

## السياسات النقدية والمالية عقب الأزمة المالية العالمية

د.صديقي مليكة\*

أ.بن علي عبد الغاني\*\*

### Résumé :

La crise financière de 2007/2008 est décrite comme étant la plus grave depuis la grande dépression des années 30. En plus du désastre financier qu'elle a provoqué, ses répercussions ont touché le secteur réel (stagnation de la croissance, hausse du chômage...). Pour lutter contre cette crise, les Etats ont pris des mesures pour atténuer ses effets, tant sur le plan économique que social. Les mesures entreprises s'inscrivent soit dans une politique monétaire (réduction des taux d'intérêt, injection massif de liquidités de la part des banques centrales) ou budgétaire (impôts, transferts, dépenses publiques..). Il faut toutefois signaler que le débat s'intensifie entre les tenants d'un retour de la croissance par un effort budgétaire conséquent et les tenants d'une stabilité monétaire et l'équilibre budgétaire. Cette article tente de mettre la lumière sur la mise en œuvre de la politique monétaire et budgétaire dans certains pays d'Europe et au Etas unis.

### مستخلص:

وصفت الأزمة المالية لسنة 2007/2008 بالأخطر لتجاوزها الاطار المالي ولانعكاساته السلبية على القطاع الحقيقي (تراجع النمو، ارتفاع البطالة..). لقد قامت الدول بجهود معتبرة لمواجهة الأزمة وللتخفيف من آثارها اقتصاديا واجتماعيا، وعليه تم اللجوء إلى كل من السياسة انقدية والمتمثلة في ضخ البنوك المركزية المزيد من السيولة وكذا تخفيض أسعار الفائدة للتصدي إلى الانكماش الاقتصادي كما ثار جدل حول دور السياسة المالية (استخدام الضرائب والتحويلات والإنفاق) في تسيير الدورة الاقتصادية. فهناك من يرى أن تدابير السياسة المالية العامة تتسم عموما بعدم الفعالية أو أنها تزيد الأمر سوءا لأنها تنشئ تشوهات ضارة بالاقتصاد، لكن النقاش أقر أيضا بحاجة السياسة النقدية في بعض الأحيان للدعم الذي توفره الدفعة التنشيطية المالية. على العموم، لا زالت النقاشات دائنة حول ضرورة عودة النمو من جهة والتحكم في الإنفاق العام والتوازن الميزاني من جهة أخرى، وعليه يحاول هذا المقال إلى التعرض إلى تطبيق كل من السياسة المالية والنقدية في بعض دول أوروبا والولايات المتحدة.

\* - أستاذة محاضرة كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير - جامعة الجزائر 3.

\*\* - أستاذ مساعد، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة.

**مقدمة:**

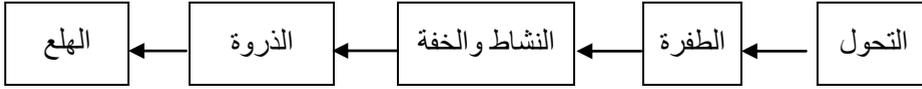
وصفت الأزمة المالية التي انفجرت في سنة 2008 بالأخطر والأعمق والأشمل، وقد تحولت إلى أزمة اقتصادية طالت كل الدول بدون استثناء. فهامي الولايات المتحدة تتخبط في أزمة مديونية خانقة، أما أوربا فإن بعض دول منطقة اليورو تعرف بدورها مشاكل مالية واقتصادية جراء تجاوز الدين العام الحدود المقبولة مما جعل العملة الأوروبية الموحدة تعيش أصعب الاختبارات.

وإذا كانت الشرارة الأولى لهذه الأزمة هي انفجار فقاعة القروض الرهنية الثانوية ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة في الولايات المتحدة (subprime)، وعلى غير المتوقع، سرعان ما انتشرت أزمة الرهن العقاري، التي وقعت في أوت 2007 بسبب تراجع أسعار العقار، وامتد أثرها لتلحق بأضرار بالغة بالأسواق والمؤسسات المالية في النظام المالي المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بالاقتصاد الأمريكي، ومنه إلى بقية الاقتصاديات في العالم. ولذلك تتفاوت التوقعات بشأن السيناريوهات المستقبلية لهذه الأزمة. ولأن هذه الأزمة ما زالت تتفاعل في الساحة الاقتصادية العالمية، فقد تعددت التحاليل والتفسيرات حول طبيعة الأزمة حيث اعتبرها البعض أزمة النموذج الرأسمالي العالمي وأرجعها البعض إلى الاختلالات الماكرو اقتصادية على الصعيد العالمي.

كما طرحت عدة أسئلة على صناع السياسات، خاصة لدى كل من الولايات المتحدة وأوروبا في التعامل مع الأزمة المالية، وعلى الرغم من أن بعض الاقتصاديين أطلقوا تحذيرات قبل الأزمة إلا أنه لم يهتم أحد بما فيهم صناع السياسة بالإصغاء حيث صار من الصعب على البنوك المركزية استخدام أدوات السياسة النقدية التقليدية مثل تغيير سعر الفائدة. سادت قبل الأزمة وجهة نظر بعض خبراء الاقتصاد والتي ترى أن السياسة المالية لم تكن مؤثرة بنفس مستوى تأثير السياسة النقدية والقيود الوحيد على ذلك سينشأ عندما ينخفض سعر الفائدة إلى الصفر - عندئذ لا تستطيع السياسة النقدية أن تعمل، وكان المعتقد أن تلك ظروف غريبة ويكاد يستحيل أن تحدث أبداً. لكن في أعقاب الأزمة كان النمو الضعيف والضغط الانكماشية الهاجس الأساسي للكثير من صناع السياسات نتيجة بلوغ السياسة النقدية التقليدية لحدودها القصوى، وارتفاع الديون لمستويات عالية لدرجة تقييد مجال تحرك السياسة المالية.

**أولاً: مراحل الأزمة المالية العالمية:**

لخصت إحدى الدراسات الهامة بشأن الأزمة تلك المراحل كما يلي:

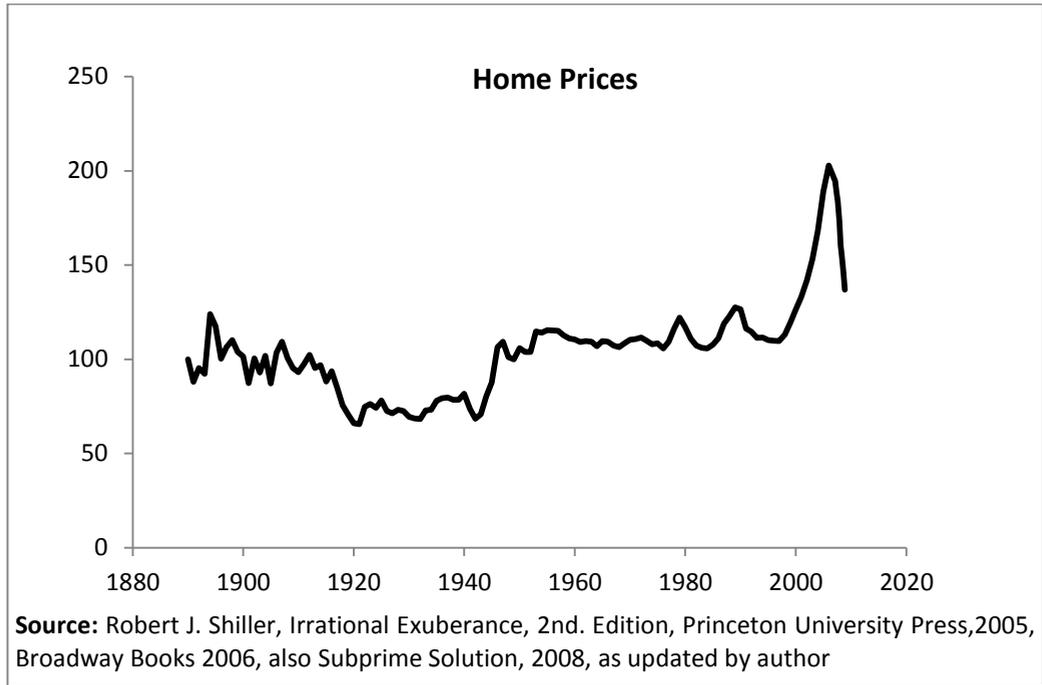


يمكن شرح تلك المراحل بشكل مختصر كما يلي:

**مرحلة 1: التحول (Déplacement)** في هذه المرحلة يستشعر المستثمرون بالإثارة حيال فرصة استثمارية ما وذلك استجابة لتوقعات الاقتصاديين والبنك الاحتياطي الفيدرالي باحتمال حدوث ركود اقتصادي عام 2001 عقب انفجار فقاعة أسهم شركات تكنولوجيا المعلومات. قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض مؤشر أسعار فائدة الإقراض بين البنوك "fed rate" أكثر من عشر مرات خلال 2001 لوحده وذلك من 6% في شهر جانفي إلى 1,75% شهر ديسمبر، إلى جانب ذلك كانت وفرة السيولة حافزا لبحث المستثمرين عن أصول عالية المخاطر وذات عوائد مرتفعة. والجدير بالذكر أن تحولا هاما قد حصل في نوعية الاستثمارات التي وجهت إليها هذه الأموال القادمة من الصين وغيرها من دول شرق آسيا، والدول النفطية في السنوات الأخيرة، حيث أن هذه الاستثمارات بدأت تتجه من السندات الحكومية ذات العائد المنخفض والمخاطرة المعدومة تقريبا إلى الاستثمار في أدوات أخرى أكثر عائدا وأكثر مخاطرة، ومن هذه الأدوات الاستثمارية السندات المدعومة بالقروض العقارية. ففي عام 2006 كانت أسواق العقارات الأمريكية في أوج ازدهارها حيث كان المستثمرون الأجانب يملكون حوالي ثلث الرهونات العقارية في الولايات المتحدة.<sup>1</sup>

**المرحلة 2: الطفرة (boom)** في هذه المرحلة يشرع المضاربون في جني العائدات الضخمة، وعند رؤية تلك العائدات يدخل المزيد من المستثمرين السوق، وقد عبر منسكي عن هذا النوع من الاستثمار بالاستثمار المغربي، وقد تم إظهار ذلك في أطروحته للدكتوراه. لقد عرفت أسعار المنازل في أمريكا كما أظهرت المعطيات تطورات كبيرة بلغت نسبة 124% بين عامي 1997 و2006، ومرت تلك التطورات بمرحلتين الأولى بين 1997 و2002 ثم الثانية بعد ذلك إلى منتصف 2006. واتسمت صعود أسعار المنازل في هذه الفترة بدرجة أكبر من التي سبقتها كما هو موضح في الرسم البياني الموالي، حيث يظهر لنا كيف أن أسعار المنازل ارتفعت بشكل كبير إلى أن قاربت 240% في هذه الفترة. إذا كانت السيولة الزائدة لم تؤثر على أسعار السلع والخدمات فقد كان هناك تأثير على أسعار الأصول، والتي كان عرضها أكثر محدودية، ولذلك ليس من الغريب وجود ارتفاع في مؤشرات أسواق الأسهم العالمية (خاصة في الدول الناشئة) وكذلك ارتفاع أسعار العقار.

<sup>1</sup> يوسف الخليفة يوسف - الأزمة المالية والاقتصاديات الخليجية - مجلة المستقبل العربي - ص 16.



ومع ذلك فإن الارتفاع في أسعار الأصول شجع التوسع في الإقراض وبالأخص القروض العقارية لأن المقترضون يراهنون على أساس قيمة الأصول العقارية (مبدأ المعجل المالي)، كما تأثرت أسعار العقار نتيجة لضغوط السياسة النقدية على أسعار الفائدة. إن ارتفاع أسعار الأصول كان له أثر على الاستهلاك والذي كان يفسر بأثر الثروة، ففي الولايات المتحدة، كانت زيادة الأسعار بـ100 دولار تؤدي إلى زيادة في أسعار الاستهلاك بمقدار 2 دولار على المدى القصير و9 دولار على المدى الطويل، ويمكن تفسير ذلك بالرجوع إلى الآثار المترتبة على إعادة تمويل الرهن العقاري<sup>2</sup> وإلى غاية جويلية 2007، عندما ظهرت أزمة الرهن العقاري، كان النمو في منتجات التمويل الائتماني المهيكل نمواً أسياً، فعلى سبيل المثال، عرف إصدار منتجات ائتمانية مهيكلة مختارة في الولايات المتحدة وأوروبا نمواً هائلاً حيث قفز من 500 مليار دولار في 2000 إلى 2.6 تريليون دولار في 2007. وعلى الرغم من أن المستثمرين، ربما لم يفهموا على نحو كامل مدى المخاطر التي

<sup>2</sup> Patrick Artus et autres, *la crise des subprimes, les rapports du conseil d'analyse économique*, Edition La Documentation française. Paris, 2008, pp :25-26.

يتحملونها (والتي يعدون مسؤولين عنها) فإن هيكل الحوافز لدى وكالات تحديد مراتب الائتمان لعب أيضا دورا في انتشار منتجات الائتمان المهيكلة.<sup>3</sup>

**مرحلة 3: الشعور بالنشاط والخفة (euphoria)،** وذلك بعد الارتفاع الكبير الذي تشهده قيم وعوائد الأصول "الفقاعية" فيكتظ السوق بالجموع المتزايدة بدخول "لاعبين" جدد وهم الفئة الأقل ملاءة (subprime)، كما كان الحال في أزمة الرهن العقاري. وقد تبين أن انخفاض مستوى أسعار الفائدة على غير المعتاد في الولايات المتحدة بين عامي 2001 و2003 قد أسهم بدور مهم إلى حد ما في توسع سوق المساكن حتى أواسط 2005، ووفقا لما ورد في دراسة (Taylor 2007) فقد تضخم أثر الأوضاع الميسرة في السياسة النقدية على دورة أسعار المساكن نتيجة تيسير معايير الإقراض وإفراط المقرضين في تحمل المخاطر.<sup>4</sup> ففي الولايات المتحدة تزامنت عملية تحرير أسواق التمويل العقاري مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة بموجب القاعدة التنظيمية Regulation Q في أوائل الثمانينات، لقد أدت هذه الأمور مجتمعة إلى تشجيع مجموعة كبيرة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى على دخول سوق الرهن العقاري. ففي المملكة المتحدة كان رفع قيود الائتمان هو المدخل الأساسي للتحرير (فقد ألغي نظام شد الأحزمة the corset في عام 1980) مما كثف الضغوط التنافسية في سوق الرهن العقاري، وفي كندا وأستراليا وبلدان شمال أوروبا كان تحرير أسواق التمويل العقاري يسير بخطى حثيثة نسبيا واكتمل تقريبا بحلول أواسط الثمانينات. وعلى العموم وفي كل هذه البلدان، كان إلغاء الحد الأقصى للإقراض ولأسعار الفائدة على الودائع وإلغاء القيود على الائتمان وراء فتح المجال أمام زيادة التنافس في قطاعات جديدة بسوق الائتمان.<sup>5</sup>

وعلى الرغم من أن سوق قروض الرهن العقاري الثانوية (subprime<sup>6</sup>) ليست حديثة النشأة في الولايات المتحدة إذ يعود وجودها إلى سنوات الستينات إلا أن الأزمة لم تظهر إلا في السنوات الأخيرة. لقد شهدت القروض العقارية الثانوية ارتفاعا مذهلا إذ

<sup>3</sup> راندل دود- بول ميلز- تفشي المرض- عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية - مجلة التمويل والتنمية- جوان 2008- ص10.

<sup>4</sup> - صندوق النقد الدولي- آفاق الاقتصاد العالمي- أبريل 2008 - ص ص 121-122.

<sup>5</sup> - صندوق النقد الدولي - آفاق الاقتصاد العالمي - افريل 2008 -ص105.

<sup>6</sup> ذكر مصطلح subprime في الصحافة الدولية في أكثر من 6000 مقالة سنة 2006 و32000 في الفصل الأول من 2007 و130 ألف في الفصل الثاني. أما الصحافة الناطقة بالفرنسية، فقد ظهر هذا المصطلح 6 مرات في سنة 2006، و700 مرة في الفصل الأول من 2007 و8400 مرة في الفصل الثاني من نفس السنة، (أخذت هذه البيانات من قاعدة معطيات تحوي أكثر من 8000 مصدر من بينها: La Tribune, The Financial Times, The Wall Street Journal Le Monde, Les Échos, Le Figaro، وهي من أكبر العناوين في الصحافة الدولية نقلا عن مجلس التحليل الاقتصادي الفرنسي).

انتقلت من 10 % في عام 2001 إلى أكثر من 30 % في عام 2006، وبالنظر إلى هذه النسبة الهامة نجد أن نمو الائتمان كان قويا حيث تم منح 600 مليار دولار من القروض الجديدة في عام 2006 مقابل 190 مليار دولار في عام 2001. كما قدر مجموع قروض الرهن العقاري الثانوية في منتصف عام 2007 بنحو 1000 مليار دولار أي ما يمثل 14 % من مجموع قروض الرهن العقارية في عام 2007 و 10 % من الناتج المحلي الإجمالي،<sup>7</sup> بينما كانت تمثل قروض الرهن العقاري الثانوية حوالي 4 % من الإصدارات السنوية من قروض الرهن العقاري في عام 1994، وكانت الكثير من هذه العقود تتضمن شروط الرهن بسعر فائدة متغير (ARM).<sup>8</sup>

ونشير إلى أنه في نوفمبر 2007، ارتفع عدد قروض الرهن العقاري الثانوية إلى 7.75 مليون قرض أي ما يعادل 14 % من سوق الائتمان في الولايات المتحدة،<sup>9</sup> ولقد وصفت سوق القروض العقارية الثانوية على أساس أنها نموذج ناجح للملكية -مما يسمح لكثير من المقترضين، وبعد عدة سنوات من حالة "دافع جيد" أن يتحول المقترض إلى سوق القروض الممتازة *prime*، والنتيجة هو ارتفاع نسبة ملكية العائلات من 64 % في عام 1995 إلى 69 % في عام 2007 أي بزيادة قدرها 15 مليون دولار.<sup>10</sup> في هذه المرحلة يحدث اندفاع يائس من قبل المشاركين الجدد للظفر بنصيب فيما يجري، وعلى أرض الواقع قد تتخذ هذه الخطوة حجما كبيرا بما تنطوي عليه من أثر ظاهرة شلالات المعلومات (cascades information)<sup>11</sup> وسلوك القطيع (Herd behavior).

**المرحلة 4: الذروة أو جني الأرباح (profit taking)**، ففي هذه المرحلة يتجه الوسطاء الماليون إلى استثمار السيولة المالية الضخمة المتجمعة لديهم في مشاريع خدمية ذات مردود إيرادي كبير ضمن دورات إنتاجية قصيرة قياسا لمدتها في الأنشطة الإنتاجية مثل نشاط المضاربة بالأوراق المالية والاستثمار في قطاع العقارات كأفضل مجالات الاستثمار وذلك لإرضاء زبائنهم.<sup>12</sup> ومع ذلك وبسبب الاختلالات الاقتصادية الكلية التي

<sup>7</sup> - LEFEBVRE Frédéric – emprunts immobilier à taux variable – assemblée national – 2008 - p10.

<sup>8</sup> - SAPIR Jacques - Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe, <http://www.france.attac.org> - Pp 9-10.

<sup>9</sup> - KLEIN Laure - la crise des subprimes – édition revue banque –pais-2008 - p 29.

<sup>10</sup> - LEFEBVRE Frédéric – op cit - p 11.

<sup>11</sup> ويقصد بهذه الظاهرة اعتماد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في الأسواق على سلوك ومعلومات الآخرين، أي التقليد دون الاعتماد بشكل مستقل على المعلومات الخاصة بهم. وتمثل هذه الظاهرة أحد المواضيع العامة في الاقتصاد السلوكي (Behavioral economics) لتفسير ما يحدث في الأسواق من مجازفات وتغذية لأسعار أصل يقبل الناس عليه بكثرة بسبب فورة أسعاره.

<sup>12</sup> - عبد الحميد عبد المطلب- الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري)- دار نشر الثقافة- الإسكندرية (مصر) 2009- ص 282.

نوقشت من قبل، وخاصة انخفاض أقساط التأمين على المخاطر، مما شجع المستثمرين على البحث عن المردودية دون مراعاة المخاطر وذلك عن طريق زيادة المنافسة من طرف الوسطاء الماليين (وخاصة صناديق التحوط) فقد تبنت البنوك نوعين من الاستراتيجيات أولاها زيادة حجم أنشطتها عن طريق تخفيف شروط منح القروض وثانيها الابتكارات المالية،<sup>13</sup> وهكذا بعد استفاد الفقاعة لمراحلها الأولية وبلوغ قيم الأصول الفقاعية ذروتها يبدأ المستثمرون الأذكيا في أخذ أرباحهم ومغادرة السوق وهو ما يمهد السبيل لظهور المرحلة الأخيرة.

**المرحلة 5: الهلع (panic)،** بعد حصول التطورات السابقة تبدأ الفقاعة في الانحسار فيحل التشاؤم محل الحماس ويسعى المستثمرون إلى التخلص وبأسرع ما يمكن من أصولهم التي أصبحت الآن سيئة الطالع. وفي ظل هذه الأجواء تجد المصارف أن قيم أصولها أخذت في الانحدار، ومع امتناع مقرضيه عن إعادة تدوير ديونهم مما يجبرها على المزيد من إنقاص نسبة الدين (de-leveraging) في استخدامات أموالها (assets) لإصلاح وضع التزاماتها أو خصومها (Liabilities)، فيظهر عندئذ ما بات يعرف بلحظة مينسكي (Moment Minsky)، وهي اللحظة التي تضطر المصارف وكذلك المقرضون في خضمتها إلى التخلص من أصولهم الآمنة لمقابلة الالتزامات التي عليهم.

وهنا لا بأس أن نذكر أن الاضطراب في النظام المالي لم يبدأ إلا عندما أعلن البنك الفرنسي BNP Paribas في جوان 2007 أنه أوقف المسحوبات من صندوقين للتحوط نتيجة الخسارة التي تكبدتها استثماراته في أوراق مالية مرتبطة بقروض الرهن العقاري الثانوية، وكان أحد هذين الصندوقين بحاجة إلى رؤوس أموال مما أدى بالبنك إلى ضخ 3.2 مليار دولار كقروض. وخلال شهر واحد (أي في جويلية)، قامت وكالتي التصنيف الائتماني ستاندر أند بورز وموديز بتخفيض التصنيف الائتماني لعدد من الأوراق المالية المرتبطة بقروض الرهن العقاري عالية المخاطر مما أدى إلى انهيار الأوراق المالية التي كان يحتفظ بها البنك الفرنسي BNP Paribas.<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Patrick Artus et autres, Op cit, P.27

<sup>14</sup> - BIZIMANA Olivier - TOUYA Florence – Déroulé de la crise- Eclairages- N°119- Février 2008- le site: <http://kiosque.eco.credit.agricole.fr/> - p3.

وقد حددها البعض بتاريخ التاسع من أوت عام 2007، عندما تدخلت البنوك المركزية في كل من أمريكا وأوروبا من خلال عمليات السوق المفتوحة<sup>15</sup> بشكل كبير لإمداد سوق الإقراض بين البنوك بالسيولة اللازمة لإيقاف سلسلة التدهور الكبير الذي شهده سوق الائتمان لكنها فشلت في ذلك.

### ثانياً: السياسة النقدية خلال الأزمة المالية

تتوقف الإدارة الفعالة للسياسة النقدية على قدرتها في التأثير على تحديد حجم النشاط الاقتصادي ونطاقه، وتعتبر آلية نقل آثار السياسة النقدية العملية التي تؤثر من خلالها قرارات السياسة النقدية على النتائج الاقتصادية مثل الناتج الداخلي الخام والعمالة والتضخم. ويمكن بشكل عام تصنيف العوامل المؤثرة في هذه الآلية بحسب أسعار السوق المالية (مثل أسعار الفائدة، أسعار الصرف، العوائد، أسعار الأصول، وأسعار الأسهم) أو كميات السوق المالية (عرض النقود، إجمالي الائتمان، وعرض السندات الحكومية والأصول ذات القيمة الأجنبية). ففي حين أن هذه القنوات ليست حصرية بشكل متبادل، فقد تختلف الأهمية النسبية لكل قناة تبعاً لعوامل عدة بما في ذلك الخصائص الهيكلية ووضع النمو في الأسواق المالية والأدوات المتاحة للسياسة النقدية والموقف المالي ودرجة انفتاح الاقتصاد.<sup>16</sup>

وكما ذكرنا سابقاً فقد تضخم أثر الأوضاع الميسرة في السياسة النقدية على دورة أسعار المساكن نتيجة تيسير معايير الإقراض وإفراط المقرضين في تحمل المخاطر. وبحلول نهاية أوت 2007، ومع ظهور أولى بوادر أزمة الرهن العقاري اتخذت الولايات المتحدة عدة إجراءات وذلك لمنع انتشار الأزمة كتحصين فرص الحصول على الائتمان للمقترضين الذين سيواجهون إعادة تنظيم سعر الفائدة (مراجعة أسعار الفائدة المرتفعة)، تجميد أسعار الفائدة لمدة خمس سنوات بالنسبة لبعض قروض الرهن العقاري الثانوية بنسب متغيرة.<sup>17</sup>

وقد اتخذت البنوك المركزية الرئيسية تحركات قوية لمعالجة خسائر السيولة عن طريق توفير الوصول على نطاق واسع إلى التمويل قصير الأجل باستخدام التسهيلات القائمة، ولكن خلال هذه الفترة لم تحقق الإجراءات المتخذة إلا نجاحاً أولياً جزئياً. فمع ظهور أولى الاضطرابات المالية في أوت 2007 قامت البنوك المركزية بضخ سيولة في أسواق النقد

<sup>15</sup> ففي يوم الخميس التاسع من أوت ضخ بنك الاحتياطي الفدرالي 24 مليار دولار في النظام المصرفي الأمريكي أتبعها بضخ 14 مليار دولار يوم الجمعة 10 أوت ليصل مجموع ما ضخه إلى 38 مليار دولار، في حين قام المصرف المركزي الأوروبي بضخ 95 مليار يورو (130 مليار دولار) يوم الخميس التاسع من أوت، ثم أتبعها بضخ 61 مليار يورو (83.2 مليار دولار يوم الجمعة العاشر من أوت).

<sup>16</sup> تقرير الاستقرار المالي الأول 2009 قطر، ص 47-48.

<sup>17</sup> - ARTUS Patrick et Autres - Op, cit - p 104.

94.8 ثم 61 و48 مليار أورو من طرف البنك المركزي الأوروبي) أما بالنسبة للبنك الاحتياطي الفيدرالي فقد قام بضخ 24 ثم 35 و2 مليار دولار كما قام البنكين بتخفيض معدلات الفائدة، وقامت البنوك المركزية كذلك بضخ سيولة هامة في ديسمبر 2007 في السوق قدرت بـ 64 مليار دولار. وبعد النجاح الذي حققته هذه العملية قام البنك المركزي الأوروبي -مع عدم تغيير أسعار فائده- بضخ السيولة إضافية بدون تقييد وذلك قصد توسيع الجهود في سوق النقد (348 مليار أورو وبسعر الفائدة 4.21%)<sup>18</sup>. كما أعلنت البنوك المركزية الرئيسية مبادرة منسقة ترمي إلى ضمان السيولة الملائمة بما في ذلك توفير خطوط المبادلات من قبل مجلس الاحتياطي الفيدرالي للسماح للبنوك المركزية الأوروبية بتوسيع نطاق سيولة الدولار. وقد اتخذ مجلس الاحتياطي الفيدرالي إجراءات جديدة في مارس 2008، تمثلت في فتح نافذة خصم فعلية أمام المضاربين ذوي الجدارة الائتمانية العالية.

وعمد بنك الاحتياطي الفيدرالي إلى خفض أسعار الفائدة بشدة خلال عام 2008، متبنيا سياسة سعر فائدة مقارنة للصفر بحلول نهاية السنة. وانخرط في عملية تيسير كمي هائل لتخفيض أسعار الفائدة طويلة الأجل، وقام بشراء سندات الخزنة وكذلك الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية (MBS) لمؤسستي فاني ماي وفريدي ماك بين عامي 2009 و2010. وأقدمت المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع (FDIC) على رفع حدود التأمين على الودائع وقدمت ضمانات للديون المصرفية. وأنشأ الكونغرس الأمريكي "برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة" (TRAP Troubled Asset Relief Program) في أكتوبر 2008، وقد استخدمت الخزنة الأمريكية جزءا منه لضخ رأس المال الذي كانت البنوك هناك بحاجة ملحة إليه. وأصدرت الخزنة وبنك الاحتياطي الفيدرالي التعليمات إلى 19 مؤسسة مالية كبرى بإجراء اختبارات شاملة للقدرة على تحمل الضغوط في أوائل 2009 لتحديد ما إذا كان لديها رأسمال كاف ولتعبئة مزيد منه عند الضرورة، ويبدو أن اختبارات القدرة على تحمل الضغوط وما تلاها من تعبئة لرأس المالية قد أعاد الثقة في الجهاز المصرفي.<sup>19</sup>

وقام عدد من البنوك المركزية أيضا بإرخاء مواقف السياسات النقدية تحت تأثير الزيادة المستمرة في مخاطر النتائج دون المتوقعة المحيطة بالآفاق المستقبلية للنمو في هذه الفترة. بينما قام بنك كندا المركزي وبنك إنجلترا المركزي أيضا بتخفيض أسعار الفائدة المستخدمة كأداة للسياسة النقدية، وتنازل البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان المركزي

<sup>18</sup> - BIZIMANA Olivier - TOUYA Florence - Op, cit - p3-4.

<sup>19</sup> آلان بليدز، مارك زاندي: ثمار التنشيط، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2010، ص15.

عن إحداث زيادات جديدة في أسعار الفائدة، وفي المملكة المتحدة، وفرت السلطات أيضا ضمانا كاملا للودائع كي تساعد على استرداد ثقة المودعين.<sup>20</sup> وقد اتسمت هذه الخطوات التي اعتمدها الحكومات والبنوك المركزية الأخرى لمواجهة الأزمة المالية بالسرعة والكفاءة كما هو مبين في الجدول الموالي.

الجدول رقم1: خطط الدعم المالي من قبل البنوك المركزية الرئيسية (منذ شهر أكتوبر 2008)				
اليابان	منطقة اليورو	الولايات المتحدة	المملكة المتحدة	
استئناف شراء الأسهم التي تملكها المؤسسات المالية	زيادة رؤوس الأموال في البنوك المتعثرة	زيادة رؤوس الأموال في البنوك المستحقة المؤهلة لذلك	إدخال نظام لحماية الأصول مخصص لرأس المال	دعم رؤوس الأموال الأصول
تم إدراج السندات والأوراق المالية التي تصدرها شركات الاستثمار العقاري في الضمانات المقبولة	مخطط شراء السندات المغطاة	الأوراق شراء التجارية	تسهيلات الأصول (شراء الأوراق التجارية وسندات الشركات)	السيولة في السوق
شراء مباشر للسندات الحكومية من البنوك	ضمانات تمويل العمليات الكبيرة	تمديد ضمانات تمويل العمليات الكبيرة بواقع 6 أشهر (الإقراض مقابل الأوراق المالية بضمان الأصول)	تمديد خطة ضمان الائتمان	تمويل البنوك
	عمليات إعادة التمويل الأطول أجلا مع فترة استحقاق تبلغ 21 شهرا		تمديد التسهيلات الخاصة بنافذة الخصم	تأمين السيولة من قبل البنك المركزي

المصدر: تقرير الاستقرار المالي بنك قطر 2009.

وقد واصلت بعض البنوك المركزية في الاقتصاديات المتقدمة الكبرى شراء السندات الحكومية على النحو المعلن عنه، مشترية بذلك نسبة كبيرة من الدين الحكومي. وقد بلغت مشتريات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من السندات الحكومية 500 مليار دولار أمريكي منذ نهاية 2010 - مع مشتريات أصول من المتوقع أن يبلغ مجموعها 600 مليار دولار في إطار جولة التيسير الكمي الثانية المقرر أن تنتهي في جوان - وبذلك تصل حيازته الآن إلى 7,5% من الدين المستحق على الحكومة. ورغم أن إغلاق المحافظ الكبيرة من سندات الدين الحكومي ينشئ تحديات في بيئة لا تزال تنسم باحتياجات التمويل

<sup>20</sup> - صندوق النقد الدولي - أفاق الاقتصاد العالمي - أبريل 2008 - ص ص 4-5.

السيادي الكبيرة، فمن الوارد جدا أن تختار البنوك المركزية الاحتفاظ بجزء كبير من هذه السندات الحكومية حتى تاريخ الاستحقاق.

### ثالثا: السياسة المالية خلال الأزمة المالية

لقد استمر الجدل حول الدور الملائم لسياسة المالية العامة في تسيير الدورة الاقتصادية لسنوات عديدة. فهناك مدرسة فكرية تدعو إلى استخدام الضرائب والتحويلات والإنفاق بصورة متوازنة لمجابهة التقلبات في النشاط الاقتصادي لاسيما وأن هذه التقلبات الاقتصادية ترجع أساسا لاختلال توازن الأسواق وليس نتيجة التفاعل مع التغيرات في العوامل الأساسية كالإنتاجية. ويرى آخرون أن تدابير السياسة المالية العامة تتسم عموما بعدم الفعالية أو أنها تزيد الأمر سوءا لأنها تنفذ في الوقت غير المناسب أو أنها تنشئ تشوهات ضارة بالاقتصاد. وكانت وجهة النظر الأخيرة هي المهيمنة على الجدل الدائر طوال العقدين الماضيين، وبالتالي تركت القيادة للسياسة النقدية، لكن النقاش أقر أيضا بحاجة السياسة النقدية في بعض الأحيان للدعم الذي توفره الدفعة التنشيطية المالية، على سبيل المثال في الحالات التي يقترب سعر الفائدة الاسمي من الصفر أو لدى ظهور عقبات بشكل من الأشكال أمام قنوات انتقال آثار السياسة النقدية.<sup>21</sup>

لقد كان تحرك الولايات المتحدة سريعا من خلال أدوات السياسة المالية بعد الأزمة التي شهدتها الاقتصاد الأمريكي، فقد ارتكزت جهود المالية العامة (أي فرض الضرائب والإنفاق) إلى سلسلة من التدابير التنشيطية لإنهاء الركود وإعطاء دفعة البداية للتعافي. وأرسلت عبر البريد شيكات الخصم على ضرائب الدخل إلى الأسر المعيشية في مطلع عام 2008، وصدر القانون الأمريكي للتعافي وإعادة الاستثمار في مطلع عام 2009، وتحولت عدة تدابير تنشيطية أصغر إلى قوانين في أواخر عام 2009 وأوائل عام 2010 -مثل الحافز الضريبي لبرنامج "النقد مقابل السيارات القديمة" لتشجيع شراء السيارات، ومد فترة الخصم الضريبي على الإسكان وتوسيع نطاقه حتى منتصف عام 2010، ومنح خصم ضريبي على الوظائف الجديدة حتى نهاية عام 2010 وإطالة أجل الإعانات الطارئة لتأمين البطالة عدة مرات. إجمالا سيتم إنفاق ما يقرب من تريليون دولار، أي نحو 7 بالمائة من إجمالي الناتج المحلي على التنشيط المالي، وتضمنت التدابير الطارئة إنقاذ صناعتي الإسكان والسيارات في البلاد.<sup>22</sup> أما من جانب آخر نجد أن اقتصاديات أخرى -وهي تلك التي كانت تحظى بأكبر شريحة من الناتج العالمي- ظلت تكس التزامات حكومية في مناخ

<sup>21</sup> صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2008، واشنطن، ص: 159.

<sup>22</sup> آلان بليدز، مارك زاندي: مرجع سابق، ص: 15.

اقتصادي عالمي هش وسط درجة عالية من عدم اليقين، الأمر الذي قد يمثل مشكلات لأسباب أربعة:<sup>23</sup>

**أولاً:** إن ارتفاع مستويات الدين من شأنه أن يرفع مخاطر الملاءة المالية ويزيد تكلفة الاقتراض التي تتحملها الجهات السيادية؛

**ثانياً:** إن ارتفاع الدين العام من شأنه أن يحد من قدرة الحكومة على استخدام أدوات سياسة المالية العامة كأداة معاكسة للاتجاهات الدورية عند وقوع أزمة مثلاً؛

**ثالثاً:** إن ارتفاع أسعار الفائدة الذي أفرزته الديون المرتفعة قد يكون لها تأثير سلبي على النمو والنتاج والإنتاجية؛

**رابعاً:** إن الحاجة إلى التشديد المالي المتزامن في غياب تخفيض أسعار الصرف ومحدودية الحيز المتاح لانتهاج سياسة نقدية توسعية عبر عدد من الاقتصاديات الكبيرة- من شأنها أن تسبب مخاطر الإضرار بالطلب الكلي على المستوى العالمي.

إن ارتفاع مستويات الدين العام في أعقاب الأزمات المالية ليس بالشيء الجديد، إذ أوضحت الدراسات أن الأزمات المصرفية تكون لها تداعيات مالية كبيرة على اقتصاديات الأسواق المتقدمة والصاعدة على السواء. فعلى سبيل المثال خلصت دراسة Rogoff and Reinhart (2009) من خلال عينة من الفترات التاريخية إلى ارتفاع الدين الحكومي بنسبة 86% في المتوسط خلال السنوات الثلاثة التالية لوقوع أزمة مصرفية، وتشير دراسة Laeven and Valencia (2008) إلى أن متوسط تكلفة الأزمات المصرفية التي تتكبدها المالية العامة كان أقل قليلاً من 15% من إجمالي الناتج المحلي خلال العقود الثلاثة المنصرمة، علاوة على ذلك بلغ متوسط ارتفاع نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي نحو 40 نقطة مئوية خلال تلك الفترات.<sup>24</sup> وبالعودة إلى فترة الكساد الكبير نلاحظ أن نسب الدين بلغت ذروتها بنسبة 80% من إجمالي الناتج المحلي في عام 1932 عقب عدة نوبات من الأزمات المصرفية وأزمات العملة واقتربت نهاية الكساد الكبير من منتصف إلى أواخر الثلاثينات من القرن الماضي بانخفاض في الدين بيد أن بداية الحرب العالمية الثانية وضعت حداً لخفض نسب التمويل بالدين، ومع لجوء دول كثيرة إلى الاقتراض لتمويل نفقات الحرب ارتفعت مديونية الاقتصاديات المتقدمة إلى أعلى مستوى مسجل لها في قاعدة البيانات بنحو 150% من إجمالي الناتج المحلي في 1946.

وفي كثير من الاقتصاديات المتقدمة بلغت معدلات العجز والمديونية مستويات مرتفعة، لكن تنسم وتيرة التقشف المالي المتوقعة لعام 2012 بسرعتها المفردة بالنظر إلى

<sup>23</sup> إمانويل بالديتشي وآخرون: السيطرة على الديون مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2010، ص19

<sup>24</sup> إمانويل بالديتشي وآخرون: مرجع سابق، ص19

ضعف البيئة الاقتصادية فضلا على ذلك تعتمد كثير من البلدان بالفعل سياسات مالية أكثر تشددا بالنظر إلى مرحلة الدورة الاقتصادية، وهو ما يرجع جزئيا إلى أن الافتقار إلى تمويل إضافي بشروط معقولة يفرض على بعض اقتصاديات منطقة اليورو خاصة مما يجبرها على وضع تدابير جديدة لإحراز أهداف العجز الأساسي القائمة بدلا من السماح بعمل أدوات الضبط التلقائي، وهذا ما يبينه الجدول الموالي:

جدول (رقم 2) تدابير السياسة المالية المعتمدة أو المعلنة لبلدان مختارة  
التأثير المعلن على رصيد الحكومة العامة % من إجمالي الناتج المحلي

المجموع	النفقات	الإيرادات والمقبوضات الأخرى	البلد
التكشف المالي			
5,1	تخفيضات في الأجور وزيادات في الرسوم في المؤسسات العامة؛ وإعادة هيكلة الكيانات العامة؛ وتخفيض في فاتورة أجور القطاع العام (من خلال تخفيض العاملين بعقود قصيرة وتخفيض العمالة القائم على التناقض الطبيعي على سبيل المثال)؛ وإصلاحات القطاع الصحي (وفورات في تكاليف الدواء وغيره وزيادة حصة المساهمة في تكاليف العلاج في المستشفيات)؛ وترشيد لبرامج المستحقات بما في ذلك استخدام مقياس السعة المالية لتحديد إعانات الأسر؛ وتخفيضات في التحويلات إلى كيانات القطاع العام خارج الحكومة العامة، وفي النفقات التشغيلية والتوريدات العسكرية (2,7 من إجمالي الناتج المحلي)	تدابير متنوعة للإسراع في تحصيل المتأخرات والغرامات الضريبية، وتدابير لمكافحة تهريب الوقود وتحسين كفاءة التحصيل وتجديد تراخيص شركات الاتصالات وتمديد عقود امتياز المطارات (2,4 من إجمالي الناتج المحلي)	اليونان <sup>1</sup>
3,8	تخفيض في الرواتب الحكومية والنفقات الاستثنائية، وإعانات الرعاية الاجتماعية غير التصاعدية والإنفاق الرأسمالي (2,6% من إجمالي الناتج المحلي)	تعديلات في نطاقات ضريبة الدخل الشخصي والخصوم الممنوحة عليها؛ ودمج للرسوم الصحية ورسوم الدخل ضمن رسم اجتماعي شامل؛ وتقييد مجموعة متنوعة من الإعفاءات الضريبية على اشتراكات برامج التقاعد الخاصة؛ وتخفيض في النفقات الضريبية (1,2 من إجمالي الناتج المحلي)	أيرلندا <sup>2</sup>

5,7	تقليل جدول الأجور في القطاع العام (تخفيضات في الأجور وعدد الموظفين)؛ وتجميد معاشات التقاعد؛ وتخفيضات في التحويلات الاجتماعية وتحسين استخدام مقياس السعة المالية؛ وتخفيض في النفقات الرأسمالية والاستهلاك الوسيط؛ ووفورات في المنتجات الصحية/الصيدلانية؛ وتخفيضات في التحويلات للمؤسسات المملوكة للدولة والحكومات المحلية (3,7 من إجمالي الناتج المحلي)	زيادة في المعدل الموحد لضريبة القيمة المضافة (بواقع نقطتين مؤبنتين) ومعدلي ضريبة الدخل الشخصي وضريبة دخل الشركات؛ وتوسيع قاعدة اشتراكات للضمان الاجتماعي؛ وتطبيق ضريبة جديدة على القطاع المصرفي؛ واستحداث رسوم استخدام وتعديل الغرامات والرسوم (2 من إجمالي الناتج المحلي)	البرتغال <sup>3</sup>
4,1	تخفيضات في الأجور والتوظيف في القطاع العام وإلغاء منح الأعياد والراتب الثالث عشر، وتجميد معاشات التقاعد، وتخفيضات في المزايا الاجتماعية	زيادة في معدل ضريبة القيمة المضافة بواقع خمس نقاط مئوية وفي معدلات الرسوم المخصصة، وتوسيع قاعدة الضريبة على	رومانيا <sup>4</sup>

	غير الكفوة، وتعزيز الفحص الاجتماعي وتخفيضات في دعم التدفئة، وإصلاحات في القطاع الصحي (2 من إجمالي الناتج المحلي)	الدخل الشخصي واشتراكات الضمان الاجتماعي (2,1 من إجمالي الناتج المحلي)	
...	تخفيض الدعم المقدم لشركات إنتاج طاقة الرياح وتخفيض التحويلات وإعانة البطالة	زيادة الضريبة الخاصة على التبغ وخصخصة جزئية لشركة الناصيب الوطنية وشركة إدارة المطارات	إسبانيا <sup>5</sup>
التنشيط المالي			
1,1	زيادة الإنفاق الرأسمالي الموجه للاقتصاديات المحلية والتحويلات إلى المشروعات الصغيرة والمتوسطة وبرامج الدعم الوظيفي، وبرامج رعاية الأطفال والرعاية الصحية (1% من إجمالي الناتج المحلي)	تخفيض معدل الضرائب الفعلي على الشركات بواقع خمس نقاط مئوية ليصل إلى 35% مع مقابله بخفض في الخصوم الضريبية على الدخل والتركات، وزيادة رسوم الوقود (1,0% من إجمالي الناتج المحلي)	اليابان <sup>6</sup>
0,1	تجديد إعانات البطالة الطارئة لمدة 13 شهرا (1,0% من إجمالي الناتج المحلي)	تمديد العمل بالتخفيضات الضريبية لعامي 2001 و2003 لمدة عامين آخرين؛ وتخفيض ضريبة الأجر على الموظفين بواقع نقطتين مؤبنتين، وتمديد العمل بنظام الضريبة العقارية والإهلاك المعجل للسنة الضريبية 2009 (8,0% من إجمالي الناتج المحلي)	الولايات المتحدة <sup>7</sup>

- 1: تقدير الأثر على المالية العامة يتضمن تدابير إضافية أعلنت في إطار إستراتيجية المالية العامة متوسط الأجل ولكنها لم تستكمل بعد ولم يقرها البرلمان.
  - 2: مبادرة الوظائف ذات الأثر المحايد على المالية العامة (والممولة من خلال رسم مؤقت على معاشات التقاعد الخاصة) تخفض الشريحة الدنيا في ضريبة القيمة على بعض البنود المرتبطة بالسياحة كما تخفض معدل مساهمة رب العمل في الضمان الاجتماعي إلى النصف حتى نهاية 2013، وتنشئ فرصا جديدة لتدريب عاطلين عن العمل، وتعيد توجيه المشروعات الرأسمالية لإعادة إنشاء الطرق وصيانة المدارس وكفاءة استهلاك الطاقة المنزلية.
  - 3: على الرغم من اعتماد تدابير جديدة، لم يطرأ تغيير على الهدف الكلي للعجز (4,6% من إجمالي الناتج المحلي).
  - 4: تم تنفيذ الزيادة في معدل ضريبة القيمة المضافة وتخفيضات الأجر في منتصف 2010.
  - 5: الأثر التقليدي لهذه التدابير على رصيد المالية العامة غير مرتاح.
  - 6: نظرا لتحسين أداء الإيرادات بصورة أفضل من المتوقع، فمن المنتظر ألا يزيد إلا بنسبة 0,2% فقط من إجمالي الناتج المحلي مقارنة بتنبؤات عدد نوفمبر 2010.
  - 7: الأثر على العجز الفيدرالي في السنة المالية مقارنة بافتراضات خبراء الصندوق السابقة بشأن السياسات.
- المصدر: صندوق النقد الدولي: تقرير الرائد المالي

لكن ضبط أوضاع المالية العامة هذه المرة لا بد أن يحدث في مناخ يسوده ارتفاع الخطر العالمي وزيادة اضطراب الأسواق المالية وتراجع الطلب. إضافة إلى ذلك، فالمجال متاح أمام السياسة النقدية لكي تدعم النمو، يكون محدودا إذا عمدت البلدان إلى ضبط أوضاع المالية العامة - نتيجة لتدني أسعار الفائدة الأساسية في الكثير من الاقتصاديات المتقدمة. علاوة على ذلك، سيجد صناع السياسات صعوبة في استخدام سياسات أسعار

الصرف في دعم القدرة التنافسية نظرا لحاجة كثير من الاقتصاديات الكبرى إلى ضبط أوضاع المالية العامة في نفس الوقت.<sup>25</sup>

وثمة خلاف آخر بين واقعة تراكم الديون الجارية وما حدث من أزمات في الماضي هو السياق الحالي للتحديات المالية سابقة الوجود في مجال نظام المعاشات والرعاية الصحية. واليوم تواجه معظم الاقتصاديات المتقدمة والعديد من الاقتصاديات الناشئة ضغوطا مالية كبرى طويلة الأمد من تأثير شيخوخة السكان على تكاليف نظامي المعاشات والرعاية الصحية، فبالنسبة لمعظم بلدان مجموعة العشرين التي تتوافر عنها بيانات، من المتوقع أن يرتفع الإنفاق على المعاشات والرعاية الصحية بأكثر من 3% من الناتج المحلي الإجمالي فيما بين عامي 2005 و2050. في الواقع فإن الضغوط أشد حدة من تلك الناجمة عن الأزمة المالية: فمن حيث القيمة الحالية الصافية، يعادل عبء الأزمة أقل من 5% تأثير الشيخوخة، ومع ذلك، ونظرا إلى الطابع بطيء الحركة لمشكلة الشيخوخة بالمقارنة مع ما للأزمة المالية من تداعيات أكثر ضغطا وظهورا بكثير، هناك خطر بأن تنسى التحديات الناجمة عن شيخوخة السكان مؤقتا ويتم إرجاء حلها إلى وقت تصبح فيه أكثر تكلفة.<sup>26</sup>

### الخاتمة:

قامت عدد من البنوك المركزية بإرخاء مواقف السياسات النقدية تحت تأثير الزيادة المستمرة في مخاطر النتائج دون المتوقعة المحيطة بالأفاق المستقبلية للنمو، وقد ألقى اللوم عليها بسبب سياستها وإجراءاتها التي قادت العالم إلى هذه الأزمة، إلا أن الإجراءات التي اتبعتها لمواجهة الأزمة اتسمت بالسرعة والكفاءة، لكن ارتفاع مستويات الدين العام قيد من إجراءات السياسة النقدية.

ولعل الدرس الأبرز من الأزمة المالية ليس من أجل السياسات بقدر ما هو من أجل التحليل الاقتصادي هو أن النماذج التي استخدمت قبل الأزمة لم تنتبأ بالأزمة ولم توفر إطارا للتصدي للأزمة عندما حدثت. ورغم أن السياسة النقدية تكتسب أهمية متزايدة مقارنة بسياسات الاقتصاد الكلي الأخرى بصفتها خط الدفاع الأول ضد الصدمات الخارجية، إلا أن الاعتماد المحض على السياسة النقدية التقليدية، والتي يجب عدم التخلي عنها بالطبع، يبدو أنه قد بلغ حده الأقصى، وعلى صناعات السياسات أن يغير قبلتهم عنها ولو إلى سياسة مالية مباشرة أو إلى أساليب مبتكرة للتعامل مع النقود الائتمان.

ومن بين الدروس المستفادة من الأزمة والتي برزت بقوة كبيرة هو أن السياسة المالية توتي أكلها حينما يكون الاقتصاد ضعيفا حيث يمكن للإنفاق الحكومي أن ينشط

<sup>25</sup> إمانويل بالديتشي وآخرون: مرجع سابق، ص 19

<sup>26</sup> كارلو كونايرلي: التكفل بالتبعات المالية، مجلة التمويل والتنمية مارس 2009، ص: 30.

الاقتصاد بالفعل ولكن أي سياسة جريئة على صعيد السياسة المالية سبترتب عليها تراكم الدين العام أكبر وسيتعين تسويته على المدى الطويل، كما أن ارتفاع مستويات الدين العام في أعقاب الأزمات المالية ليس بالشيء الجديد. وثمة خلاف آخر بين واقعة تراكم الديون الجارية وما حدث من أزمات في الماضي هو السياق الحالي للتحديات المالية سابقة الوجود في مجال نظام المعاشات والرعاية الصحية. واليوم تواجه معظم الاقتصاديات المتقدمة والعديد من الاقتصاديات الناشئة ضغوطا مالية كبرى طويلة الأمد من تأثير شيخوخة السكان على تكاليف نظامي المعاشات والرعاية الصحية.

### قائمة المراجع:

- الآن بليدز، مارك زاندي: ثمار التنشيط، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2010.
- عبد المطلب عبد الحميد: الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري)، دار نشر الثقافة، الإسكندرية (مصر) 2009.
- راندل دود، بول ميلز: تفشي المرض عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2008.
- مانويل بالدينشي وآخرون: السيطرة على الديون مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2010.
- يوسف الخليفة يوسف: الأزمة المالية والاقتصاديات الخليجية: مجلة المستقبل العربي، المستقبل العربي. مج. 31، ع. 358، كانون الأول 2008.
- مصرف قطر المركزي: تقرير الاستقرار المالي الأول، إدارة الاستقرار المالي والإحصاء، 2009.
- صندوق النقد الدولي: آفاق الاقتصاد العالمي، الإسكان والدورة الاقتصادية، أبريل 2008.
- صندوق النقد الدولي: آفاق الاقتصاد العالمي، الضغط المالي والهبوط الاقتصادي والتعافي، أكتوبر 2008.
- BIZIMANA Olivier, TOUYA Florence, Déroulé de la crise, Eclairages, N°119, Février 2008, le site: <http://kiosque.eco.credit.agricole.fr/>
- KLEIN Laure, la crise des subprimes, édition revue banque, pais, 2008.
- LEFEBVRE Frédéric, emprunts immobiliers à taux variable, assemblée nationale, 2008.
- Patrick Artus et autres, la crise des subprimes, les rapports du conseil d'analyse économique, Edition La Documentation Française. Paris, 2008.

- 
- Robert J. Shiller, Irrational Exuberance, 2nd. Edition, Princeton University Press, 2005, Broadway Books 2006, also Subprime Solution, 2008, as updated by author.
  - SAPIR Jacques, Les racines sociales de la crise financière: Implications pour l'Europe, le site : <http://www.france.attac.org>. Europe, le site : <http://www.france.attac.org>.