

رئاسة جامعة ديالى

الأزمة المالية الدولية  
و أثرها على الاقتصاد العراقي  
2008

الدكتور

محسن حسن علوان

مدير الدراسات و التخطيط و المتابعة

### خلاصة البحث

إن الأزمة المالية التي يعيشها العالم حالياً بدأت أعراضها بالظهور خلال العام الماضي 2007، حينها بدأ المختصون بإرسال إشارات تدعو إلى معالجة المشكلة قبل أن تتفاقم، حيث أن البعض منهم تنبأ مسبقاً بالأحداث التي نعاصرها حالياً . وتتخلص المشكلة في توجه البنوك والمؤسسات المالية في الولايات المتحدة إلى منح قروض عقارية بشكل كبير، ويهدف هذا النوع من القروض إلى تمويل حاجة المقترضين لشراء عقارات على اختلاف أنواعها . يتميز هذا النوع من القروض بالمخاطرة العالية لعدم وجود تدفقات نقدية متوقعة سواء للمقترض أو المشروع الممول يمكن للبنك الاعتماد عليها كمصدر لسداد القرض، لهذا السبب قامت البنوك برفع سعر الفائدة على هذا النوع من القروض من أجل تحقيق أعلى عائد ممكن من القرض ومن أجل تغطية جزء من المخاطر التي تدرج تحت هذا النوع من القروض .

مع مرور الوقت وكنتيجة لاستحقاق سداد هذه القروض، بدأ المقترضون في مواجهة مشكلة عدم المقدرة على السداد بسبب ارتفاع قيمة التزاماتهم المصرفية، والذي يعود إلى سعر الفائدة المرتفع بشكل رئيسي، مما دفع جزء كبير 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 العقارات بالانخفاض .

إن الدور الأساسي والتقليدي لأي بنك هو قبول الودائع ومنح القروض، حيث يقوم البنك باستقطاب الأموال من الجهات التي لديها فائض وتوجيهها للأطراف التي لديها عجز، لهذا فإن المصدر الرئيسي لأموال البنك هي ودائع الأطراف التي لديها فائض والتي تحصل على عائد مقابل إيداع أموالها في البنك، والاستخدام الرئيسي لهذه الأموال هو القروض . من هنا يمكننا أن ندرك بداية الأزمة المالية ، حيث أصبحت البنوك تواجه مشكلة سيولة لعدم سداد المقترضين ديونهم والتي هي بالأساس أموال مودعين، ومع انتشار أنباء الأزمات التي بدأت تواجه البنوك بين المودعين، زاد إقبال المودعين على سحب ودائعهم لضمان استرداد أموالهم في ظل بيئة متخمة بالإشاعات مما عمق مشكلة السيولة لدى البنوك، بل تعدى الأمر إلى انهيار بعض البنوك مثل بنك ( ليمن برذرز) والذي يعد رابع أكبر بنك استثماري في الولايات المتحدة الأمريكية، والذي يبلغ من العمر 150 عام .

فضلا عن أن انخفاض قيمة العقارات التي قامت البنوك بتمويلها زاد من حجم المشكلة، حيث أن قيمة العقار أصبحت أقل من قيمة القرض الممنوح، هذه الظروف مجتمعة ساهمت بشكل كبير بتخفيض مقدرة البنوك على الإقراض مما أدى إلى انخفاض كبير في مستوى الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، مما زاد من احتمالية حدوث كساد إن لم يتم معالجة الأمر سريعا. هذا السبب إلى جانب محاولة إعادة الثقة للجهاز المصرفي هو وراء قيام

السلطات المالية في العديد من الدول إلى ضخ مبالغ كبيرة في أنظمتها المصرفية .

بسم الله الرحمن الرحيم

### المقدمة

يمر الاقتصاد العالمي اليوم في أصعب مراحل منذ سنوات طويلة ، حيث يخوض صراعا حادا مع أزمة المال الدولية التي تفجرت منذ شهر آب 2007 ، فضلا عن أزمة الغذاء الدولية وارتفاع أسعار المواد الغذائية .. إن هذه الأزمة نتجت من تضخم الإنفاق الحكومي في الولايات المتحدة ووجود سيولة مالية كبيرة لدى البنوك مما دفع بها إلى التماذي في الإقراض .

عندما قدر صندوق النقد الدولي بداية هذا العام 2008 خسائر القطاع المالي بأكثر من تريليون دولار وتوقع تباطؤاً حاداً في الاقتصاد العالمي، تعرض للانتقاد واتهم بالتشاؤم. ولكن مع استمرار الخسائر وازدياد حدة الأزمة المالية، أتضح إن الحلول المرتجلة الموقته التي وضعت السنة الماضية لن تفيد وأن الحل الشامل الذي يعتمد الشمولية في معالجة النتائج المباشرة والأسباب الرئيسة للمشكلة هو الأمر الوحيد الذي يسمح للاقتصاد في الولايات المتحدة والعالم بأن يعود ليؤدي وظيفته في شكل طبيعي.

### ولكن السؤال هنا ما هو تأثير الصدمة المالية في بقية دول العالم ؟

لقد بدأت الاقتصاديات الأوروبية بالتباطؤ في شكل واضح. ومع تعرض رؤوس أموال المصارف إلى مزيد من الهزات، نتوقع أن تتواصل هذه العملية حتى السنة المقبلة. أما الأسواق الناشئة فصمدت في وجه الأزمة ولكنها ممكن أن تتوقف مع نزوب رأس المال وانخفاض أسعار السلع في شكل مفاجئ.

فالأزمة المالية التي يشهدها العالم حالياً هي جزء رئيسي من أزمة اقتصادية أوسع ، بدأت تضرب مختلف مكونات وبنى الاقتصاد العالمي ، نجمت عن دخول هذه الاقتصاديات حالة من الركود التضخمي بعد سنوات من النمو المرتفع ، وكانت مشكلة الرهن العقاري من أهم العوامل التي عجلت في حدوثها. إلى جانب الارتفاع الكبير وغير المبرر في أسعار النفط والغذاء ، ومن العوامل الأخرى التي دفعت باتجاه تفاقم الأزمة التي نشهد حالياً بعض مظاهرها ، التطورات السريعة في عالم الأعمال والتدخلات والتعقيدات التي أصبحت تتسم بها ، الأمر الذي خلق فرصاً كبيرة لتحقيق أرباح سريعة . فالمطلوب إعادة النظر بالنظام الاقتصادي الدولي ليصبح أكثر عدلاً ، وإعادة التفكير بالسياسات الاقتصادية التي تشجعها بل تفرضاها المؤسسات الدولية ، وعلى وجه الخصوص صندوق النقد والبنك الدوليان ومنظمة التجارة العالمية ، التي أدت إلى إضعاف دور الدول في تنظيم وإدارة الاقتصاديات الوطنية . على العموم ، في هذا البحث سنحاول التوصل إلى معرفة أسباب الأزمة المالية ، وانعكاسات تلك الأزمة على الأسواق المالية العالمية مع محاولة تحليلها اقتصادياً . وسنخصص مبحث عن تأثير هذه الأزمة على الاقتصاد العراقي .

أولاً) مشكلة البحث:

تتلخص مشكلة البحث في أن سوء إدارة البنوك و المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية ، قد أدى إلى حدوث الأزمة المالية ، بالإضافة إلى عدم تدخل الحكومات في ضبط الأسواق .حيث ن معدل نمو الكتلة النقدية اكبر من النمو في المراحل العادية . وبدورنا سوف نقوم بتحديد هذه الأسباب وتحديد التوصيات المناسبة لها .

ثانياً) منهجية البحث:

إن المنهجية المتبعة في هذا البحث، هو تباع الأسلوب التحليلي والاستقرائي المعتمد على الأرقام الإحصائية، والتجارب المالية السابقة.

ثالثاً) الهدف من البحث :

- 1 -دراسة أسباب الأزمة المالية الدولية .
- 2 -تداعيات هذه الأزمة على المحيط الدولي .
- 3 -مدى تأثير هذه الأزمة على مفاصل الاقتصاد العراقي .

رابعاً ) فرضية البحث:

- 1- نفترض بان الأزمة المالية حدثت بسبب الأخطاء المرتكبة في آليات منح القروض قصيرة الأجل لقطاع الإسكان في أمريكا وشدة تذبذب تدفقاتها النقدية .
- 2- القروض قصيرة الأجل الممنوحة من البنوك الدولية كانت اكبر من احتياطي النقد الأجنبي في حكومات تلك الدول.

خامساً ) المعادلات المستخدمة في البحث :

- 1 -المعادلة الإحصائية للنسب المئوية = الجزء ÷ الكل . كأساس للمقارنات .

### المبحث الأول

#### 1-1 : الأزمات المالية السابقة (عرض عام)

بهدف إعطاء نظرة عامة ، سنقوم باستعراض أهم الأزمات المالية التي تعرض لها العالم تاريخيا لكي نتمكن من فهم أسباب الأزمة المالية الحالية وتداعياتها :

1-1-1 أزمة عام 1929 : اعتبر الاقتصاديين وخبراء المال إن هذه الأزمة جرت وراءه سنوات من التراجع الاقتصادي والبطالة والبيؤس و التي تبعتها الحرب العالمية الثانية . فقد انهارت أسواق البورصة في تشرين الأول 1929 بعد انهيار أموال المضاربة. فكان ملايين الاميركيين قد اشتروا أسهما من أموال الاستثمار المسماة (TEUST FUNDS) والتي انهارت الواحدة تلو الأخرى. و خلال شهر تشرين الأول 1929 انهار مؤشر (داو جونز) لبورصة نيويورك بنسبة 13% وتبعه انهيار آخر في اليوم التالي بنسبة 12%. وفي نهاية تشرين الأول، فقد المؤشر نصف قيمته واستمر في الهبوط في الأشهر التالية وانخفض إلى أدنى مستوياته في منتصف عام 1932 حيث فقد 90% من قيمته نسبة إلى ما قبل الأزمة ، مما أوقف المضاربات في البورصة وكانت هذه الأزمة اكبر إخفاق في الولايات المتحدة ووصلت هذه الأزمة إلى أوروبا، وبدأ تجاوز الأزمة عام 1954.....(1).

1-1-2 أزمة عام 1987 : في نهاية عام 1987 انهارت بورصة وول ستريت بنسبة 23% في مؤشر (داو جونز) في جلسة واحدة وهي الأقوى في ذلك اليوم ولحقتها في ذلك أغلب الأسواق العالمية، لكن تفاقم هذا الانهيار جاء نتيجة مشكلات في المعالجات المعلوماتية ولم يكن هناك أي مؤشر للخلاص، ومع هذا قفزت المؤشرات مجددا بسرعة. وبعد عامين عاد مؤشر (داو جونز) إلى مستويات ما قبل الانهيار.

1-1-3 الأزمة الآسيوية (1997-1998): مرت البورصات العالمية بأوقات عصيبة فجاءت الأزمة الآسيوية لعام 1997 وتبعتها أزمة 1998 وهي انهيار المال الروسي حيث انخفض الروبل بنسبة 60% في شهر آب 1998 وذلك خلال أحد عشر يوما وعرفت بذلك روسيا أزمة اقتصادية ونقدية مرتبطة جزئيا بالأزمة الآسيوية لعام 1997، كما لم تستطع أموال المضاربات الاميركية Ltcm تفادي هذا الانهيار.

1-1-4 أزمة عام 2000 : كان عام 2000 نهاية الانهيار المالي للانترنت فقد انتفخت فقاعة المضاربة حول قيم البورصات المرتبطة بالانترنت والتقنيات الجديدة وتراجع مؤشر ( ناس داك) الذي يجمع سندات الانترنت والتكنولوجيات بنسبة 27% طيلة الأسبوعين الأولين من نيسان عام 2000 بنسبة 39,3% خلال العام وشمل هذا السقوط جميع الأسواق المرتبطة بالاقتصاد الجديد. ....(2).

### 1-2- أسباب الأزمة المالية (2008) وتداعياتها

إن حالة الربط بين الأزمة المالية والاقتصاد حالة لا يمكن تجاهلها على مستوى الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي. فالإشكالية على مستوى الاقتصاد الكلي تتمثل في :.....(3)

- 1- تحرير الأسواق المالية نتيجة للعولمة وما رافقها من تطور في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات .
- 2- ارتفاع كبير في حجم التدفقات المالية طويلة الأمد وفي درجة تذبذبها .
- 3- شدة تذبذب التدفقات المالية قصيرة الأجل و التي تتأثر بتوقعات المستثمرين وتسببها في أزمات مالية و انتشار هذه الأزمات من خلال ( العدوى المالية ) إلى دول أخرى .
- 4- التوسع الاقتصادي Overheating مصحوبا بسياسة نقدية توسعية تتمثل بنمو للاقتراض المحلي مصحوبا بعملة قوية Overvalued . وفي بعض الأحيان وجود تضخم مرتفع مع ارتفاع مديونية المصارف غير المدعومة باحتياطي صرف مع انخفاض أسعار الأصول .
- 5- انخفاض غير متوقع لأسعار الصادرات يؤثر على خدمة ديون المؤسسات وبالتالي ينعكس على أداء البنوك ، فضلا عن تقلبات أسعار الفائدة في الدول الصناعية والذي أصبح ذات أهمية قصوى في أسواق الدول الناشئة مما يعكس اندماج الأسواق المالية وعولمة الاستثمار .

وفي حالة الاقتصاد الجزئي تتمثل الأزمة بالعوامل التالية :

- 1- عدم التوافق بين أصول وخصوم البنوك بمعنى وجود التزامات قصيرة المدى مقابل أصول بعيدة المدى أو التزامات بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية .
- 2- التدخل المفرط للدولة في توجيه مسار القروض .
- 3- ضمانات حكومية قوية وإجراءات تحفز على المخاطرة .

**إن ما هو المؤشر الذي يمكن التوقع به على حصول أزمة من عدمها ؟**

في هذا المجال فإن أقوى مؤشر هو ما وضعه صندوق النقد الدولي ويسمى الإنذار المبكر Early Warning System . ويحدد في النقاط التالية :

- تحديد نسبة القروض قصيرة المدى إلى الاحتياطي الأجنبي .

- مدى ابتعاد سعر الصرف الحقيقي عن السعر التعادلي .
- مستوى العجز في الميزان التجاري .

يعتبر صندوق النقد الدولي إن نسبة القروض قصيرة المدى إلى الاحتياطي الأجنبي إذا كانت أكبر من الواحد الصحيح . هو إنذار واضح بإمكانية نشوب أزمة مالية . أي :

### قروض قصيرة المدى / الاحتياطي الأجنبي < 1

إذن الأزمات المالية تتكون من أزمة الديون الخارجية وأزمة المصارف وأزمة سعر الصرف. فالأزمات المصرفية كانت أكثر انتشاراً في النصف الثاني من الفترة 1987-1997 و التي نجمت عن حملة التحرير المالي في نهاية الثمانينات . حيث قاربت تكلفة تلك الأزمات بحدود 40% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي وبلغت الديون المعدومة نسبة 30% من إجمالي القروض . .....(4) .

وعلى صعيد أزمة المصارف، مثلاً في أمريكا قامت البنوك بشطب ما يزيد على 500 مليار دولار من الأصول وجمعت رساميل جديدة بقيمة 200 مليار حتى منتصف العام الجاري، إلا أن خسائر انتمائية جديدة، بدأت تبرز مؤخراً مع تراجع قيمة الديون، وهذا أشعل مخاوف المستثمرين من المؤسسات المالية التي تتحمل أعباء قروض، وازدادت المخاوف توهجاً بعد إفلاس بنك "ليمان" الذي شكل صدمة للمستثمر الذي كان على ثقة من أن الحكومة الأمريكية ستقوم بدعم البنوك الكبرى ومنعها من الإفلاس .

وتمتد الأزمة المالية التي تعرضت لها الولايات المتحدة أولاً، لتصل إلى قطاع البنوك في أوروبا في الأسابيع الأخيرة، مما يدفع حكومات الدول الأوروبية إلى تكثيف جهودها للبحث عن إجراءات الإنقاذ الطارئة لمنع حدوث مزيد من الاضطرابات . ويتهدد الأزمة المالية من جهة فإن اقتصاد منطقة اليورو يواجه أيضاً مشكلة التضخم الذي ظل مرتفعاً عند مستوى 3.6%. وأظهرت الأرقام الرسمية أن الإنفاق الاستهلاكي والاستثمارات والصادرات وهي المحركات الثلاثة الرئيسية في منطقة اليورو قد تراجعت كثيراً في الربع الثاني من العام الحالي منخفضة عن الثلاثة أشهر السابقة بنسب 0.2% و 1% و 0.2% على التوالي .

وقد حذر صندوق النقد في تقريره للربع الثالث من عام 2008 من أن أمريكا اللاتينية والبلدان التي ربطت اقتصادها بالعملة الأمريكية ستعاني من تباطؤ الاقتصاد العالمي وذلك بسبب أثره المباشر على سوق العملات . لقد أدت التوترات وعدم الثقة في أسواق المال إلى زيادة عمليات استرداد الأصول من صناديق سوق المال وتفاقم ديون المؤسسات المقترضة ، وعليه من المرجح حدوث اندماجات في القطاعات المالية.

### المبحث الثاني

#### 2-1- انعكاسات الأزمة المالية الدولية

شهدت الأزمة المالية الأخيرة تقلبات و " تذبذبات " حادة عانت منها الأسواق المالية العالمية. ففي بداية الأزمة اهتزت أسواق المال والبورصات العالمية على مدى يومين متتاليين بفعل مخاوف أن تنتقل مشاكل القطاع العقاري الأمريكي إلى بقية أسواق العالم. وفي هذا السياق تراجع مؤشر (MSCI) للأسهم العالمية بأكثر من 6 %، الأمر الذي شطب معه أكثر من تريليوني دولار (2000 مليار) من القيمة الإجمالية السوقية للأسهم العالمية والتي تقدر بنحو 35 تريليون دولار.....(5) .

إن هذه الأرقام، على أهميتها الإجمالية، لا تعطي صورة كاملة من دون الإطلاع على حركة " التذبذبات " على مستوى البلدان أو مجموعات البلدان. فعلى سبيل المثال كان الانخفاض في قيمة الأسهم والسندات في بورصة نيويورك قد بلغ مليارات الدولارات بعد أسبوع من أسوأ ما حل بالأسواق منذ عام 2003. وأطلق العديد من المحللين على يوم الخميس الذي اندلعت فيه هذه الأزمة بـ "خميس أسود جديد" حيث انهارت الأسواق المالية بشكل كبير فقد خسر مؤشر " داو جونز" قرابة 311 نقطة فقط في ذلك اليوم وما يقارب 400 نقطة خلال الأسبوع. كما انخفض مؤشر (ستاندارد أند بورز) قرابة 60 نقطة خلال الأسبوع. وتلقت مؤشرات الأسهم الأمريكية هذه الضربات وسط مؤشرات على استمرار التدهور في سوق الإسكان وارتفاع أسعار النفط ومخاوف بشأن التمويل. ومن جهتها أقرت طوكيو، ثاني بورصات العالم، على انخفاض كبير بلغ 2.36% وقد تراجع مؤشر (نيكاي 225) لأسهم 225 شركة كبرى 418.28 نقطة ليبلغ أدنى مستوى له منذ الثاني من أيار الماضي.



كما انخفضت الأسهم الأوروبية في بداية المعاملات مواصلة الهبوط الحاد الذي شهدته في اليوم السابق مع إقبال المستثمرين على البيع في الأسواق العالمية وتزايد عزوفهم عن المخاطرة، فقد منيت تلك الأسهم بأكبر خسارة ليوم واحد في أكثر من أربعة أشهر وسط تجنب للمخاطرة أوقد شرارته تدهور مناخ تمويل عمليات الاستحواذ ومخاوف بشأن الإسكان الأمريكي أيضا .....(6) .

وبالمقابل انخفضت الأسهم في بورصتي الصين بشدة لحظة اندلاع الأزمة متأثرة بالاتجاه العالمي الذي قادته الأسهم الأميركية، حيث تراجع مؤشر «هانغ سينغ» القياسي لبورصة هونغ كونغ بنسبة 3.15 % أو بمقدار 730 نقطة تقريبا .

أما على مستوى العالم العربي فلم تنجو مثلا الأسواق الخليجية من هذا الانحدار أيضا. فعلى سبيل المثال تراجعت أسهم السوق السعودية إلى المستوى الأدنى في ستة أشهر. كما تراجعت أسواق أبو ظبي ودبي وقطر والبحرين. إن ما يثير الانتباه هو أن الانخفاض الحاد في البورصات العالمية جاء على الرغم من الإعلان عن نمو شهده الاقتصاد الأمريكي خلال الربع الثاني من عام 2007 (3.4%) مقارنة بالربع الأول لنفس السنة (0.7%). ولم ينجح تقرير أظهر نمو الاقتصاد الأمريكي بإيقاع أسرع من المتوقع في الربع الثاني من العام الحالي واعتدال التضخم في تهدئة المخاوف المتزايدة من أن التدهور في السوق العقارية مرتفعة المخاطر ربما يضرب غيرها من القطاعات المالية، مما يعني أننا أمام أزمة ليست عابرة وخاصة بمجال التداول، بل نحن أمام عناصر أزمة تعمل في حقل الإنتاج لكنها تعبر عن نفسها في حقل التداول.

من اثر شدة الأزمة ، لم يمضي أكثر من أسبوع على الهزة الأولى حتى عاودت الأزمة ظهورها من جديد. ابتداء من يوم 2008/8/10 واصلت أسعار الأسهم في الأسواق العالمية هبوطها الحاد في التعاملات الأولى من صباح هذا اليوم وذلك بعد يوم واحد من تعرض الأسواق الأوروبية والأمريكية لخسائر فادحة وسط مخاوف من تفاقم المشاكل في أسواق الائتمان التي تهدد بركود الاقتصاد العالمي في حال استمرارها . فقد هبط مؤشر داو جونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى 387.18 نقطة أي ما يعادل 2.83 % . كما خسر مؤشر (ستاندرد أند بورز 500 الأوسع نطاقا) 44.40 نقطة أو 2.96 % . ويعد هذا أكبر نسبة هبوط للمؤشرين منذ 27 من شباط 2007 وبالمقابل خسر مؤشر ناسداك الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا 56.49 نقطة أو 2.16% من قيمته.

أما في أوروبا، فقد هبطت أسعار الأسهم بشكل حاد في بادئ الأمر في كل من بورصات لندن وباريس وفرانكفورت، وسجلت مؤشرات الأسهم عبر القارة الأوروبية انخفاضا أوليا بلغ أكثر من 2%، قبل أن تعاود إلى الصعود بشكل طفيف في وقت لاحق .

وفي اليابان شهدت أسعار الأسهم يوم 2008/8/10 هبوطا بلغ حوالي 3% . بسبب إقبال المستثمرين على بيع أسهم الشركات المالية، في حين عمد مستثمرون آخرون إلى بيع أسهم شركات سجلت مكاسب قوية مؤخرا في محاولة لجني الأرباح .

وفي محاولة لاحتواء الهبوط الذي شهدته الأسواق الأوروبية لجأ المصرف المركزي الأوروبي إلى ضخ مبلغ قياسي قدره (94.8) مليار يورو في الأسواق النقدية في منطقة اليورو لتعويض التعاملات غير المتوقعة في السوق المرتبطة

بأزمة القروض المرتفعة المخاطر. ومن الجدير ذكره أن المصرف المركزي الأوروبي يلجأ لمثل هذا الإجراء عندما تشهد الأسواق عدم توازن أو استقرار. وشبه أحد المحللين الماليين عملية ضخ الأموال من طرف المصارف المركزية بالدم الذي يحتاجه القلب كي تتواصل الحياة .....(7)

لم تنتهي الأزمة رغم عمليات التصفية القوية التي عصفت بالنظام النقدي العالمي خلال الأسبوعين الأخيرين من شهر آب 2008، وما زالت تهدد بشكل مباشر البني الاقتصادية والمالية على مستوى الدول الصناعية وعلى المستوى العالمي. ورغم التدخل المشترك والمتزامن للعديد من الحكومات والمؤسسات النقدية الأمريكية والأوروبية واليا بانية وضخ ما يزيد حتى الآن عن 150 مليار يورو كسيولة نقدية في آلية المعاملات المصرفية العالمية لتجنب مزيد من التوتر في أسواق المال. فان خبراء الشؤون النقدية يجمعون على استمرار الطابع الخطير للأزمة الحالية ويتوقعون موقفا دقيقا وربما حاسما خلال الفترة القصيرة القادمة .....(8)

واستنادا إلى (ألفين أروجو) أحد الباحثين في شركة " يوني كابيتال سيكيوريتيز " للأوراق المالية فإن من المتوقع أن تظل عمليات التداول " متقلبة " خلال فترة أسبوع مع سير البورصة المحلية على نهج سوق وول ستريت. وأضاف " الأسواق تتخذ حركتها من الولايات المتحدة "، مشيرا إلى أن " هناك تأثيرا للعدوى لأن العمليات الضخمة التي تجرى في البورصات الآسيوية تتم من جانب مستثمرين عالميين ". وأضاف أنه " إذا ما تراجعت السوق الأمير كية فإن المستثمرين الأجانب سوف يفترضون عادة وجود مخاطر أكبر في الأسواق الناشئة."

## 2-2- التحليل الاقتصادي للأزمة

إن الكشف عن خصوصية الأزمة الحالية التي اندلعت وما زالت مستمرة يستدعي ضرورة تفسيرها من خلال تحديد أسبابها بشكل صحيح. فعلى صعيد الأزمة الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد الرأسمالي يمكن القول أن الخاصية المميزة في هذا المجال هي الاختلاف الجذري بين تلك المدارس في تفسير أسباب الأزمة وتحديد الحقل الذي تندلع فيه في عملية إعادة الإنتاج الرأسمالية. وهنا يمكن تمييز اتجاهين أساسيين هما:

الاتجاه الأول : الذي يعتبر حقل التبادل والتغيرات والتطورات الحاصلة فيه بمثابة مصدر ومنبع الأزمة الاقتصادية . أن هذا الاتجاه يرى الأزمة الاقتصادية بكونها أزمة تحقيق فائض القيمة باعتبار أن القانون الاقتصادي الأساسي للرأسمالية هو تعظيم فائض القيمة وتحقيق أقصى الأرباح .

الاتجاه الثاني : يقوم بتعميم النتائج التي يمكن الحصول عليها من تحليل التطورات الحاصلة في حقل الإنتاج ويستخدمها كأداة معرفية - تحليلية لدراسة التطورات في مجال التداول وبحث العلاقات المتبادلة ذات الطابع الجدلي العام وليصل في نهاية الأمر إلى تشخيص الأزمة بأنها أزمة بنيوية الطابع. إن هذا الاتجاه يعتقد أن الأزمة هي أزمة إنتاج فائض القيمة. غير انه في إطار هذا الاتجاه هناك العديد من الاقتصاديين يؤكدون على ضرورة أن يدخل في تحليل المظاهر الجديدة في تدويل عملية الإنتاج والدور المتعاظم للشركات الاحتكارية الدولية النشاط في الاقتصاد

الرأسمالي والأسواق المالية وما تشهده من " تذبذبات " وعدم الاقتصار في تحديد أسباب الأزمة الاقتصادية الراهنة على المخطط الكلاسيكي لتراكم رأس المال .....(9).

إن التراكم الفائض لا يتضح اليوم بشكل وجود قدرات إنتاجية لا تعمل بكامل طاقتها في القطاعات التي تصيبها الأزمة فحسب، بل ويشكل رأسمال نقدي فائض نسبيا في الفروع النامية بصورة ديناميكية. وهكذا تتشابك أزمات الإنتاج الدورية مع الأزمة في المجال التسليف المالي. فالفائض النسبي في تراكم رأس المال النقدي يفوق بنسبة متزايدة التوظيفات المباشرة في " رأس المال المنتج " أي تلك المؤسسات التي تنتج القيم المادية و " تنتج " فائض القيمة. هكذا إذن ينمو راس المال النقدي، بما في ذلك رأس المال الوهمي، وتتعاظم مواقع المؤسسات المالية والنقدية بما فيها البورصات والبنوك العملاقة ذات الطبيعة الاحتكارية، مما يعزز الطبيعة الطفيلية لرأس المال النقدي.

### 2-3 الأسباب الحقيقية وراء الأزمة:

إن التحليل الصحيح (لازمة الأسواق المالية العالمية) والذي يوصلنا إلى ان " التذبذبات " الحادة التي عاشتها أسواق المال والبورصات العالمية على مدى الأيام الأخيرة إلى جملة من الأسباب وليس إلى عامل واحد من جهة، وهي من جهة ثانية ليست نتاج التناقضات الحاصلة في حقل التداول فقط وإنما هي امتداد لما يعاني منه حقل الإنتاج من تناقضات كامنة مرة وظاهرة مرة أخرى. ومن هنا يمكن الإشارة إلى جملة أسباب تفسر الأزمة التي عاشتها الأسواق المالية العالمية خلال الفترة الماضية، من بينها : .....(10)

2-3-1- التباطؤ في وتائر نمو قطاع الإسكان في الولايات المتحدة. حيث أشار تقرير مبيعات المنازل القديمة في الولايات المتحدة إلى تراجع في عدد المنازل المباعة خلال شهر حزيران 2008 لتبلغ 5.750 مليون منزل في مقابل 5.990 مليون منزل خلال أيار من نفس العام. في حين بلغت مبيعات المنازل الجديدة لشهر أيار الماضي 915000 منزل، مما يعني أن مسلسل التباطؤ في قطاع الإسكان مستمر خلال هذا العام. وهذا يعني أن المشكلات القائمة في سوق القروض العقارية الأمريكية أثارت مخاوف المستثمرين. فخلال السنوات السابقة كانت هناك حالة من الانتعاش في أرباح الشركات وأسعار المنازل. وكان من بين العوامل التي ساهمت في تحقيق هذا الانتعاش، انخفاض سعر الفائدة، مما أدى إلى انخفاض تكلفة الاقتراض بالنسبة للأفراد وبالنسبة أيضا للشركات، لتمويل عمليات الاستثمار وشراء العقارات. غير أن الأشهر الأخيرة شهدت ضعفا ملحوظا في أداء الاقتصاد الأمريكي وبالتالي بروز مشكلات في سوق القروض العقارية الأمريكية مما أثار مخاوف المستثمرين. وقد أدى هذا الوضع إلى اهتزاز أسواق المال

والبورصات العالمية نتيجة مخاوف من أن تنتقل المشكلات التي يعاني منها القطاع العقاري الأمريكي إلى بقية أسواق العالم. وارتباطا بذلك يبدو أن عهد القروض الرخيصة انتهى، إذ أن البنوك المركزية في اقتصاديات هامة تقوم برفع أسعار الفائدة، مثل بنك إنكلترا والبنك المركزي الأوروبي.

2-3-2- وجود مخاوف من أن ارتفاع أسعار الفائدة سيؤدي إلى انخفاض الأرباح التي تحققها الشركات الكبيرة، كما ستضر بالصفقات الكبيرة التي تتعلق بشراء شركات عملاقة لشركات أصغر، وتضر بالقدرة الشرائية. ويخشى المستثمرون من أن تكون حقبة القروض الميسرة لتمويل صفقات شراء الشركات قد انتهت .

2-3-3- الارتفاع الكبير الذي شهدته أسعار النفط خلال الفترة الماضية الذي ينعكس في ارتفاع تكلفة الطاقة وبالتالي ارتفاع مستويات الأسعار بشكل عام، مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم.

2-3-4- وجود قلق في الأسواق من أن رفع معدلات الفائدة، في ظل مساعي البنوك المركزية لكبح جماح التضخم، سيؤدي إلى زيادة تكلفة الاقتراض وبالتالي انخفاض أرباح الشركات، الأمر الذي انعكس على أسعار الأسهم.

2-3-5- التراجع الذي شهدته سعر العملة اليابانية ( الين ) مقابل الدولار والذي يؤثر على المصدرين اليابانيين، وسط مخاوف من أزمة سياسية في اليابان بعد انتخابات مجلس الشيوخ التي جرت في تموز 2008 أثرت على معنويات المستثمرين في طوكيو .

وهنا قد تحقق الفرض الأول من البحث .

### المبحث الثالث

#### 1-3 آثار الأزمة المالية الدولية

##### على الاقتصاد العراقي

قبل إلقاء الضوء على آثار الأزمة المالية الدولية على الاقتصاد العراقي ، علينا تحليل ميزانية العراق لعامي 2008 و 2009 والتي أقرت من قبل السلطات المالية العراقية ، وكذلك مساهمة بعض القطاعات في الناتج المحلي الإجمالي :

أ- ميزانية العراق :

1 - ميزانية عام 2008 : لقد تم إعداد الميزانية بالاعتماد على موارد النفط المصدر الوحيد لها ، ومعلوم إن إنتاج النفط العراقي بلغ (2.1) مليون برميل / اليوم وحسب أسعار عام 2008 والتي تجاوزت ( 100 ) دولار للبرميل الواحد ، بلغت تخصيصات الميزانية بضمنها التكميلية للعام المذكور ( 70 ) مليار دولار . وزعت كآلاتي :

النسبة	المبلغ المخصص	البند
30%	21 مليار دولار	التخصيصات الاستثمارية
70%	49 مليار دولار	التخصيصات التشغيلية
100%	70 مليار دولار	إجمالي الميزانية

من الجدول أعلاه نلاحظ ، بان بند التخصيصات التشغيلية استحوذ على أعلى نسبة من إجمالي الميزانية وهي 70% والتي تمثل في معظمها مصاريف الرواتب والأجور للعاملين في قطاع الدولة ، في حين شكل بند التخصيصات الاستثمارية نسبة 30% وهذا التخصيص معطل لا يمكن إنفاقه بسبب الوضع الأمني المتردي الذي لا يسمح للمستثمرين بالاستثمار داخل العراق . الأمر الذي يدل على هشاشة الاقتصاد العراقي .

2 ميزانية عام 2009 : والتي تم إعدادها بالاعتماد على أسعار النفط التي هبطت إلى 80 دولار للبرميل الواحد ، حيث تم تخصيص مبلغ 80 مليار دولار للميزانية المذكورة توزعت كما يلي :

النسبة	المبلغ المخصص	البند
20%	20 مليار دولار	التخصيصات الاستثمارية
80%	60 مليار دولار	التخصيصات التشغيلية
100%	80 مليار دولار	إجمالي الميزانية

المصدر لكلا الميزانيتين : وزارة التخطيط والتعاون الإنمائي / الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات ، عام 2008 .

إلا أن هذه الميزانية قد تم تعديلها (استنادا إلى تصريح وزير المالية العراقي من الفضائيات بتاريخ 2008/10/31 ) لتصبح من 80 مليار دولار إلى 67 مليار دولار ، باعتماد سعر النفط 62 دولار للبرميل الواحد وبإجمالي إنتاج قدره 2 مليون طن / اليوم .

#### ب- الناتج المحلي الإجمالي GDP

ومن المؤشرات المهمة في إعطاء الصورة عن قوة الاقتصاد هو مؤشر لناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية والذي ساهمت فيه القطاعات التالية :

- 1 - ساهم القطاع العام بنسبة 70.3% .
- 2 - ساهم القطاع الخاص بنسبة 29.7% .
- 3 - كما قطاع الزراعة وهو قطاع خاص فكانت مساهمته متواضعة وكما يلي :
  - عام 2002 ساهم بنسبة 8.5% في الناتج المحلي الإجمالي .
  - عام 2006 ساهم بنسبة 5.8% .
  - عام 2007 ساهم بنسبة 5.0% .

4- أما قطاع النفط فقد ساهم عام 2002 بنسبة 70% في الناتج المحلي الإجمالي ، في حين هذه المساهمة قد انخفضت لتصل إلى نسبة 55% . ..... (11).

إن ما يهدد بانعكاس آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العراقي هو : ركود الاقتصاد الغربي الذي من شأنه أن يؤثر سلباً على أسعار النفط العالمية ، إذ يعتمد العراق وبشكل كبير على عائداته النفطية. و أهم ما يمكن أن ينتقل من انعكاسات الأزمة على الواقع الاقتصادي العراقي هو ركود الآلة الاقتصادية والصناعية الغربية وما يتمخض عن الركود عادة من انخفاض في الطلب على الطاقة وخاصة النفط الخام بما يؤثر سلباً على أسعار النفط في السوق العالمية. وبما أن الناتج المحلي الإجمالي في العراق يعتمد على عوائد النفط بحدود 80% فإن ذلك سيؤدي إلى انتقال الأزمة المالية إلى العراق. أن الآثار الأخرى التي ستنقل من خلال قنوات العولمة تتمثل بأسهم أسواق المال في العراق والمنطقة . أن العدوى أخذت تنتقل بسرعة، والحلول ليست بمتناول العراق لأنه متلقي للصدم ة ليس إلا، بل تكمن في البلدان التي انطلقت منها الأزمة.

وبخصوص الوسائل الكفيلة بتجنب آثار هذه الأزمة أو حتى تخفيفها ، هو أن يعيد البنك المركزي العراقي النظر بسياساته التي اتبعتها لأكثر من سنتين وخاصة رفعه نسبة الفائدة والتي بلغت 16% على الرغم من ارتفاع معدلات البطالة والركود في الاقتصاد العراقي.

إن الاقتصاد العراقي يعاني أصلاً من اختلالات هيكلية واضحة وكل ما يحتمل أن يخسره في هذه المرحلة سيكون من خلال تأثره بأسعار النفط في السوق العالمية جراء نقص السيولة وتقلب قيمة الدولار ، مما يؤدي إلى تباطؤ معدلات النمو المتحققة عن طريق القطاع النفطي . إن هذه الإشكالية ولدها الاحتلال عام 2003 حيث جاء بالمشروع الاقتصادي لسلطة الاحتلال ما يلي :

1- إعادة توزيع إجمالي للموارد والأشخاص بإبعادهم عن سيطرة الدولة إلى المؤسسات الخاصة.

2- تعزيز التجارة الخارجية.

3- حشد رأس المال المحلي والأجنبي.

4- فتح الأبواب أمام الاستثمارات الأجنبية من رؤوس الأموال والتقنيات الإدارية والتكنولوجيات الحديثة. ويتطلب ذلك (تشجيع الوصول إلى كل هذه الموارد للمستثمرين المحليين بمنحهم حرية التبضع في الأسواق العالمية وأمام المستثمرين الأجانب ذوي الخبرات في مجالات محددة).

5- ربط (الإصلاح المحلي بالإصلاح العالمي).

حيث إن هذا المشروع لم يسهم في تقديم حلول جذرية لازمة الاقتصادية بل فاقمها وعمق تناقضاتها، وكأنه حاول أن يطبق عناصر نظرية "الفوضى المنظمة" على الاقتصاد هذه المرة. فقراءة سريعة لهذا المشروع تتيح الاستنتاج بأن هذه السلطة ظلت تتصرف بمفردها وتسعى إلى فرض الخصخصة كاملة في الاقتصاد العراقي. وبيّنت التجربة الملموسة إن هذا الاتجاه يتعارض مع واقع وحاجات الاقتصاد والمجتمع العراقي. ويمكن القول أن نهج الليبرالية الجديدة المنطوي تحت شعار الباذخ: الخصخصة دون قيد أو شرط، الذي مارسه بريمر وانفراده بالشأن الاقتصادي أدى إلى جملة من النتائج نجملها بما يلي : ..... (12).

- 1- إعاقة تطور الاقتصاد العراقي؛ وإغراق الأسواق المحلية بالسلع الأجنبية.
  - 2- تحريم البرجوازية الوطنية الصناعية والبرجوازية الصغيرة والحرفية من النمو وتحقيق التراكم الرأسمالي الوطني المطلوب.
  - 3- تقليص إمكانية تنشيط تنمية وتوسيع عملية إعادة الإنتاج الموسع في الاقتصاد العراقي.
  - 4- إعاقة إيجاد فرص عمل جديدة للعاطلين، بل والاسوء من ذلك أفضى إلى تعاظم مديّات البطالة بوتائر غير مسبوق.
  - 5- إبقاء المجتمع معتمداً على إيرادات النفط الخام وعلى استيراد السلع المختلفة من الخارج وبالتالي الإسهام في إعادة إنتاج البنية المشوهة والأحادية الجانب للاقتصاد الوطني.
  - 6- تقليص إمكانيات تغيير البنية الاجتماعية المتخلفة وتعطيل أسباب رفع مستوى الوعي الاجتماعي في البلاد. والمحصلة، أن هذا المشروع بدلا من أن يساعد على تجاوز المشكلات الفعلية فإنه أسهم في تعميق الأزمة البنوية، ونقلها إلى مديّات جديدة، وفاقم تناقضاتها المتوترة دوماً.
- إن الملاحظات السابقة تؤكد المسعى الحثيث والجامح لسلطة الاحتلال والقوى المرتبطة بمشروعها الاقتصادي إلى تبني سياسات تستهدف خلق الأرضية المناسبة لتطور رأسمالي تابع، يتيح اندماج الاقتصاد العراقي بالاقتصاد الرأسمالي العالمي ومراكزه المتقدمة، ويعيد إنتاج هذه العلاقة من دون عوائق. وقد عبّرت السياسات الاقتصادية لسلطة الاحتلال عن "مشروع اقتصادي" آخر، ينطلق من المصالح الإستراتيجية والإيديولوجية اليمينية للمحافظين الجدد في الإدارة الأمريكية، التي تعمل في اتجاه الهيمنة على الاقتصاد العالمي. ويمكن ملاحظة هذا التوجه في مفهوم "إعادة الأعمار" الذي روجت له سلطة الاحتلال كمفهوم هندسي خالٍ من أية مضامين اجتماعية- اقتصادية، بدلا عن مفهوم التنمية الاقتصادية.

### المبحث الرابع

#### الاستنتاجات والتوصيات

#### 1-4 استنتاجات الباحث :

من المرجح أن يكون لهذه الأزمة تأثير كبير ليس فقط على هيكل النظام الدولي وموازن القوة فيه ولكن أيضا على مستقبل النظام الرأسمالي نفسه. ويمكننا أن نستنتج من خلال قراءتنا لازمة ما يلي :

1-1-4 يبدو أن الخطر الفعلي يكمن حاليا في أن تستمر تفاعلات الأزمة العقارية الأمريكية في التأثير على أسواق المال وتحوله إلى أزمة نقدية يصعب التحكم فيها بوسائل تقليدية داخل أسواق المال التي تخشى أزمة سيولة

وما قدي ترتب عنها من انهيار للاسم والسندات.

4-1-2 وبالرغم من أنه من المبكر جدا إجراء أي تقييم لآثار التراكمية اللازمة الحالية، غير انه يمكن الاستنتاج بأنه سيكون لهذه الأزمة آثار بعيدة المدى على قطاعات مختلفة. ونظرا لان القانون المنظم للتطور الحالي هو قانون التطور المتفاوت فانه يمكن الاستنتاج أن تكاليف الأزمة الحالية ستوصلنا إلى موجة انكماش جديدة.

4-1-3 هناك قلق كبير بسبب انخفاض قيمة الدولار ، لأن انخفاض قيمة الدولار أمام العملات الرئيسية من ناحية سريودي إلى خلل في الميزان التجاري ما بين الولايات المتحدة الأمير كية والدول الكبرى مثل الاتحاد الأوروبي واليابان والصين لصالح الولايات المتحدة الأمير كية من ناحية، من ناحية أخرى لكون هناك عولمة مالية وانفتاح الأسواق المالية على بعضها البعض فمن الطبيعي أن تتأثر المؤسسات المالية فيها .

4-1-4 أن الأسواق الناشئة ستتأثر بهذه الأزمة ، لكن تأثيرها سيختلف من دولة إلى دولة ومن منطقة إلى منطقة تبعا لدرجة انفتاحها على الاقتصاد العالمي وانخراطها في الأسواق المالية.

4-1-5 بالنسبة لاقتصاد العراق فان تأثير الأزمة عليه يكمن في أسعار النفط المصدرة ، حيث أن أي انخفاض في أسعار النفط يؤثر سلبا في ميزانية العراق وفعلا فان ميزانية عام 2009 كان مخصص لها 80 مليار دولار أمريكي . تم تعديل هذه الميزانية جراء انخفاض أسعار النفط لتصبح تخصيصاتها الإجمالية بمبلغ 67 مليار دولار على أساس سعر البرميل الواحد من النفط سيصبح 62 دولار أمريكي .

4-1-6 أما مدى تأثر المواطن العراقي جراء هذه الأزمة فيكمن أولا في قلة إيرادات العراق من العملة الصعبة نتيجة انخفاض تصدير المنتجات النفطية ، يضاف إلى ذلك زيادة أسعار السلع المستوردة ، وكذلك زيادة المواد المستوردة الداخلة في صناعة المنتجات المحلية ، فضلا عن تقليل الرواتب .

#### 4-2 التوصيات

أ- اطرح بعض الأفكار المستنبطة من المشكلات المالية السابقة التي مر بها العالم عليها تسهم في بعض من الحلول :

- 1- على مستوى أمريكا التي انبعثت منها المشكلة ، من الممكن أن تقوم الحكومة بتقديم قروض للمصارف التي تعاني من مصاعب، بحيث تسمح لها بعرض مستنداتنا التجارية المعرضة للخطر الخاصة بديون الرهن العقاري باعتبارها إضافية. من شأن ذلك السماح للمصارف بالوصول إلى النقد الذي تحتاجه بشدة بأسعار فائدة مغرية تحددها الحكومة.
- 2- إمكانية إنشاء صندوق تقتصر عمليات شرائه على الأوراق المالية والأصول الأخرى المربحة. ويساعد تأسيس صندوق استثماري بـ700 مليار دولار المقترحة من قبل الحكومة الأمريكية في بث النشاط مجدداً



في تجارة الأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري، وتحفيز أسواق الاعتمادات المصرفية من خلال إشراك الحكومة الفدرالية كمستثمر جديد يتمتع بالثراء النقدي .

ب- على مستوى العراق من الممكن طرح التوصيات التالية :

- 1- طالما إن التخصيصات الاستثمارية في الميزانية حالياً متوقفة من الممكن إجراء مناقلة من مبالغها المخصصة لصالح الفقرات التشغيلية الأخرى ، في حالة استمرار انخفاض أسعار النفط ، وهذا ممكن العمل به على المدى القصير ( الأشهر القليلة القادمة ) .
- 2- العمل على إيجاد شراكة فعلية بين القطاعين العام والخاص في مجال الزراعة تتمثل بالدعم الكامل من قبل الحكومة لتنشيط القطاع الزراعي أولاً لتوفير المواد الغذائية لكبح جماح ارتفاع الأسعار، وثانياً للعمل على زراعة المحاصيل الزراعية التي تصب في القطاع الصناعي على المدى البعيد ، بهدف تنويع مصادر الدخل العراقية وعدم الاعتماد على النفط لوحده .
- 3- التوسع في إعطاء القروض التشغيلية للمواطنين شريطة إيجاد صناعات صغيرة أو حرف منتجة تساهم في إيجاد بدائل لدعم المواد الاستهلاكية للمواطنين .

### قائمة المراجع

- 1- د. احمد ظفاح - المعهد العربي للتخطيط- الإشكاليات الحديثة في الاقتصاد الكلي - ص 14 .
- 2- د. احمد ظفاح - المعهد العربي للتخطيط- إشكالية إدارة الأزمات عند وقوعها - ص 24 .
- 3- الدكتور بول كروجمان- حائز على جائزة نوبل -، تحليل النظريات الاقتصادية -ترجمة الباحث بتصريف -ص 101 .
- 4- جريدة الشرق الأوسط - العدد 10918 - 2008/10/19 .
- 5- جمهورية العراق - وزارة التخطيط والتعاون الإنمائي - الجهاز المركزي للإحصاء - المجموعة الإحصائية السنوية - 2005-2006 ، مستقاة من جداول الحسابات القومية ص 463 ، ومن جداول الإحصاءات النفطية

ص581 . بتصريف من قبل الباحث .

6- ا.د. وائل إبراهيم الراشد-كلية العلوم الإدارية - قسم المحاسبة -جامعة الكويت - حركة أسعار عشوائية أم تنبؤات . دراسة مقارنة ص10 - 2007 .

7- دومينيك ستروس - كان . مدير صندوق النقد الدولي - دار الحياة في 23-9-2008 .

8- وكالة أنباء الشرق الأوسط ،موقع قناة فرنس 24، سي أن أن .من موقعها على الانترنت .

9- د. صالح ياسر - في ضوء المؤتمر الوطني الثامن..الغاوين الكبرى لجذور ومسببات الأزمة الاقتصادية في المرحلة الراهنة .

10- *Paul Eleck*. London (1988) *Financial Analysis and Prediction*: ترجم بتصريف من قبل

الباحث .لاستنباط الأزمات المالية السابقة .ص25 .

11- نفس المصدر السابق ، ص 31، ص33 .

12- د. عبد المنعم السيد علي- أستاذ الاقتصاد في الجامعة المستنصرية - مدخل في علم الاقتصاد الحديث - ص277 .