجاهلة في ذلك حدود الرافعة المالية **Leverage** هذه المرة من خلال ما يعرف بالمشتقات المالية **Financial Derivatives**<sup>2</sup>، حيث بلغت القروض عالية المخاطر في السوق الأمريكية نحو 1.3 ترليون دولار وذلك في مارس 2007، وكان ذلك وفق ما يلي:

1. حصول الفرد على قرض عقاري بضمان البيت الذي اشتراه وبمعدل فائدة متغير ففي سنة 1994 شكلت الديون الرديئة 35 مليار دولار (5% من إجمالي الرهون العقارية) ووصلت إلى 9% سنة 1996 لتصل إلى 20% سنة 2006 أي 600 مليار دولار

2. حمى ارتفاع أسعار العقار في خريف 2006 أدت إلى الحصول على قروض ثانية بضمان نفس العقارات وهذا ما يعرف بـ **Re-mortgage** وبالتالي أصبح لدينا قرضين بضمان عقار واحد. ولكن هذا كله حدث في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول المتقدمة في أوروبا وآسيا<sup>3</sup>. فكيف انتقلت العدوى إلى بقية العالم؟

3. قامت البنوك بإصدار أوراق مالية جديدة وهي ما يطلق عليها بالسندات المدعومة بالرهن العقاري **Mortgage Backed Securities (MBS)** أي بضمان محفظة الرهون العقارية وذلك من خلال عملية التوريق **Securitization** وتم بيع هذه السندات في السوق المالي. وقام بشرائها العديد من البنوك والمستثمرين على أساس أنها ديون مضمونة ومؤمن عليها من قبل مؤسسات كبيرة كل هذا بضمان نفس العقارات<sup>4</sup>.

4. فبراير 2007 عدم تسديد قروض الرهن العقاري فأصبح يتكثف في الولايات المتحدة الأمريكية ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة. وفي هذه السنة تم مصادرة قرابة 1.3 مليون بيت أمريكي ليصل معدل المصادرة إلى 79% منذ 2006<sup>5</sup>.

وجاءت المراحل اللاحقة للأزمة وفق التسلسل التالي<sup>6</sup>:

1. أغسطس 2007 البورصات تندهور أمام مخاطر اتساع الأزمة.

2. أكتوبر 2007 إلى ديسمبر 2007 عدة مصارف كبرى تعلن انخفاضاً كبيراً في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.

3. يناير 2008 الاحتياطي الاتحادي الأمريكي يخفض فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي. ثم جرى التخفيض تدريجياً إلى 2% بين شهري كانون الثاني ونهاية نيسان.

4. 17 فبراير 2007 الحكومة البريطانية تؤمّن بنك **Northern rock**.

5. مارس 2008 تظافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق القرض.

6. مارس 2008 **JB Morgan** يعلن شراء بنك العمال الأمريكي **Bear Stearns** بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي.

7. 7 سبتمبر 2008 وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين **Fannie Mae** و **Freddie Mac** تحت الوصايا طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.

8. انهيار بنك "ليمان براذرز" رابع أكبر بنك استثماري في أمريكا وله دور كبير في مجال التمويل العقاري.

9. 16 سبتمبر 2008 الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤمنان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم **AIG** المهتد بالافلاس عبر منها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 80% من أسهمها.

10. 26 سبتمبر 2008 انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وفي الولايات المتحدة الأمريكية يشتري بنك **JB Morgan** منافسه **Washington Mutual** بـ 1.9 مليار دولار وهذا بمساعدة السلطات الفدرالية.

11. 28 سبتمبر 2008 خطة الانقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس. وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ. وفي بريطانيا جرى تأمين بنك "برادفورد وينغلي".

12. أعلن بنك **Citigroupe** الأمريكي انه يشتري منافسه بنك "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية.

13. نوفمبر 2008 مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الانقاذ المالي المعدلة.

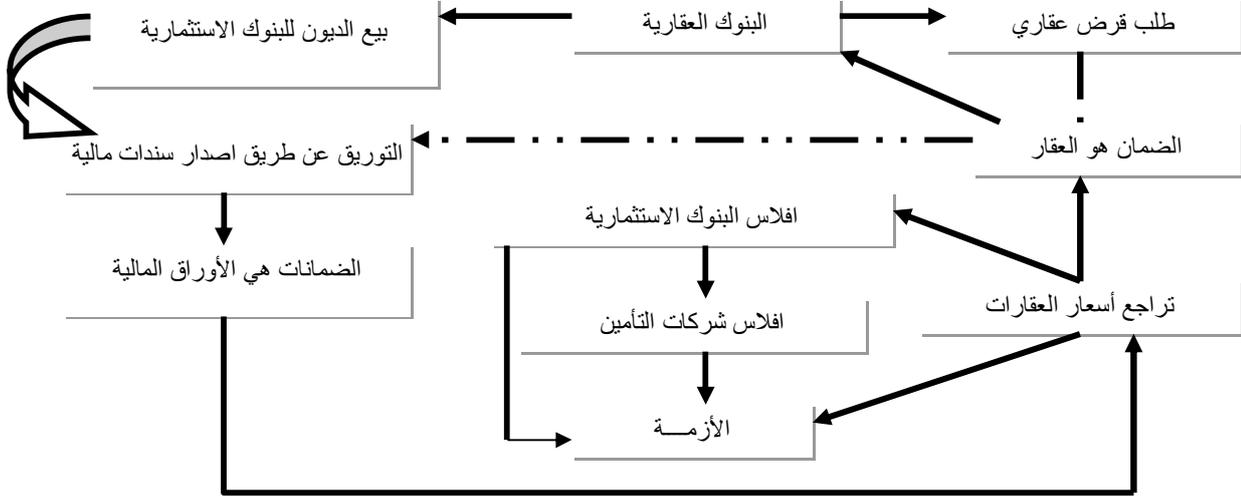
وهكذا سارعت الحكومات والمجتمع الدولي بتقديم الدعم السخي لانقاذ النظام المالي العالمي ولاتزال الجهود متواصلة. أنظر الشكل (1).



**المصدر:** أمال حاج عيسى، فضيلة حويو، المشتقات المالية من منظور النظام المالي الاسلامي، ملتقى دولي حول " الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية"، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009، ص 06.

وعليه فالسبب الحقيقي وراء هذه الأزمة يكمن أساسا في انفصال الاقتصاد العيني عن الاقتصاد المالي الذي أصبح يفوقه بكثير - حيث النقود تشتري النقود-، وذلك بسبب المقامرة والمضاربة في الأسواق المالية، والتوسع في

استخدام المشتقات المالية المعقدة التي يصعب التحكم فيها. ولمزيد من التوضيح حول سيورة الأزمة المالية العالمية التي يعيشها الاقتصاد العالمي، نوردها في الشكل الموالي:  
الشكل رقم 2: سيورة الأزمة المالية المعاصرة



المصدر: زايدى عبد السلام، مقران بوزيد، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، ملتقى دولي حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية"، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009، ص14.

## II. من الابتكار والإبداع المالي إلى الأزمة المالية المعاصرة:

تفكيك الطابع التنظيمي على المستوى المالي والإبداع المالي اللذان ظهرا في ثمانينات القرن العشرين لهم علاقة سببية مباشرة في ظهور الأزمة المالية الراهنة وذلك بسبب:<sup>7</sup>

- تفكيك الطابع التنظيمي على المستوى المالي له فرضية تعظيم الأموال الخاصة للأنظمة المالية على المستوى العالمي مع تخطيط الحواجز الجمركية.
- الإبداع المالي يهتم أساسا بتطوير سوق المال وذلك باستحداث طرق تسمح بتحسين المردودية وريح الوقت ومن بين هذه الطرق نجد تقنية التوريق **Securitization**.

الشكل رقم (3): مسار عملية التوريق



Source : Salaoutachi Hicham, ibid, p10.

يقوم دور عملية التوريق في تحويل المخاطر بين الهيئات والمؤسسات المالية وذلك بتوريق مستحقات المتعاملين من البنوك (أنظر الشكل رقم (5))، وبعد إجراء التفاوض فيما يخص هذه الأخيرة يتم طرح على شكل سندات التي تسمح فيما بعد على الحصول على سيولة فورية تمكن الجهة التي طرحتها مستحقتها من أخذ جرعة هواء من أجل مزاولة نشاطها المالي، لكن أزمة الملاءة الخطيرة التي واجهها الأفراد أدت اختلال في عملية الإبداع المالي، هذا الاختلال أدى إلى ظهور أزمة ثقة وأزمة سيولة ما بين المتعاملين الماليين ومن بوادر هذا الاختلال الذي وقع في عاتق الإبداع المالي، انهيار صناديق الاستثمار التي تضمن حركة دوران النقود بين البنوك لأن سوق المال يسير وفق ظروف العولمة، من هذا الباب لا تجد أي مشكل في الظهور والانتشار على مستوى الاقتصاد الافتراضي والاقتصاد الحقيقي<sup>8</sup>.

الاختلال الذي مس مسار الإبداع المالي باختيار سوق المتعاملين الماليين من المؤسسات الطارحة للمخاطرة والحاملة لها والمستثمرين فيها، بالإضافة إلى أزمة القروض العالية المخاطر الخاصة بالأفراد ذوو الدخل المنخفض، كل ساهم في ظهور الأزمة المالية والتي تحولت إلى أزم عالمية بسبب تسربها عبر عدة قنوات.

### III. تداعيات الأزمة المالية على بعض المؤشرات السوسيو-اقتصادية لبعض اقتصاديات الدول الأوروبية المتقدمة:

انعكست الأزمة المالية الأميركية على معظم اقتصاديات دول العالم حتى إنها أصبحت تلقب بالأزمة المالية العالمية. وبما أن الدول الأوروبية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي فإنها سوف تتأثر سلبا بهذه الأزمة، بل في واقع الأمر قد تأثرت بالفعل ( تدهور مؤشرات النمو وارتفاع مؤشرات البطالة في مختلف). ومدى تأثر الدول الأوروبية يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية المالية بين هذه الدول والعالم الخارجي.

ومن أجل توضيح أثر الأزمة المالية على اقتصاد بعض الدول الأوروبية نستعرض الجداول التالية:

جدول 01: معدلات الناتج الاجمالي المحلي الحقيقي لبعض اقتصادات الدول الأوروبية من (2006-2009)

الدول	السنوات	2006	2007	2008	2009	m	δ
Allemagne	3	2,5	1,8	-	2,4333	0,4922	
France	2,2	2,2	0,8	0,2	1,35	0,8761	
Italie	1,8	1,5	-0,1	-0,2	0,75	0,9069	
Espagne	3,9	3,7	1,4	-0,2	2,2	1,6985	
Pays-Bas	3,4	3,5	2,3	1	2,55	1,0112	
Belgique	2,9	2,8	1,4	0,2	1,825	1,1099	
Autriche	3,4	3,1	2	0,8	2,325	1,0232	
RU	2,8	3	1	-0,1	1,675	1,2872	
Suède	4,1	2,7	1,2	1,4	2,35	1,1630	
Suisse	3,4	3,3	1,7	0,7	2,275	1,1322	

Source : turbulences financières, ralentissements et redressements, fmi, octobre 208, p56.

من خلال الجدول رقم (01) يتبين لنا أن كل الدول السالفة الذكر في الجدول عرفت تدهورا على مستوى معدلات نموها من سنة 2008، وهي السنة التي بدأت فيها الأزمة المالية تتفاقم، ويظهر هذا التدهور اثر انخفاض المعدلات تحت متوسطها الحسابي (m) المسجل خلال هذه الفترة (2006-2008)، أما الدول الأكثر تضررا من هذه الظاهرة خلال هذه الفترة هي: المملكة المتحدة، إيطاليا، هولندا، النمسا، السويد، سويسرا وخاصة اسبانيا حيث سجلت أكبر انحراف معياري ( $\delta$ ) مقدرة بـ 1,6985 مقارنة بالدول الأخرى. وهذا ما يدل على التدهور الواضح الذي لحق بهته الاقتصاديات منذ سنة انفجار الأزمة المالية.

يتبين لنا من خلال الجدول رقم (02) أنه كل من: اسبانيا، بلجيكا، المملكة المتحدة، السويد عرفت ارتفاعا في معدلات البطالة التي فاقت متوسطها الحسابي (m) خلال هذه الفترة، خاصة اسبانيا التي وصل معدل البطالة فيها سنة 2009 إلى 14.7%، التي سجلت أكبر انحراف معياري ( $\delta$ )، هذا ما يعكس الاهتزاز الاجتماعي الذي عرفته هذه الدولة ومن جانب آخر بالنسبة لدول أخرى سجلنا معدلات إلى حد ما متناسبة.

جدول 02: معدلات البطالة لبعض اقتصادات الدول الأوروبية من (2006-2009)

$\delta$	m	2009	2008	2007	2006	السنوات
						الدول
0,883	8,4	8	7,4	8,4	9,8	Allemagne
0,536	8,375	8,3	7,7	8,3	9,2	France
0,228	6,575	6,6	6,7	6,2	6,8	Italie
2,591	10,675	14,7	11,2	8,3	8,5	Espagne
0,43	3,2	2,9	2,8	3,2	3,9	Pays-Bas
0,602	7,875	8,6	7,1	7,5	8,3	Belgique
0,218	4,45	4,4	4,2	4,4	4,8	Autriche
0,26	5,55	6	5,4	5,4	5,4	RU
0,394	6,7	7,1	6,6	6,1	7	Suède
0,192	2,725	2,8	2,6	2,5	3	Suisse

Source : turbulences financières, ralentissements et redressements, fmi, octobre 208, p56.

يظهر لنا من خلال تحليلنا للجدول رقم (01) انخفاضا واضحا في معدلات الناتج الإجمالي المحلي الحقيقي ابتداء من سنة 2008 والتي تعتبر سنة انفجار الأزمة المالية، كما نستوعب من خلال دراسة الجدول رقم (02) ارتفاعا معتبرا في معدلات البطالة للعديد من الدول أثناء الفترة (2008-2009) مقارنة بالفترة (2006-2007)، البعض منها عرفت استقرارا، والبعض الآخر تحسنا طفيفا، فمن هذا الباب نستوعب ان درجة تأثير الأزمة المالية كانت أوضح من خلال التطرق إلى دراسة معدلات الناتج المحلي الحقيقي، الذي أبرز أن كل الدول عرفت تدهورا في نموها، عكس دراستنا لمعدلات البطالة لهذه الدول، حيث أظهرت أن هناك تذبذبا من دولة إلى أخرى من خلال هذا المؤشر.

كل هذا يقودنا إلى الاستفسار عن إن كان للبطالة دورا بارزا وجوهريا في التأثير على نمو هذه الدول، بأخذ بعين الاعتبار عامل الأزمة المالية المؤثر فيها طبعاً، أم هناك مؤشرات اقتصادية أخرى أثرت على ذلك.

ومن أجل الجواب على هذا التساؤل نقوم بدراسة مدى تأثير البطالة على الناتج الإجمالي المحلي الحقيقي لهذه الدول خلال الفترة (2006-2009)، بالاعتماد على المتوسط الحسابي المتحصل عليه من الجداول رقم (01) و(02) الخاص بمعدلات الناتج الإجمالي المحلي الحقيقي ومعدلات البطالة على التوالي ( انظر الجدول رقم (03))، لكل دولة، فمن هذا نقترح النموذج الاقتصادي القياسي التالي:

بالاستعانة ببرنامج الحزم الإحصائية SPSS نتحصل على نتائج النموذج التالية:

جدول رقم (03): معدلات البطالة أثرها على الناتج الوطني الخام

النموذج	المعاملات اللامركزية		المعاملات المركزية	t	Sig.
	A	الخطأ المعياري	Bêta		
1 (الثابت)	2,038	,526		3,877	,005
معدلات البطالة	-,029	,076	-,135	-,385	,710

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماد على معطيات التحليل الإحصائي.

نلاحظ انه لا يوجد تأثير معنوي لمعدلات البطالة على الناتج الوطني الخام خلال هذه الفترة. حيث أن P-Value لمعلمة الميل تساوي 0.710 وهي أكبر من مستوى معنوية 0.05 وان P-Value لمعلمة الحد الثابت تساوي 0.000 وهي أقل من مستوى معنوية 0.05.

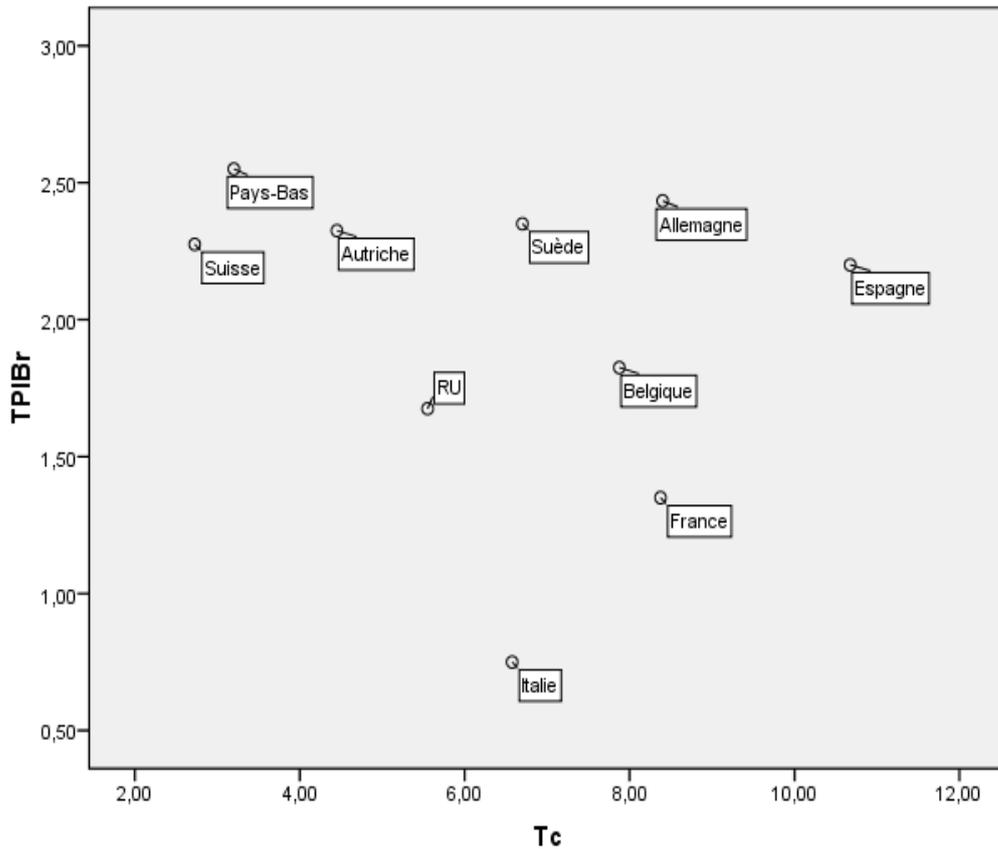
يبرز لنا النموذج المقترح أن معامل الارتباط " $r = 0,105$ " بين معدلات الناتج الإجمالي المحلي الحقيقي ومعدلات البطالة خلال هذه الفترة الممثلة للأزمة، ضعيفا جدا، ودرجة تأثيره تختلف من دولة إلى أخرى (أنظر الشكل (04))، هذا ما يؤكد وجود عوامل أخرى أثرت عليها الأزمة المالية العالمية، أثرت هي بدورها على معدلات الناتج الإجمالي المحلي الحقيقي، كمعدلات التضخم، رصيد ميزان المدفوعات وغيرها، كما أن الانحرافات المعيارية للمعاملات المقدره كبيرة مقارنة مع قيم هذه المعاملات، إذن يعتبر تفسير معدلات البطالة لمعدلات الناتج الإجمالي المحلي الحقيقي خلال هذه الفترة ضعيفا جدا في ظل الأزمة المالية العالمية.

الجدول رقم (04): متوسط معدلات الناتج الإجمالي الحقيقي ومعدلات البطالة لبعض اقتصاديات الدول الأوروبية المتقدمة خلال (2009-2006).

الدول المختبرات	الدول	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Autriche	RU	Suède	Suisse
TPIBr	2,4333	1,35	0,75	2,2	2,55	1,825	2,325	1,675	2,35	2,275
Tc	8,4	8,375	6,575	10,675	3,2	7,875	4,45	5,55	6,7	2,725

المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقاً من نتائج الجدول رقم (01) والجدول رقم (02).

شكل رقم (04): علاقة معدلات الناتج الإجمالي الحقيقي ومعدلات البطالة لبعض اقتصاديات الدول الأوروبية المتقدمة خلال الفترة 2009-2006



المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقاً من نتائج الجدول رقم (03).

### خلاصة:

وخلاصة القول أن الأزمة المالية التي يتعرض لها النظام المالي الدولي، سوف تؤدي بدون شك إلى مراجعة عميقة وإعادة النظر في الممارسات المالية التي اعتبرت إلى وقت قريب من هذه الأزمة من المسلمات في الصناعة المالية والمصرفية، وقد تؤدي نتائج هذه الأزمة إلى إصلاحات هامة من شأنها تصحيح مسار الأسهمالية وسياسة الاقتصاد الحر<sup>9</sup>، بشكل يوفر للاقتصاد العالمي استقرارا ماليا واقتصاديا أفضل، كما نأمل أن تساعد نتائج هذه الأزمة في توفير البيئة الاقتصادية الصحية التي تجنب الاقتصاديات انهيار أنظمتها المالية، وتؤسس لنمو وتطور اقتصادي قابل للاستمرار.

من خلال هذه الورقة البحثية نخلص إلى جملة من النتائج وهي:

- مراجعة مخططات الإصلاح والإنعاش للهيئات الدولية الكبرى كصندوق النقد الدولي **FMI** والبنك الدولي **BM** خاصة وأن الأزمة الاقتصادية الراهنة أثبتت محدوديتها في الإدارة فبهذا الأمر يتوجه الاقتصاد العالمي نحو نظام مالي متعدد الأقطاب.
- إصلاح النظام المصرفي للدول التي هي في طور النمو حتى تتمكن من الدخول في الاقتصاد الدولي والعاملي وذلك بالتركيز على سياسات مصرفية قائمة على: إدارة السيولة والعائد، إدارة مخاطر الائتمان، إدارة كفاية رأس المال.
- الأسهمالية أثبتت انكساراتها عبر التاريخ وان دل هذا على شيء فإنما يدل على أن النظام الاقتصادي الإسلامي هو الحل.

الهوامش:

1. <http://usuarios.multimania.es/tewsa/wachivia-bank.html> (12/02/2010)
2. أمال حاج عيسى، فضيلة حويو، المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي، ملتقى دولي حول " الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية المصرفية"، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009، ص06.
- \* الرافعة المالية وهي نسبة القروض إلى رأس مال البنك والتي لا يمكن تجاوزها عند منح القروض.
3. Reinhart, Carmen M., "Is the 2007 US "Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Comparison", Harvard University, working paper, (2008), p16-17
4. أمال حاج عيسى، فضيلة حويو، مرجع سابق، ص06.
5. Dell’Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, and Luc Laeven, “Credit Booms and Lending Standard: Evidence from the Subprime Mortgage Market”, IMF Working Paper, (2008), p25
6. US Tresuary Statistics, 2007
7. الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي، سلسلة بحوث ودراسات بنك التنمية الصناعي والعمال المصري، نوفمبر، 2008، متوفر على الموقع الإلكتروني:  
بتصرف (2009/09/16). [http://www.idbe-egypt.com/arabic/ar\\_reasech.htm](http://www.idbe-egypt.com/arabic/ar_reasech.htm).
8. هشام سفيان صلواتشي: عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الراهنة وعواقبها على بعض الاقتصاديات، مجلة الاصلاحات الاقتصادية والتنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد 07، المدرسة العليا للتجارة، 2009، ص9-10.
9. T.Latreche, D’une crise de subprime a une crise inancièrre internationale « Autopsie d’une grave crise planétaire », Revue des Réformes Economique et Intégration en Economie Mondiale, n° 5, ESC alger, 2008, p09.
10. زايدى عبد السلام، مقران بوزيد، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، ملتقى دولي حول " الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية المصرفية"، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009، ص28.

\*\* أنظر الملحق:

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,105 <sup>a</sup>	,018	-,105	,575656

a. Valeurs prédites : (constantes), Tc