



مجلة دراسات محاسبية و مالية _ المجلد السابع _ العدد ٢١ _ الفصل الرابع _ لسنة ٢٠١٢
(تداعيات الأزمة المالية على أداء الاستثمار الأجنبي المباشر
دراسة حالة : تونس - الجزائر))

((تداعيات الأزمة المالية على أداء الاستثمار الأجنبي المباشر))

دراسة حالة : تونس - الجزائر

أ.شوقي جبـاري

جامعة أم البواقي / الجزائر

المستخلص :

تهدف الدراسة إلى معالجة مشكلة تداعيات الأزمة المالية العالمية على أداء الاستثمار الأجنبي المباشر لكل من تونس والجزائر، ومن خلال ما يفرضه النظام العالمي المعولم فانه من المؤكد أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة لدول الدراسة ستتأثر سلبا بهذه الأزمة لكن بدرجات متفاوتة نظرا لخصوصية كل اقتصاد ودرجة ارتباطه بالاقتصاد العالمي . وقد خلصت الدراسة إلى أن الأزمة المالية العالمية غيرت خارطة توزيع الاستثمارات الأجنبية بالكامل بالأخص في الدول النامية، كما ارتفعت التدفقات الصادرة منه نتيجة لتزايد عمليات التصفية للشركات متعددة الجنسيات أو عملها على استرداد عوائدها بدلا من إعادة استثمارها في البلد المضيف أما دول الدراسة الجزائر وتونس فشأنها شأن الدول النامية فقد تأثرت بالأزمة من خلال التذبذبات الحاصلة في أسواق النفط والغاز، وانخفاض الطلب الخارجي، وكذا انخفاض تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة. الكلمات المفتاحية: الأزمة المالية، الاستثمار الأجنبي المباشر قروض الرهن العقاري.

Résumé:

L'étude vise à traiter le problème d'impact de la crise financière mondiale sur la performance de l'investissement direct étranger en Tunisie et en Algérie, à travers les diktats du système mondial globalisé, il est certain que les investissements directs étrangers des pays étudiés seront touchés négativement par la crise, mais de variable degré en raison de la spécificité de chaque économie et son degré d'association avec l'économie mondiale.

L'étude a conclu que la crise financière mondiale a changé la carte de la répartition des investissements étrangers tout particulièrement dans les pays en développement, les sorties ont aussi augmentés de lui à la suite de liquidations accrues pour les entreprises multinationales ou les travaux de récupérer leurs revenus plutôt que réinvestis dans le pays d'accueil, tandis que les pays étudiés l'Algérie et la Tunisie comme les pays en développement ont été touchés par la crise à travers des oscillations qui se



produisent dans les marchés du pétrole et du gaz, et la décroissance de la demande externe, ainsi que la diminution des investissements directs étrangers.

Mots clés: La crise financière, investissement directs étranger, Les prêts hypothécaires.

المقدمة :

تشير جميع الشواهد والبراهين أن العالم يعيش لحد الآن على وقع أزمة مالية عالمية بدأت شراراتها في عقر دار الملهم والمترعب على عرش الرأسمالية الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام ٢٠٠٧م، لتندلع في سبتمبر ٢٠٠٨م في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى؛ من بنوك وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق استثمار، وشملت تداعياتها أسواق المال والبورصات العالمية في صورة انخفاضات حادة متوالية للمؤشرات بها، وامتدت تأثيراتها إلى جميع أنحاء العالم وإلى جوانب الاقتصاد في صورة ركود بدأ يُخيم على حركة الأسواق، وانخفاضات في معدل النمو. وقد توقع الخبراء والباحثون أن تشتد آثار هذه الأزمة على اقتصاديات جميع دول العالم، حيث تحولت الأزمة في فترة قصيرة إلى أزمة اقتصادية لدرجة أن عراب الأزمة المالية صندوق النقد الدولي أكد على تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي ومروره بفترة من الركود، رغم أن الجهود والأموال التي تم حقنها لم تحقق المرجو منها، فلا تزال آثار الهلع والخوف منتشرة فالاستقرار المشهود هُش حتى هذه الأيام. ولم تنته فصول الأزمة بعد، فلا بد أن يلعب نظام العولمة دوره في نقل آثارها السلبية إلى الدول النامية لتتكبد هي الأخرى شيء من الخسائر التي منيت بها الدول المتقدمة، وعليه لن تبقى الدول النامية في حصنها المنيع ضد الأزمة فآليات انتقالها ستكون غير مباشرة بالأخص الدول التي لا تمتلك استثمارات بأسواق المال العالمية، مما يجعل الأثر عليها يظهر كنتاج لما خلفته من انهيار في أسعار النفط وأسواق العملات والانخفاض في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، هذا الأخير الذي منذ التسعينات من القرن الماضي أحدث انقلاباً على جميع الأصعدة في نماذج التنمية، لاسيما بعد نجاح كثير من الاقتصاديات الصاعدة (دول جنوب شرق آسيا) في استمالاته والاستفادة منه في نقل التكنولوجيا وتطوير وتأهيل اليد العاملة وفقاً لمتطلبات العصر الحديث، والرفع من معدلات النمو الاقتصادي بدرجات غير مسبوقه. وتأسيساً على ما سبق، لم يتوقف سعي الجزائر وتونس الحثيث لجذب واستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر، من خلال جملة من الإجراءات إن اختلفت في جزئياتها لكن غايتها واحدة، ورغم هذه الجهود المبذولة إلا أن الأزمة شكلت نكسة لتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث أجبر الركود



الذي يعيشه العالم بأسره الكثير من الشركات الأجنبية على الترقب والحذر والابتعاد عن المخاطرة، بل قام بعضها بتصفية أعماله في كثير من أقطار الدول النامية لتوفير السيولة والاستقرار. بناء على ما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية على النحو التالي:
إلى أي مدى أثرت الأزمة المالية العالمية على أداء الاستثمار الأجنبي المباشر في كل من الجزائر وتونس؟

و يتفرع عن هذا التساؤل المركزي الأسئلة الفرعية التالية :
ما المقصود بالأزمات المالية بصفة عامة وما أسبابها ؟
ما هي الأسباب الحقيقية الكامنة وراء اندلاع الأزمة المالية ؟
ما هي تداعيات الأزمة المالية العالمية على كل من الاقتصاد الجزائري والتونسي؟
كيف تأثرت تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول المتقدمة من جراء الأزمة المالية ؟

ما السبل الكفيلة لاستمالة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر وتونس خلال المرحلة القادمة خاصة بعد تزايد إمكانيات تعافي الاقتصاد العالمي؟
من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية، فقد تم صياغة وبلورة الفرضية التالية :
نظرا لطبيعة الدراسة فان المتغير المستقل يتمثل في الأزمة المالية العالمية ،أما المتغير التابع فيتمثل في الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة والصادرة لكل من تونس والجزائر، وحسب ما يفرضه نظام العولمة فان الأزمة ستؤثر سلبا على أداء الاستثمارات الأجنبية المباشرة داخل دول الدراسة .

وتماشيا مع مقنضيات المعالجة الرصينة والمتأنية للموضوع المطروق، فقد تم تقسيم هذا البحث على النحو التالي:

- الأزمات المالية؛
- الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ جذورها أسبابها؛
- تداعيات الأزمة المالية على الاستثمارات الأجنبية المباشرة لكل من تونس و الجزائر.



((المحور الأول : الأزمات المالية))

سيركز هذا الجزء على تعريف الأزمات المالية، وأنواعها، وأهم أسبابها الكامنة وراء وقوعها بهدف الإحاطة ببعض الجزئيات النظرية للموضوع، وبالتالي إرساء اللبنة الأساسية للبحث.

١- **تعريف الأزمات المالية:** يقصد بالأزمة المالية "حدوث انخفاض حاد في أسعار الأصول المالية ناتج عن عدم وجود تفاعل وانسجام بين السياستين المالية والنقدية وسياسات الاستثمار الأمر الذي ينجر عنه حدوث فوضى اقتصادية ويتسبب في إفلاس العديد من البنوك و شركات التأمين والوساطة ويتولد عن ذلك انخفاض معدلات النمو الاقتصادي"^١، وعرفت أيضا بأنها : "الانهيار المتزامن لمجموعة من المؤسسات المالية المترابطة، بسبب محاولة المستثمرين، المضاربين، المقرضين والمودعين تصفية أصولهم . هذه التصفية تحدث بسبب تغير توقعاتهم من متفائلة إلى متشائمة، كما أن الحوادث الخارجية كالحرب مثلا يمكن أن تهدد استقرار الأسواق وتؤدي إلى حدوث أزمة . وتحدث هذه الأزمة في اقتصاد واحد أو عدة اقتصاديات مترابطة فيما بينها، كما حدث سنة ١٩٢٩م"^٢

وتأسيسا على ما سبق يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها انهيار مفا جئ وحاد في أسعار الأسهم والسندات - انهيار السوق المالي- أو في عملة الدولة يؤدي إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية ويؤثر سلبا على معدلات النمو الاقتصادي.

٢- **أنواع الأزمات المالية :** يميز المختصون بين الأنواع التالية من الأزمات:^٣

٢-١- **أزمات العملة :** وتسمى بلزمة سعر الصرف، أو أزمة ميزان المدفوعات، وتحدث الأزمة في النقد الأجنبي، أو العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، أو ترغم البنك المركزي (السلطات النقدية) على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة^٤، ويكون التدهور الذي يفوق الحدود المعقولة التي في الغالب تقدر بنسبة ٢٥% مشكلا لهذا النوع من الأزمات.

٢-٢- **الأزمات المصرفية :** وهي نوع من الأزمات يتعرض فيها بنك أو عدد من البنوك إلى تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعه مع عدم القدرة على مواجهة طلبات السحب ويكون هذا التدافع نتيجة للديون أو الخصوم قصيرة الأجل في البنوك تفوق الأصول في نفس الآجال ، أو عدم وجود مصدر سيولة لمواجهة الأزمات قصيرة الأجل أو عدم وجود مقرض نهائي .. الخ، المهم أن هذه الأزمة تحدث عندما يتوافر حجم كبي من الأصول غير الكفوة.



وتميل الأزمات المالية : الاستمرار وقتنا أطول من أزمات العملة ولها آثار أشد على النشاط الاقتصادي، وقد كانت هذه الأزمات نادرة في الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي بسبب القيود على رأس المال والتحويل، ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً منذ السبعينيات وتحدث بالتراكم مع أزمات العملة^٧. عادت ما تتصف الأزمات المصرفية بالذعر المالي ، ذلك لأنها قد تصيب المنظومة المصرفية برمتها بشكل يؤدي إلى زرع ذعر بين أوساط المودعين، الذين يعملون في هذه الحالة على سحب ودائعهم سالكين في ذلك سلوك القطيع، لدرجة أن التجربة بينت للعيان أن آثار هذا السلوك لا يفرق بين البنوك السليمة التي تتمتع بأوضاع مالية جيدة أو الرديئة، حيث يلاحظ غلق أبواب المصارف أملاً في استقرار الأوضاع واسترجاع الثقة المهترئة^٨.

٢-٣- أزمة المديونية: تحدث هذه الأزمة عند توقف المقترضين عن السداد، أو يتم توقع ذلك من المقترضين فيمتنعون عن الإقراض، وتتم تصفية القروض القائمة، كما أن المخاطر المتوقعة بتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي لهبوط حاد في تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل ثم إلى أزمة في الصرف الأجنبي.

٢-٤- أزمات الأسواق المالية : تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" "bubble". حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر . وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو تحقيق الربح الناتج عن ارتفاع سعره، وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل . في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى، وبالتالي فان عدوى انتقال الأزمة المالية في الأسواق الحالية تتم من خلال قناة الأسعار، أي تغير أسعار الأصول المالية ، وهذه العدوى تعرف كذلك بـ " Effet domino " أو كرة الثلج " Effet boule de neige " بحيث تنتقل من متعامل أو مؤسسة مالية إلى أخرى إلى أن تصبح الأزمة أزمة نظامية " crise systémique " تمس النظام المالي برمته، بل أكثر من ذلك فهي تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل انفتاح الأسواق وعولمتها وتأخذ الأزمة في هذه الحالة بعداً عالمياً . وخطورة الأزمة النظامية تكمن في صعوبة معالجتها بالطرق التقليدية المعروفة لكونها تحمل خطراً كلياً ، غير قابل للتحويل أو التنويع^{٧٧}. أي عدم جدوى استعمال إستراتيجية تنويع الاستثمارات كأسلوب لامتنصص الأخطار المالية ، كما لا مجال لاستعمال المشتقات كإستراتيجية لتحويل الإخطار . ومن خصائص الأزمة



النظامية ظهور خطر السيولة، أو أزمة السيولة^{viii}، و ما ينجر عنها من آثار سلبية على نشاط الأسواق المالية بشكل عام، وتتجلى مظاهر هذه الأزمة فيما يلي :

تضاؤل عدد المتدخلين في السوق المالي أي فقدانه للعمق نتيجة انعدام الثقة.
انخفاض كبير في قيمة الأصول المالية لارتباطها بمخاطر عالية بالنسبة لحائزها.
فقدان الأصول المالية لخاصية الشفافية (عدم وضوح الرؤية) ومن ثم يصبح السعر لا يعبر عن حقيقة قيمة الأصل المالي.

وتزداد خطورة الأزمة المالية بخروجها من إطار الدائرة المالية (الأسواق المالية) لتلقي بظلالها على الدائرة الحقيقية أي الاقتصاد الحقيقي برمتها، معلنة التحول إلى أزمة اقتصادية أي إلى الكساد، وهو السيناريو الذي حصل فعلا في الأزمة المالية لسنة ٢٠٠٨ .

٢-٥- الأزمات المالية المزدوجة: تميزت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية بتولد شكل جديد من الأزمات المالية هي الأزمات المزدوجة، وهي عبارة عن تركيبة من الأزمات المصرفية وأزمات الصرف، وتظهر هذه الأزمات من خلال المضاربة الحادة ضد العملة الوطنية وموجة من الإفلاس والضعف في البنوك، تجتمع مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف (وبالتالي نظام الصرف)، وكذلك الشك بخصوص سيولة وملاءة الوسطاء الماليين، والتي لها تأثير متبادل ورجعي الواحدة على الأخرى.^{ix}

٣- أسباب حدوث الأزمات المالية

عادة ما تحدث الأزمات المالية نتيجة لمجموعة من الأسباب، منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي، وتتمثل الأسباب الداخلية في:^x

أخطاء في السياسة الاقتصادية الكلية.
تشريعات مالية ورقابة غير مناسبة.
تدخل الحكومة في السوق المالية بصورة غير مناسبة.
أما الأسباب الخارجية، فتتمثل في:

تحريك معدلات الفائدة الدولية.
الاستجابات الحمائية خلال الأزمة المالية تزيد الضغط على الأنظمة المالية.
انتقال فقدان الثقة إلى الجمهور، من خلال سلوك المستثمرين الدوليين.
انتقال عدوى الأزمة إلى الاقتصاديات الأخرى.



((المحور الثاني: الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ جذورها أسبابها))

سيختص هذا الجزء بدراسة الأزمة المالية العالمية من خلال التعرف على جذور الأزمة، وتشريح الأسباب الحقيقية الكامنة وراء ظهور .

١- **جذورها ونشأتها** : يرجع الباحثين الاقتصاديين جذور الأزمة المالية ٢٠٠٨ إلى سنة ٢٠٠٠ أين وقعت زيادة كبيرة في حجم القروض العقارية الممنوحة بإجراءات بسيطة وبرهونات ميسرة ومن غير ضمانات كافية، الأمر الذي دفع على تهافت شديد على الاقتراض من اجل شراء العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، أدى ذلك إلى حدوث سنة ٢٠٠٦ ما يعرف بأزمة القروض العالية المخاطر، وعرفت أيضا هذه الفترة حدوث أزمة فقاعات شركة الانترنت حيث حدث ارتفاع كبير في أسعار أسهم هذه الشركات لتنفجر تلك الفقاعة، ويمكن بلورت أهم جذور الأزمة من خلال النقاط التالية^{xi}:

- انخفاض نسبة الفائدة على القروض الخاصة بالعقارات خلال ٢٠٠٠ / ٢٠٠٦ إلى ١.٥% ومن دون ضمانات كافية.

- قامت بعض البنوك بتحويل قيم القروض الممنوحة إلى سندات متداولة في السوق المالي الأمريكي، كما قام البعض الآخر ببيع الديون على شكل مستندات للمستثمرين.

- من اجل زيادة الأرباح بوتيرة سر يعة قام المستثمرين برهن المستندات الحاصلين عليها مقابل الحصول على ديون جديدة يستعملونها في شراء المستندات.

- في بداية ٢٠٠٧ أصبحت قيمة العقارات أقل من قيمة السندات المتداولة.

- فشل الملايين من المقترضين من تسديد ديونهم الأمر الذي تسبب في إفلاس العديد من البنوك، وتم سحب عدد هائل من المستثمرين لأموالهم من البنوك فتسبب في مشكلة السيولة لدى البنوك الذين حاولوا بيع القارات لكن ولا مشترى فانهارت البنوك والمؤسسات المالية.

فأزمة ٢٠٠٨ حقيقتها هي أزمة الرهن العقاري الذي كان المتسبب الرئيسي لها نتيجة لتقديم قروض العقارات بدون ضمانات مقدمة وبأسعار فائدة منخفضة جدا وظهرت ملامحها بوضوح مع بداية ٢٠٠٧ لتظهر للعيان سنة ٢٠٠٨ وخاصة مع توقف المقرضين عن الدفع وزيادة عدد المنازل المعرضة للبيع، وبرز ظاهرة استيلاء المقرضين على المنازل وسحب المستثمرين أموالهم فانخفضت أسهم شركات الاستثمار العقاري أدى ذلك إلى حدوث أزمة في السوق المالي الأمريكي لتنتقل العدوى القارة الأوروبية والآسيوية نتيجة ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية الأوروبية والآسيوية بالسوق الأمريكي^{xii}.



٢- أسبابها: إن أزمة الرهن العقاري والتي تحولت فيما بعد إلى أزمة مالية مست القطاع المصرفي الأمريكي وانتشرت العدوى إلى الدول الأخرى ذات العلاقة بالاقتصاد الأمريكي لم تكن وليدة صدفة وإنما هنالك مسببات دفعت إلى نشوؤها وانتشارها، وقسم الباحثين في هذا المجال هذه المسببات إلى مسببات مالية ومسببات اقتصادية.

٢-١- الأسباب المالية للأزمة: تتمثل الأسباب المالية التي أدت إلى حدوث الأزمة فيما حصل من أزمة في الرهن العقاري نتيجة لتقديم القروض بدون ضمانات مقبولة وبسعر فائدة مخفض ويمكن عرض هذه الأسباب المالية من خلال النقاط التالية:^{xiii}

- بعد سنة ٢٠٠٠ شهدت أسعار العقارات الأمريكية ارتفاعا كبيرا، دفع البنوك التجارية الأمريكية إلى تمويل هذا القطاع بقوة وبدون تردد وفي ظل تشجيع الإدارة الأمريكية لتمويل هذا القطاع قامت البنوك بتقديم قروض بأسعار فائدة مخفضة ولأشخاص لا تتوفر فيهم القدرة على تسديد الديون - عدم وجود الضمانات اللازمة.-

- قيام البنوك الأمريكية بتوريق معظم القروض نظرا لحصولها على تقيط جيد (AAA) للجدارة الائتمانية للأصول المالية من قبل وكالات التقيط الأمر الذي أدى إلى ارتفاع الطلب على العقارات.

- إن ارتفاع الطلب على العقارات أدى إلى بروز فقاعة مضاربة حول هذا القطاع دفعت البنوك إلى تقديم المزيد من القروض على اعتبار إن القيم المرتفعة تزيد من حجم الضمان وتقلل من المخاطر.

- انتقال فقاعة المضاربة لتشمل الأصول المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية وزيادة الطلب عليها وتمثل هذه الأصول في حقيقتها منتجات مهيكلة.

- الانخفاض الذي عرفته أسعار العقارات في السوق الأمريكي فيما بعد الارتفاع الكبير لها دفع بالعائلات الأمريكية إلى التوقف عن دفع ديونهم للبنوك وأدى ذلك إلى انهيار مؤسسات التوريق وضمان القروض وانتقلت العدوى إلى البنوك والصناديق الاستثمارية التي اقتنت الأوراق المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية.

٢-٢- الأسباب الاقتصادية للأزمة: تعتبر الأسباب المالية من ابرز أسباب الأزمة ٢٠٠٨، لكن هذه الأسباب ليست بوحيدة إنما هناك أسباب اقتصادية مهدت الطريق أمام ظهور المسببات المالية ونذكر منا ما يلي:^{xiv}

- تسجيل الميزان التجاري الأمريكي لعجز سنة تلوى الأخرى خلال الفترة التي سبقت الأزمة وصل هذا العجز سنة ٢٠٠٦م إلى ٧٥٨ مليار دولار.



- عجز الميزانية، الذي وصل سنة ٢٠٠٨م إلى ٤١٠ مليار دولار ما يمثل ٢.٩% من الناتج المحلي الإجمالي وتخصيص نفقات عالية جدا للإنفاق على القطاع العسكري.
- الارتفاع الشديد في حجم الديون الحكومية الأمريكية من ٤.٣ تريليون دولار في عام ١٩٩٠م إلى ٨.٤ تريليون دولار في عام ٢٠٠٣م و إلى ٨.٩ تريليون دولار في عام ٢٠٠٧م.
- التضخم الذي عرفه الاقتصاد الأمريكي حيث بلغ ٤% وبطالة بلغت ٥%.

((المحور الثالث: تداعيات الأزمة المالية على الاستثمارات الأجنبية المباشرة لكل من تونس والجزائر))

من خلال هذه النقطة سيتم تركيز على تأثير الأزمة العالمية على الاقتصاد التونسي والجزائري بشكل عام، ثم سنعمل على تقييم أداء الاستثمارات الأجنبية المباشرة في دول الدراسة قبل وبعد الأزمة.

١- آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد التونسي : لقد أدت الأزمة المالية العالمية إلى انخفاض غير مسبق في معدلات النمو الاقتصادي في كافة أنحاء العالم ، لاسيما الدول الصناعية بالدرجة الأولى الأكبر ، مما انجر على ذلك تدني مستويات التبادل الدولي وانحصار حركة التجارة الدولية ، بما أن الاقتصاد التونسي يركز بشكل رئيسي على ثلاثة قطاعات رئيسية (قطاع الزراعة، السياحة، وبعض الصناعات الخفيفة)، فان انخفاض الطلب على المنتجات الزراعية التي تشكل نسبة ٦٥% من الصادرات التونسية، ونقص حركة السياحة العالمية خاصة تلك الوافدة من أوروبا والتي تمثل القسم الأكبر من السياحة الوافدة إلى تونس، هذه العوامل من شأنها التأثير بشدة على إيرادات الدولة واحتياطياتها من النقد الأجنبي، مما سيؤدي دون أدنى شك إلى إعاقة مشاريع التنمية سواء القائمة أو المبرمجة، كنتيجة منطقية لنقص التمويل الكافي و التأخر في انجاز برامج التنمية المخططة، مما سيكون له بالغ الأثر على الوضعية الاقتصادية بدءا بارتفاع معدلات البطالة التي تتعدى نسبة ١٧.٧٨% وزيادة العجز في الميزان التجاري، ناهيك على تأزم الأوضاع وتضرر الأفراد محدودي الدخل وتزايد نسب الفقر.^{xv}

كما أكد التقرير الصادر عن البنك المركزي التونسي لسنة ٢٠٠٩ ، على توفيق الاقتصاد التونسي إلى تحقيق نتائج ايجابية على مستوى مواصلة النمو والتحكم في التوازنات المالية رغم تقلص الطلب الخارجي بشكل ملفت للنظر لدى أهم الدول الشريكة و خاصة منها بلدان الاتحاد الأوربي مما أدى إلى تراجع النشاط لبعض القطاعات الموجهة للتصدير كما لصناعات المعملية والسياحة والنقل الجوي والبحري، وكذلك الاستثمارات الأجنبية.



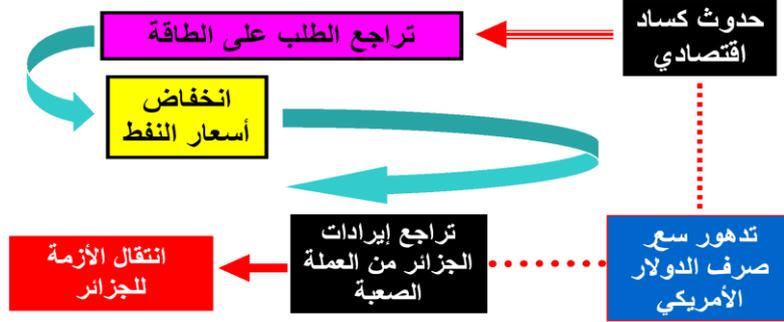
على العموم فقد بلغ معدل نمو الاقتصاد ٣.١٠ % خلال سنة ٢٠٠٩ بفضل الحصيلة الايجابية للموسم الفلاحي وتماسك الطلب الداخلي لاسيما الاستهلاك الخاص والاستثمارات العمومية، أما مساهمة الطلب الخارجي فقد كانت سالبة، نتيجة تراجع الصادرات والواردات من السلع والخدمات ب ٦.٩ % و ٨.٢ % ، على التوالي مقارنة بسنة ٢٠٠٨. وفيما يتعلق بالبطالة فقد ارتفعت نسبتها لتبلغ ١٣.٣ % مقابل ١٢.٤ % في سنة ٢٠٠٨، كنتيجة لتقلص الطلب الخارجي، حيث سجل تراجع مستويات التشغيل إلى ٥٧ ألف مواطن تحصل على شغل جديد في سنة ٢٠٠٩، مقابل ٧٠ ألف خلال السنة السابقة، ولولا التحرك السريع والإجراءات المنتهجة لدفع الاقتصاد وتنشيطه منذ نهاية سنة ٢٠٠٨ لكانت نسبة البطالة ترتفع بنسق متسارع. وفي مجال الأسعار ، شهدت سنة ٢٠٠٩ تراجع نسبة التضخم، حيث وصلت لنسبة ٣.٧ % مقابل ٥ % في العام السابق، نتيجة لتوخي سياسة نقدية ملائمة وتباطؤ زيادة أسعار المواد الغذائية والطاقة، بالعلاقة مع هبوط الأسعار العالمية، فضلا عن مواصلة تدعيم أسعار مواد الاستهلاك الأساسية والمنتجات النفطية. وفيما يتعلق بالمالية العمومية، تأثرت المقايض بسبب تباطؤ النمو الاقتصادي وتقلص الوردات ، بالمقابل تزايد نفقات ميزانية الدولة خاصة في تدعيم الاستثمارات في مجالي البنية الأساسية والتجهيزات الجماعية، وكذلك في مجال مساندة الاستثمارات الخاصة لدفع النشاط الاقتصادي، وبلغ بالتالي عجز الميزانية نسبة ٣ % من إجمالي الناتج المحلي في سنة ٢٠٠٩ مقابل ١ % سنة ٢٠٠٨.^{xvi}

٢- آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري:

إن تأثر الاقتصاد الجزائري بالأزمة المالية العالمية مرتبط أساسا بحالة الكساد التي ستهيمن على الاقتصاد العالمي، وعلى اعتبار أن الصادرات النفطية تمثل نسبة كبيرة من الناتج المحلي (٩٨.٠١ % من إجمالي قيمة الصادرات لسنة ٢٠٠٧)، إذ يشكل قطاع المحروقات المصدر الرئيسي للدخل الوطني، فإن انخفاض أسعار البترول من ١٤٧ دولارا للبرميل في شهر فيفري ٢٠٠٨ إلى ٣٣.٨٧ دولارا للبرميل في شهر ديسمبر من نفس السنة، أي بانخفاض نسبته ٣٣٤ %، مما لا شك فيه أن هذا الانخفاض الحاد سيؤثر على وضع الموازنات العامة القادمة، وعلى معدلات النمو الاقتصادي، فضلا عن تدني إيرادات الدولة من العملة الأجنبية والتي يعتمد عليها اعتمادا كليا في تمويل مشاريع البنية التحتية وبرامج التنمية المختلفة، ويمكن توضيح هذه الآثار في الشكل (١).



الشكل رقم (١): آليات انتقال آثار الأزمة للاقتصاد الجزائري



المصدر : عبد المجيد قدي وجميلة الجوزي، الأزمة المالية الراهنة وتداعيتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة - حالة الجزائر - ، الملثقي الدولي الرابع : الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، جامعة دالي إبراهيم الجزائر، ٨-٩ ديسمبر ٢٠٠٩، ص ٩٧.

كما أن استمرار الأزمة المالية العالمي ة لفترة طويلة نسبيا، سيكون له انعكاسات مباشرة على الاقتصاد الجزائري، يمكن تلخيصها في النقاط الرئيسية التالية^{xvii}:

* إن الزيادة المطردة في عجز الموازن ة العامة للولايات المتحدة الأمريكية، سيؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم، ومادامت ٩٨% من صادرات الجزائر يتم فوترتها بالدولار، بينما ٥٠% من الواردات تقيم باليورو، فإن النتيجة ستكون تراجعا حادا في مداخيل الاقتصاد الوطني من العملة الصعبة.

* إن توظيف ٤٣ مليار دولار من احتياطياتنا الأجنبية في سندات الخزينة الأمريكية بمعدل فائدة لا يتعدى ٢%، في ظل التدهور المستمر لسعر صرف الدولار وارتفاع نسبة التضخم في الاقتصاد الأمريكي، سيؤدي إلى خسارة ما يقارب ثلث احتياطياتنا من الصرف الأجنبي.

* إن احتياطيات الصرف من غير الدولار الموظفة في بنوك الدرجة الأولى المصنفة (AAA)، وباعتراف وزير المالية أمام نواب البرلمان سنة ٢٠٠٧، الذي أكد في تصريحه أن جزءا من احتياطيات الصرف تم توظيفه لدى هذه البنوك، دون تحديد دقيق للمبالغ المودعة في الحسابات الخاصة بتلك المؤسسات المالية، تستوجب مزيدا من الشفافية حول مصير تلك الأموال التي تم توظيفها خارج سندات الخزينة الأمريكية، وتتطلب توضيحا للرأي العام حول مدى تأثير تلك البنوك المصنفة (AAA) بالأزمة المالية العالمية.



* إن دخول الاقتصاد العالمي في كساد سيؤدي حتما إلى تراجع الطلب العالمي على الطاقة والمحروقات بشكل حاد، خاصة وأن الاقتصاديات الآسيوية مرتبطة بشكل كامل مع الاقتصاد الأمريكي الذي دخل مرحلة ركود تمتد من سنتين إلى ثلاث سنوات طبقا لتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، وعليه فإن أسعار البترول ستتأثر بشكل كبير وتتهار على إثرها أسعار الغاز الطبيعي، الذي لا يتجاوز سعره الحالي ٥٠ % بالمقارنة مع أسعار البترول، وفي هذه الحالة ستتراجع مداخيل الجزائر إلى مستويات خطيرة.

* إن تحول الأزمة المالية العالمية إلى أزمة اقتصادية (أزمة كساد)، سيؤدي حتما إلى تراجع حاد في وتيرة الاستثمارات الأجنبية بسبب الممارسات الحمائية.

* ستشهد الجزائر ارتفاعا فاحشا في فاتورة وارداتها السنوية التي قاربت ٤٠ مليار دولار نهاية سنة ٢٠٠٨، وهذا نتيجة للاتجاه التضخمي على الصعيد العالمي والناجم أساسا عن ضخ كميات كبيرة من السيولة النقدية في البنوك والأسواق المالية، والتي لا يقابلها إنتاج حقيقي.

من خلال ما سبق تجدر الإشارة أن درجة تأثر كل من الاقتصاد الجزائري والتونسي

متفاوتة نظرا لخصوصية كل اقتصاد ودرجة ارتباطه بالاقتصاد العالمي .

٣- تداعيات الأزمة المالية على الاستثمار الأجنبي المباشر في تونس و الجزائر:

٣-١- تطور الاستثمار الأجنبي المباشر في تونس والجزائر قبيل الأزمة: من المهم في هذا المقام معرفة أداء الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادرة والواردة قبل نشأة الأزمة ، قصد تكوين فكرة واضحة عن أداء هذه الاستثمارات، وعلى العموم يمكن تبيان ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم: (١) تطور الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر تونس خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٧

الوحدة : مليون دولار

البلد	البيان	٢٠٠٥		٢٠٠٦		٢٠٠٧	
		القيمة	نسبة النمو %	القيمة	نسبة النمو %	القيمة	نسبة النمو %
الجزائر	الصادر	٥٧	35	٣٩ -	٢٩٥	729	
	الوارد	1081	1795	66	1665	-7	
تونس	الصادر	١٣	٣٣	١٥٤	٢٠	-٣٩	
	الوارد	٧٨٢	٣٣١٢	٣٢٤	١٦١٨	-٥١	

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية ٢٠٠٩، ص ٦٨، ص ٧١.



نلاحظ من الجدول أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر من الجزائر قد ارتفع خلال سنة ٢٠٠٧ وذلك راجع للارتفاع المستمر في أسعار النفط التي وصلت ذروتها في أواخر سنة ٢٠٠٧ والنصف الأول من سنة ٢٠٠٨.

أما بالنسبة لتونس فانخفاض تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال سنة ٢٠٠٧ ، كنتيجة لانخفاض مداخيل بعض القطاعات الحساسة.

ويعزي تقرير الاستثمار العالمي الصادر عن الأمم المتحدة ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر وتونس والعديد من الدول العربية سنة ٢٠٠٦ ، إلى تضافر عدة عوامل يأتي على رأسها إضفاء المزيد من المرونة على الأطر التشريعية الخاصة بالاستثمار الأجنبي المباشر في مجال الخدمات المالية، العقارية، والاتصالات، إضافة إلى أن خصخصة تلك الخدمات مثلت عامل جذب لحصص أكبر من الاستثمارات من خلال الشركات عبر القارات، ففي الجزائر تم الانتهاء من خصخصة بنك القرض الشعبي الجزائري ، كما كان لغزو بنك HSBC البريطاني ودويتشه بنك الألماني السوق الجزائرية المحلي للخدمات المالية، واستحواد مجموعة Linde الألمانية على حصة في رأس مال شركة إنتاج الغاز الجزائرية المملوكة للحكومة.

كما يظهر من خلال الجدول سنة ٢٠٠٧ تراجع اعتماد الجزائر وتونس على الاستثمار الأجنبي المباشر بسبب الاعتماد على المدخرات المحلية لتمويل الخطط الاستثمارية المحلية، وذلك راجع إلى ارتفاع أسعار النفط العالمية في تلك الفترة مما شجع الجزائر على الإنفاق من الإيرادات النفطية المتراكمة على المشاريع الضخمة في قطاع البنية التحتية^{xviii}.

٣-٢- تداعيات الأزمة على أداء الاستثمار الأجنبي المباشر: إن التراجع في معدل نمو الاقتصاد العالمي خلال العام ٢٠٠٨. والذي استمر خلال ٢٠٠٩ بدرجة لم يعرفها العالم منذ ثلاثينيات القرن العشرين، سوف يؤثر سلبا على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وذلك لأن نمو الاقتصاد العالمي يعد أهم العوامل المؤثرة على توليد وانتعاش التدفقات العالمية للاستثمار الأجنبي المباشر، ومن ثم تباطؤ هذا النمو نتيجة الأزمة المالية الراهنة من شأنه أن يجعل أسواق الدول المتقدمة أقل قدرة على اجتذاب استثمارات مباشرة جديدة أو تصديرها إلى باقي دول العالم مما يقلص الإجمالي العالمي من تدفقات الاستثمار المباشر خاصة وأن اقتصاديات الدول المتقدمة تهيمن على حصة الأسد من إجمالي التدفقات سواء الواردة أو الصادرة عالميا.^{xix}

وأشار تقرير الاستثمار العالمي لعام ٢٠٠٩ الصادر عن الأنتكاد ، تراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة بنسبة ١٤.٢ % سنة ٢٠٠٨ لتصل إلى ١.٧ تريليون دولار مقارنة بتريليوني دولار عام ٢٠٠٧،



وشهدت حصة الدول النامية والاقتصاديات الانتقالية ارتفاعا شديدا لتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، أين وصلت إلى ٤٣ % من إجمالي التدفقات العالمية لعام ٢٠٠٨ بقيمة بلغت ٧٣٥ مليار دولار، كما ارتفعت التدفقات الصادرة من الدول النامية لنفس السنة لتصل إلى ٢٩٣ مليار دولار، أما الدول المتقدمة فقد سجلت معدل نمو سالب بلغ ١٦.٧ % في الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادرة. ورغم أن الأزمة المالية الاقتصادية بدأت في الولايات المتحدة والدول المتقدمة، فقد حافظت الولايات المتحدة الأمريكية على تصدرها قائمة أكبر الدول المضيفة للاستثمار الأجنبي المباشر عالميا، تليها فرنسا ثم الصين فالمملكة المتحدة وروسيا . ولقد قلص الانكماش الحاد في حجم الائتمان المصرفي عالميا والناجم أيضا عن الأزمة المالية الحالية من قدرة الشركات على الاستثمار في الخارج أو تمويل عمليات الاندماج والتملك عبر الحدود الدولية (التي تمثل أهم أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر وخاصة الشركات متعددة الجنسيات) . حيث تراجعت قيمة الصفقات الدولية للاندماج والتملك خلال الربع الأول عام ٢٠٠٩ بنسبة ٧٩ % مقارنة بالفترة المناظرة من العام ٢٠٠٨.^{xx} ولقد كشفت دراسة أعدها مركز الاستثمار والشراكة في البحر الأبيض المتوسط أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر تراجعت بحوالي ٨٠ % خلال السداسي الأول من السنة الجارية، حيث أكدت الإحصائيات أن جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة قد تراجع بشكل ملفت وعرف تقلصا كبيرا خاصة مع بداية سنة ٢٠١٠ هذا ما أكدته الأرقام التي هي بحوزة مركز الاستثمار والشراكة في منطقة البحر الأبيض المتوسط "مبيو أنيما"، وتضيف ذات الهيئة أن حجم مشاريع الاستثمار الأجنبي المباشر إنخفض في كامل دول شمال إفريقيا وليس في الجزائر فقط، لكن بصفة أقل في كل من المغرب وليبيا بنسبة ٦٠ % و ٨٠ % في النصف الأول من عام ٢٠١٠، كما انخفض عدد المشاريع في الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر بنسبة ٢٣ % خلال الأشهر الستة الأولى ، فقد تراجعت الاستثمارات في قطاع الطاقة ما انعكس سلبا على المشاريع في الجزائر، وهو ما يمثل ثلث محفظتها من الاستثمار الأجنبي المباشر منذ عام ٢٠٠٣ في حين أن الإعلانات في القطاعات الأخرى ظلت مستقرة بالمقارنة مع عام ٢٠٠٩.^{xxi}

أما فيما يخص تونس فقد كشف تقرير البنك المركزي خلال سنة ٢٠٠٩، أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة، قد تراجعت بـ ٣٣% بعد أن عرفت تطورا ملموسا ناهز ٦٤ % خلال السنة ٢٠٠٨ لتبلغ ٢.٢٧٩ مليون دينار تونسي . وشمل هذا الانخفاض قطاعات الطاقة والعقارات والسياحة، مع الإشارة إلى غياب استثمارات خارجية جديدة في كل من القطاع المالي وقطاع النقل، وفي المقابل، تقدمت الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الصناعات المعملية وفي قطاع المواصلات.^{xxii} بينما خلال السنة ٢٠١٠ أحدثت تونس الاستثناء بتسجيل ارتفاع في تدفق



الاستثمارات الأجنبية المباشرة بـ ٥, ٣% بفضل المشروع الضخم للإمارات عن طريق بيت التمويل الخليجي.^{xxiii}

وتجدر الإشارة أن تدهور عوائد الاستثمار الأجنبي المباشر (أرباح الشركات) وضعف مراكزها المالية الناتجة عن الأزمة المالية الحالية يؤدي إلى استرداد الشركات الأم لعوائد استثماراتها المباشرة من فروعها أو من الشركات التابعة لها ال عاملة بالبلد المضيف بدلا من إعادة استثمارها مرة أخرى مما يقلص من حجم الأموال المستثمرة، وقد تلجأ الشركات الأم إلى بيع فروعها أو الشركات التابعة لها بغرض الدعم السريع لمراكزها المالية والاحتفاظ بالمستوى المطلوب من السيولة، مما يؤدي إلى آثار سلبية على البلد المضيف ويعمل كعامل مثبت ومنفر للمستثمرين المرتقبين.^{xxiv}

((الخاتمة))

من الصعوبة التنبؤ بمصير الاقتصاد العالمي في ظل ما تشهده الساحة الدولية من ارتفاع لدرجة عدم اليقين والمخاطرة، وكذا صعوبة قراءة ردود أفعال اللاعبين الدوليين، حيث تشير التقارير الصادرة عن الهيئات الدولية بمرور الاقتصاد العالمي بفترة من الركود ، رغم التدخلات المستميتة للحكومات والسلطات النقدية للبلدان المصنعة في شكل برامج ضخمة للإنقاذ المالي بغية الدفع قدما بالاقتصاد العالمي لاستعادة عافيته ، غير أن حجم هذه التدخلات قد أثقل كاهل المالية العمومي في العديد من الدول مما أدى إلى تزايد عجز الميزانية خاصة في أوروبا.

أما على صعيد الاستثمارات الأجنبية المباشرة فقد غيرت الأزمة المالية العالمية خارطة توزيعها، حيث شهدت حصة الدول النامية والاقتصاديات الانتقالية ارتفاعا شديدا لتدفعه أين وصلت إلى ٤٣% من إجمالي التدفقات العالمية لعام ٢٠٠٨، كما ارتفعت التدفقات الصادرة من الدول النامية لنفس السنة لتصل إلى ٢٩٣ مليار دولار، كنتيجة لتزايد عمليات التصفية للشركات متعددة الجنسيات أو عملها على استرداد عوائدها بدلا من إعادة استثمارها في البلد المضيف .

ويمكن سرد أهم النتائج التي توصل إليها الباحث في النقاط التالية:

- يقصد بالأزمة المالية حدوث انهيار مفاجئ وحاد لأسعار الأسهم والسندات، مما ينجر عنه إفلاس البنوك والمؤسسات المالية.
- تعود جذور الأزمة المالية العالمية إلى بداية القرن الجديد، حيث شهد حدوث أزمة فقاعات شركة الانترنت، مترامنة مع التزايد الكبير في حجم القروض العقارية الممنوحة بإجراءات بسيطة



- وبرهونات ميسرة ومن غير ضمانات كافية، الأمر الذي فتح شراهة الكثيرين ودفعهم للتهافت الشديد على الاقتراض من أجل شراء العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية.
- ترجع الأزمة المالية إلى أسباب متعدد منها : انفجار فقاعة الرهن العقاري بسبب التوسع في عملية منح القروض بدون ضمانات كافية وتوريق الديون، تفشي ثقافة الاقتراض والمضاربة، وغياب سلطة الرقابة المالية الفعالة وانتشار الفساد والاحتيايل المالي، تزايد عجز الموازنة، ارتفاع معدلات التضخم وزيادة حجم المديونية.
- لقد تأثرت الجزائر وتونس بالأزمة شأنها في ذلك شأن الدول النامية، من خلال التذبذبات الحاصلة في أسواق النفط والغاز، وانخفاض الطلب الخارجي ، وكذا انخفاض تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة لكن بدرجات متفاوتة نظرا لخصوصية كل اقتصاد ودرجة ارتباطه بالاقتصاد العالمي، كما أن تدهور عوائد الاستثمار الأجنبي المباشر (أرباح الشركات) وضعف مراكزها المالية الناتجة عن الأزمة المالية الحالية يؤدي إلى استرداد الشركات الأم لعوائد استثماراتها المباشرة من فروعها بدلا من إعادة استثمارها مرة أخرى ، بالإضافة إلى إمكانية لجأ الشركات الأم إلى بيع فروعها بغرض دعم مراكزها المالية والاحتفاظ بالمستوى المطلوب من السيولة.
- وبهدف رفع استفادة الجزائر وتونس من الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالأخص في ظل تزايد إمكانيات تعافي الاقتصاد العالمي خلال السنوات القادمة، من المفيد تقديم التوصيات التالية:
- يعتبر التغيير المشهود في خريطة توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر العالمية، حافزا لبذل المزيد من الجهود لتحسين المناخ الاستثماري في البلدين قصد استقطاب المزيد من الاستثمارات التي أصبحت تمثل عملة نادرة مقارنة بالسنوات السابقة.
- يعد الاستثمار في المورد البشري قوة أي إستراتيجية تنموية ، فرغم انخفاض تكلفة اليد العاملة في الدول الإفريقية إلا أنها لم تستطيع مجارات دول جنوب شرق آسيا أو الصين في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر، والسبب بسيط راجع لعدم توفر اليد العاملة الماهرة التي تتمتع بكفاءة عالية، وعليه من الضروري تقوية أنظمة التعليم والتدريب لتنمية مهارات المورد البشري، وإعداده بما يتلاءم واحتياجات المرحلة القادمة.
- من الملح خلال الفترة القادمة إحداث المزيد من الإصلاحات في القطاع المالي ، لأن كثير من الدراسات تؤكد على تزايد تأثير الاس تثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في ضوء تطور القطاع المالي.
- الزيادة في نفقات البحث والتطوير ، قصد تحريك خزان الطاقات الإبداعية التي تميزت خلال المرحلة السابقة بالركود والخمول.



- يجب على دول الدراسة العمل على محاربة كل العقبات التي تقف كحجر عثرة حقيقية أمام استقطاب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، ولعل أهم هذه العقبات تغلغل البيروقراطية والرشوة في المجتمع، لذا لا بد من تفعيل أجهزة الرقابة وإجراء تعديلات جذرية على القوانين، وكذا محاولات تحريك الوازع الديني قصد محاربة الظاهرة.

((مصادر البحث))

- ⁱ علي كنعان، الأسواق المالية، دمشق، منشورات جامعة دمشق. ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ص ٢٧٦
- ⁱⁱ Donald Rutherford, routledge dictionary of economics, 2nd edition, ed. Routledge, New York, 2002, p: 218.
- ⁱⁱⁱ عبد المجيد قدي، " الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد ٤٦، القاهرة، ربيع ٢٠٠٩، ص ٩
- ^{iv} كريستيان ملدر، " عين العاصفة - يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل". مجلة التمويل و التنمية، المجلد ٣٩، عدد ٤، ديسمبر ٢٠٠٢، ص ٦٠.
- ^v المصدر نفسه، ص ٦٠.
- ^{vi} K.Michael FINGER.Ludger SCHUKNECHT, 'Commerce,finance et crises financiers',Organisation mondiale du commerc.1999.,p.2٢
- ^{vii} Sylvie de Coussergues : Gestion de la Banque : Du Diagnostic a la Strategie, 4 eme Edition , Dunod , Paris , 2005p36
- ^{viii} Andrew crockett , Liquidite de marché et stabilité financière , Revue de la stabilité financière : No 11 , Banque de France , fevrier 2008, p13-18.
- ^{ix} Robert BOYER. Mario DEHOVE. Dominique PLIHON, 'les crises financières',Ed La Documentation française,Paris,2004,P.P.26- 27.
- ^x K Michel Fingerandand Ludger Schuknecht,op cit, 1999, p 19-22.
- ^{xi} مناور حداد، الأزمة المالية الحالية: جذورها، أسبابها، انعكاساتها، ملتقى دولي حول الأزمة المالية، أيام ١٤ و ١٥ نوفمبر ٢٠٠٩، قسنطينة، جامعة منتوري، ص ٥-٦
- ^{xii} محمد شريف، الصيرفة الإسلامية قد تساعد على مواجهة أسباب الأزمة المالية www.aljazeera.net
- ^{xiii} فرج شعبان، و عبد الله حميد، . مدى إسهام التوريق في إحداث أزمة الرهن العقاري المصرفي، ملتقى دولي حول الأزمة المالية، أيام ١٤ و ١٥ نوفمبر ٢٠٠٩، قسنطينة، جامعة منتوري، ص ٩-١٠.
- ^{xiv} مولود لعراية، هل هي أزمة مالية أم أزمة اقتصادية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية، أيام ١٤ و ١٥ نوفمبر ٢٠٠٩، قسنطينة، جامعة منتوري، ص ٩.
- ^{xv} د. عبد الجليل البدوي، انعكاسات الأزمة المالية على الاقتصاد التونسي، على الرابط www.Kalimatunisie.com/ar/11/80/73/
- ^{xvi} البنك المركزي التونسي، التقرير السنوي الواحد والخمسون لسنة ٢٠٠٩، ص ٦٠-٦٤.



- ^{xvii} عبد الرحمان ميبول : استمرار الأزمة المالية العالمية سيلحق أضرارا بالاقتصاد الجزائري، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة الشروق اليومي حول " الأزمة المالية العالمية " ، ٥ أكتوبر ٢٠٠٨، على الرابط : <http://www.echoroukonline.com/ara/economie/26871.html>
- ^{xviii} المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية ٢٠٠٨، ص ٥٨.
- ^{xix} عبد المجيد قدي وجميلة الجوزي، الأزمة المالية الراهنة وتداعيتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة - حالة الجزائر -، الملتقى الدولي الرابع : الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، جامعة دالي إبراهيم الجزائر، ٨-٩ ديسمبر ٢٠٠٩، ص ص ٩٩-١٠٠.
- ^{xx} المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية ٢٠٠٩، ص ص ٦٥-٦٧.
- ^{xxi} محمد بن هادي بن حملة ، تراجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر، على الخط : <http://www.djazairnews.info/national/42-2009-03-26-18-31-37/18832>
- ^{xxii} البنك المركزي التونسي، مرجع سابق، ص ٦٢.
- ^{xxiii} محمد بن هادي بن حملة، مرجع سابق.
- ^{xxiv} عبد المجيد قدي وجميلة الجوزي، مرجع سابق، ص ١٠٠.