

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم الاقتصادية



عنوان المذكرة:

دور السياسات النقدية غير التقليدية في معالجة أزمة الديون السيادية
(خلال الفترة 2010-2018)

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد دولي

تحت إشراف الأستاذ:
مراد يونس

إعداد الطالبتين:
أميمة مسعدي
مروى شعباني

أعضاء لجنة المناقشة :

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ صوفان العيد
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ يونس مراد
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ بن شوفي نور الدين

السنة الجامعية: 2018 / 2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



الشكر والعرفان

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لو لا هدانا الله

أول شكر لله عز وجل الذي وفقنا في إتمام هذا العمل سبحانه لا يقال لغيرك

سبحان وأنت عظيم البرهان شديد السلطان لا يعجزك انس ولا جان .

نتقدم بخالص الشكر والامتنان للأستاذ المشرف " يونس مراد " الذي لم يبخل علينا

بتوجيهاته وإرشاداته القيمة ووقته الثمين وكذا ، ندعو الله أن يجازيه خير جزاء .

كما نتقدم بالشكر للجنة التحكيم المقررة لمناقشة هذا العمل .

دون أن ننسى جميع أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير الذين

ساهموا في تزويدنا بالمعلومة طيلة المشوار الدراسي .

وفي الأخير نسأل الله أن يزيدنا علما نافعا وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين .



إهداء

الحمد لله الذي يقبل التوبة عن عباده ويغفر السيئات ، والصلاة والسلام على من علم الناس
دين الإسلام .

أهدي عملي هذا إلى

من أنارت دربي بالصلاة والدعاء، من علمتني الكفاح رغم العنان، إلى نبع الحنان ملهمة الروح
بلسم الجروح والعطاء، غالية القلب . أمي . حفظها الرحمن .

أجمل ما أراه ببصيرتي الذي عمل بكد والبسني ثوب المكارم والأخلاق، وعلمني أن ابني فوق
شامات الجبال أحلامي، نور القلب . أبي الغالي . حفظه العالي .

من قاسموني ألعيب و هموم الحياة إخوتي . شبيلة، سارة، محمد، خلود .

توأم الروح ، رفيقات الدرب وأغلى الناس في القلب . أميمة و سمية .
من ساعدني في إتمام هذا العمل - عبد الجليل -

كل من ساعدني ولو بالكلمة الطيبة جنود الخفاء - إلهام ، لارة ، سارة ، ابتسام ، أحلام ،
محمد ، مهدي ، عماد ، كريم -

أقربائي وأحبائي من نساهم قلبي وذكركم قلبي .

* في الأخير أسأل الله نفعاً طيباً يستفيد منه غيري . *

مروى

الحمد و الشكر لله الذي أنزل على عبده الكتاب ولم يجعل له عوجاً ، والصلاة والسلام على إمام المرسلين
وسيد الخلق أجمعين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم
إلى من لن أقدر على شكرهم ما حييت ...

♥ أبي وأمي

أطال الله في عمرهما وأبقاهما لي .

إلى من هم قدوتي وسندي في الحياة ...

أخي العزيز وأخواتي الحبيبات

بهجة قلبي .

إلى براءة الوجود وطهر الحياة ...

أحفاد أمي وأبي

حفظهم الله .

إلى نفسي ... تذكرني أن لك قلب طيب يستحق الفرح دائماً...

ابتعدي عن كل شيء يؤلمك مهما كان...

ابتعدي عن الأشخاص الذين يحاولون التقليل من شأنك ...

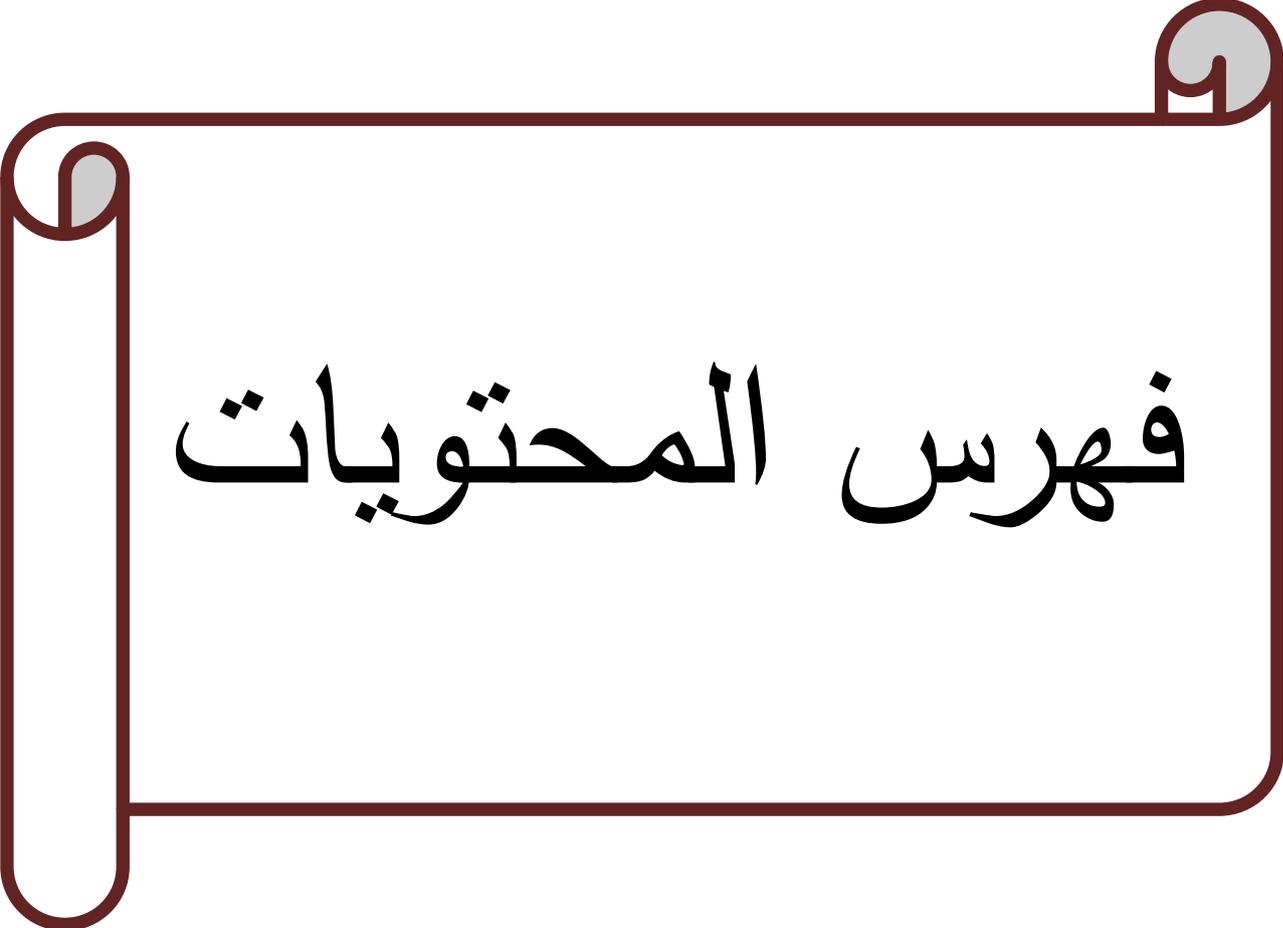
انسحي من مهزلة العلاقات والكاذبين والمنافقين....

ابتعدي عن كل من لا يعرف قدرك.

إلى الزملاء وكل خريجي ماجستير اقتصاد دولي دفعة 2019.

إلى من وثق بي وساعدني للوصول إلى ما تصبوا إليه نفسي ... أهدي هذا العمل المتواضع.

أميمة



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحات	المحتوى
I V أ	<p style="text-align: right;">كلمة شكر</p> <p style="text-align: right;">الإهداء</p> <p style="text-align: right;">فهرس المحتويات</p> <p style="text-align: right;">قائمة الجداول والأشكال</p> <p style="text-align: right;">مقدمة</p>
الفصل الأول : مدخل إلى السياسات النقدية	
7	تمهيد
	المبحث الأول : السياسة النقدية التقليدية
8	المطلب الأول : مفهوم السياسة النقدية التقليدية
9	المطلب الثاني : أدوات السياسة النقدية الكمية
13	المطلب الثالث : أدوات السياسة النقدية النوعية
	المبحث الثاني : السياسة النقدية غير التقليدية
16	المطلب الأول : تعريف السياسة النقدية غير التقليدية
17	المطلب الثاني : أهداف السياسة النقدية غير التقليدية
19	المطلب الثالث : شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية
20	المطلب الرابع : أدوات تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية
	المبحث الثالث : فعالية السياسة النقدية
25	المطلب الأول : تحليل فعالية السياسة النقدية
31	المطلب الثاني : تحليل نظرية عدم فعالية السياسة النقدية
34	خلاصة
الفصل الثاني : دراسة أزمة الديون السيادية	
36	تمهيد
	المبحث الأول : ماهية الأزمات المالية
37	المطلب الأول : عموميات لأزمات المالية
39	المطلب الثاني : أنواع الأزمات المالية
42	المطلب الثالث : أسباب الأزمات المالية

46	المبحث الثاني : تحليل أزمة الديون السيادية
50	المطلب الأول : مفهوم أزمة الديون السيادية
52	المطلب الثاني : جذور أزمة الديون السيادية
56	المطلب الثالث : أسباب وقوع أزمة الديون السيادية
66	المطلب الرابع : تطور أزمة الديون السيادية
69	المبحث الثالث : انعكاسات أزمة الديون السيادية
74	المطلب الأول : انعكاسات أزمة الديون السيادية على منطقة اليورو
76	المطلب الثاني : انعكاسات أزمة الديون السيادية على الدول العربية
	المطلب الثالث : انعكاسات أزمة الديون السيادية على الاقتصاد العالمي
	خلاصة
الفصل الثالث : معالجة البنك المركزي الأوروبي لأزمة الديون السيادية	
78	تمهيد
79	المبحث الأول : البنك المركزي الأوروبي
81	المطلب الأول : النشأة والتطور التاريخي للبنك المركزي الأوروبي
84	المطلب الثاني : رأس مال البنك المركزي الأوروبي
88	المطلب الثالث : الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي
90	المطلب الرابع : استقلالية البنك المركزي الأوروبي
92	المبحث الثاني : أدوات السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي
95	المطلب الأول : أداة عمليات السوق المفتوحة
98	المطلب الثاني : أداة التسهيلات الدائمة
100	المطلب الثالث : أداة الاحتياطي الإلزامي
102	المبحث الثالث : برامج السياسة النقدية غير التقليدية في إطار عمليات السوق المفتوحة
105	المطلب الأول : برنامج شراء السندات المحمية CPBB1, CPBB2
	المطلب الثاني : برنامج شراء السندات السيادية
	المطلب الثالث : عمليات إعادة التمويل LTRO
	المطلب الرابع : برنامج المعاملات النقدية الصريحة

فهرس المحتويات

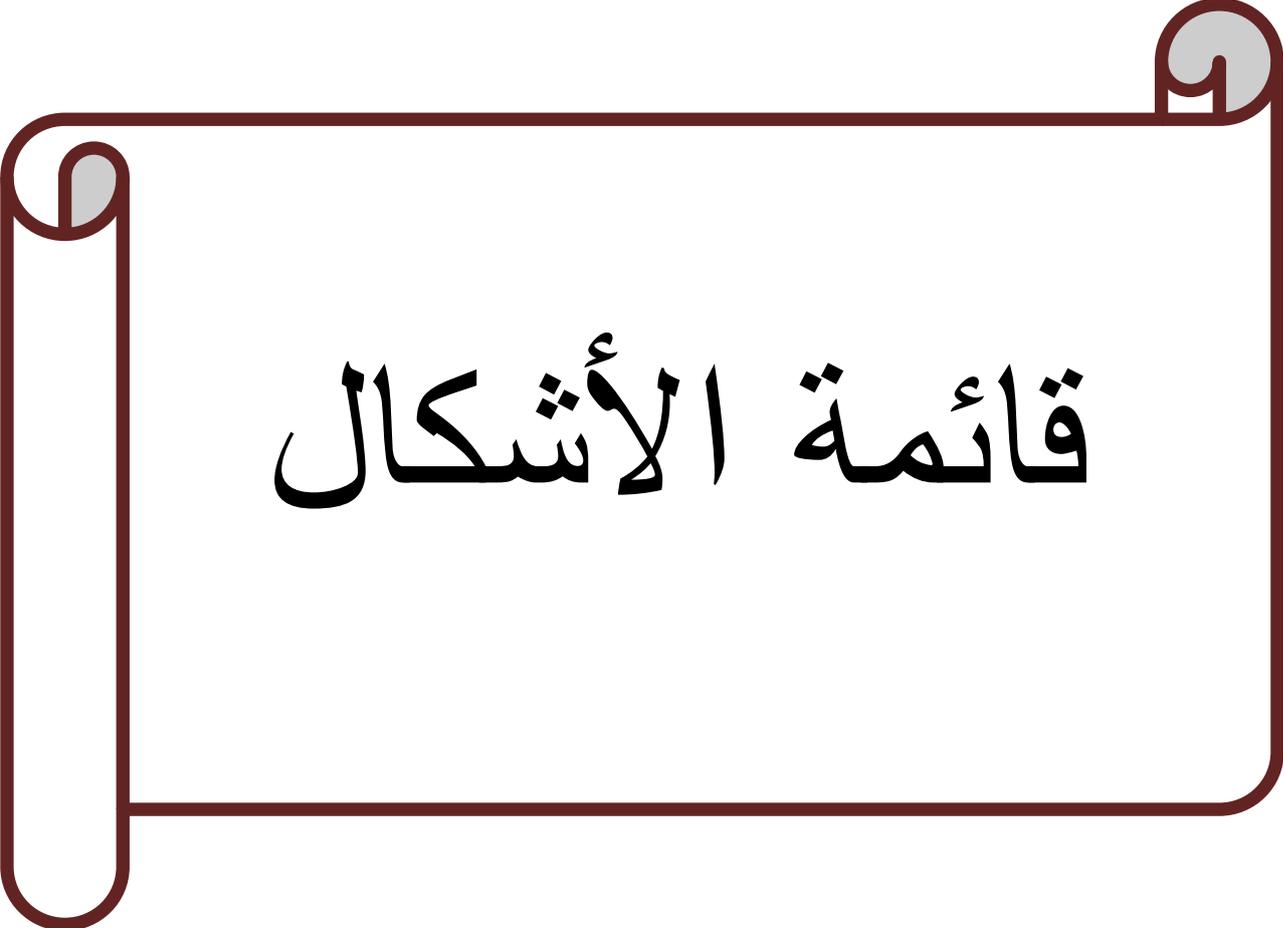
109	المبحث الرابع : سياسة معدل الفائدة الصفري التيسير الكمي في معالجة أزمة الديون السيادية وأثرها على الاقتصاد
112	المطلب الأول : سياسة معدل الفائدة الصفري
118	المطلب الثاني : سياسة التيسير الكمي
123	المطلب الثالث : أثر السياسات النقدية غير التقليدية على الاقتصاد المحلي و العالمي
	خلاصة
125	خاتمة
129	قائمة المراجع الملخص

قائمة الجداول

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
56	تطور نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في اليونان	01
62	بعض المؤشرات الاقتصادية للبرتغال بين 2010-2011	02
63	بعض المؤشرات الاقتصادية لاسبانيا	03
65	بعض المؤشرات الاقتصادية لاطاليا	04
71	اتجاهات التجارة العربية إلى الإتحاد الأوروبي خلال الفترة 2005 - 2015	05
82	مساهمة البنوك المركزية في منطقة اليورو في رأس مال البنك المركزي الأوروبي	06
83	مساهمة البنوك المركزية غير التابعة لمنطقة اليورو في رأس مال البنك المركزي الأوروبي	07



قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الأشكال	الرقم
11	العلاقة بين سعر إعادة الخصم وانخفاض عرض النقود	01
27	مرونة الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة وفعالية السياسة النقدية	02
28	فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى IS	03
31	فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى LM	04
32	منحنى الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة	05
33	السياسة النقدية ومصيدة السيولة	06
57	منحنى بين تطور نسبة الدين العام في الاقتصاد اليوناني	07
61	دين الحكومة العامة والعجز ونمو الناتج المحلي	08
70	قيمة الصادرات والواردات في الدول العربية خلال الفترة 2015 – 2010	09
72	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة للدول العربية 2015 – 2011	10
87	الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي	11
93	تطور معدل إعادة التمويل الرئيسي خلال الفترة 2014 – 199	12
94	تطور المعدل الرئيسي لتسهيلات الإقراض	13
104	تأثير شراء الأصول لبرنامج LTRO على إيرادات الخزينة	14
111	أسعار الفائدة الرئيسية للبنوك المركزية الكبرى	15
113	إجمالي أصول البنك المركزي الأوروبي	16
114	مسار برنامج التيسير الكمي لغاية 2017	17
115	آلية ومراحل التيسير الكمي	18

مقدمة

يشهد عالمنا المعاصر منذ عقد الثمانينات وحتى اليوم أحداثا عالمية متسارعة، أحدثت تحولات جذرية وعميقة في النظام الاقتصادي و السياسي العالمي، أسفرت نتائج و تطورات هامة وضعت العالم و شعوبه أمام متطلبات وتحديات جديدة جعلتها تبحث عن سبل مختلفة تمكنها من تلبية احتياجات العصر و مواجهة تحدياته ، وقد عرف العالم عدة صدمات اقتصادية كان سببها ظهور مشكلات جديدة متتالية لم يعرفها من قبل ، تتمثل في كل من الكساد، البطالة، التضخم و غيرها مما أدى إلى بروز عدة أفكار اقتصادية متباينة جسدتها عدة مدارس مختلفة ظهرت خلال حقبات زمنية متعاقبة عملت على تشخيص هذه الأزمات و طرق علاجها.

ولقد كانت كل من السياسة النقدية والسياسة المالية محل جدل منذ القرن 18 من حيث أي السياستين أفضل في تحقيق التنمية الاقتصادية و التوازن الاقتصادي ، فظهرت مدارس و مذاهب منها ما تفضل السياسة النقدية .

ظهرت أزمات في العقود الأخيرة لازمت القطاع المالي بحيث أصبحت الدول لا تتعافى من أزمة حتى تظهر مؤشرات أزمة جديدة، بداية من أزمة الكساد 1929 وصولا إلى أزمة الرهن العقاري الأمريكية سنة 2008 التي أجمع كل المحللين على أنها الأعنف والأسوء بعد أزمة 1929، ولقد كان للأزمة المالية واقع وأثر كبير على اقتصاديات الدول وهذا ما أكدته ارتداداتها التي هزت مختلف الدول لاسيما في القارة الأوروبية على غرار أزمة الديون السيادية التي أصابت مجموعة من دول منطقة اليورو.

وبعود ظهور أزمة الديون السيادية الأوروبية إلى نهاية سنة 2009 بعد الإعلان عن المخاطر المصاحبة للديون السيادية اليونانية، أين برزت اليونان كأكبر دولة متضررة من هذه الأزمة مما دفع بها إلى طلب المساعدة الدولية ، حيث بدء الحديث منذ شهر 2010 عن تقادم مشكلة الديون و العجز في الموازنات العامة في معظم منطقة اليورو كالبرتغال، إيرلندا، إيطاليا و اسبانيا . وأصبحت تهدد استقرارها الاقتصادي بل الاستقرار الأوروبي ككل . وخوفا من انتشار تداعيات تلك الأزمة إلى بقية دول المنطقة سارعت الدول الأوروبية إلى طلب المساعدة، حيث قام البنك المركزي الأوروبي بإيجاد صيغ وحلول لإنقاذ منطقة اليورو من شبح الأزمة واحتوائها مستعملا سياسات نقدية غير تقليدية ارتكزت أساسا على التيسير الكمي و أسعار الفائدة الصفرية بالإضافة إلى مجموعة من برامج مؤقتة في إطار عمليات السوق المفتوحة ، وفي المقابل الآخر قامت الحكومات الأوروبية بتبني سياسات مالية ذات طابع تقشفي ، وبالتالي من خلال هذه المفارقة يمكن طرح الإشكالية التالية :

كيف يمكن للسياسة النقدية غير التقليدية ذات الطابع التوسعي إنعاش اقتصاد منطقة اليورو ؟

الأسئلة الفرعية :ومن الإشكالية الرئيسية مطرح التساؤلات الفرعية التالية :

1- ماهي أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لمعالجة الأزمات المالية ؟

2- ماهي أهم أسباب الرئيسية التي أدت إلى وقوع أزمة الديون السيادية و تفاقمها ؟

3- هل تعتبر السياسات النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي الحل الوحيد لمعالجة أزمة الديون السيادية؟

الفرضيات :

1- يعتبر التسيير الكمي من أهم الأدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي ارتكزت عليها الدول لمعالجة الأزمات المالية .

2- تعتبر أزمة 2008 من أهم أسباب كشف حقيقة ضعف اقتصاديات دول بعض منطقة اليورو .

3- السياسات النقدية غير التقليدية هي الحل الوحيد المتبع لإنعاش منطقة اليورو .

أهداف الدراسة :

نصبوا من خلال هذه الدراسة إلى الوصول إلى مجموعة من الأهداف تتمثل أهمها فيما يلي :

- تحليل طبيعة أزمة الديون السيادية و ذلك بالوصول إلى أهم الأسباب التي ساهمت في تفاقمها .

- إبراز أهم أدوات السياسة النقدية التقليدية كانت أو غير التقليدية المنتهجة من طرف البنك المركزي الأوروبي لمعالجتها و آثارها على الاقتصاد المحلي والعالمي .

منهج الدراسة :

من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية و اختبار الفرضيات سنعتمد على المنهج الوصفي من خلال جمع البيانات المتعلقة بالدراسة في الجداول كما نعتد على المنهج التحليلي من خلال تحليل البيانات الموجودة في الجدول إلى جانب تحليل السياسات المستخدمة في معالجة الأزمة وِنعاش الاقتصاد .

أما الأدوات المستخدمة في البحث : فقد اعتمدنا على عدة مراجع مختلفة بين اللغتين العربية و الأجنبية من الكتب و مجلات، مذكرات، تقارير ، مقالات بالإضافة إلى شبكة الانترنت .

أسباب اختيار الموضوع :

- ارتباط الموضوع بالتخصص المدروس "اقتصاد دولي" .
- الأزمة في منطقة اليورو من الأزمات الحديثة على الساحة الاقتصادية.
- الرغبة في معرفة أسباب حدوث الأزمة وآلية معالجتها .

الإطار الزمني و المكاني للدراسة:

يشمل الإطار الزمني للدراسة فترة بداية ظهورها سنة 2008 إلى فترة انفجارها في 2010 ، والفترة الزمنية لمحاولة معالجة هذه الأزمة التي تمتد إلى يومنا هذا .

الدراسات السابقة :

- أحيمية خالد، " أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على موازين مدفوعات دول المغرب العربي" -دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (2005-2013)- مذكرة ماجستير ، جامعة خيضر، بسكرة ، 2012-2013، تناول الطالب في هذه الدراسة تشخيص أزمة الديون السيادية من حيث الوصول إلى أدق الأسباب التي ساهمت في ظهورها وتوصل في دراسته إلى أن الممارسات غير الشفافة في الإحصائيات و المؤشرات الاقتصادية المقدمة من طرف اليونان ساهمت في انفجار الأزمة وانتقالها إلى بعض الدول الأوروبية الأخرى مثل ايرلندا ، البرتغال ، اسبانيا ، ايطاليا.

- رواق خالد، "أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية" مذكرة ماجستير ،جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2013، تناولت هذه الدراسة أثر أزمة الديون السيادية على قوة ومكانة اليورو الدولية ومستقبله كعملة أوروبية موحدة ، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن أزمة اليونان كشفت عن

قصور الوحدة النقدية الأوروبية ودول الاتحاد النقدي واليورو ليس منطقة عملة مثلى بالشكل الكامل بسبب عدم وجود سلطة مالية مركزية في دول الاتحاد.

هيكل الدراسة :

يهدف الإلمام الجيد بجوانب الموضوع و الإجابة عن الإشكالية المطروحة قمنا بتقسيم موضوع البحث إلى ثلاث فصول كما يلي :

الفصل الأول : "مدخل إلى السياسات النقدية" قسم إلى ثلاث مباحث تضمن المبحث الأول ماهية السياسة النقدية التقليدية من خلال الإشارة إلى مفهومها و أدواتها الكمية والكيفية ، المبحث الثاني فكان بعنوان السياسة النقدية الغير تقليدية من خلال تعريفها وتبيان شروط تنفيذها وأهدافها الرئيسية بالإضافة إلى أدوات تنفيذها ، أما المبحث الثالث فتطرقنا إلى فعالية السياسة النقدية عبر تحليل فعاليتها وعدم فعاليتها .

الفصل الثاني : "دراسة أزمة الديون السيادية" قسم هو الآخر إلى ثلاث مباحث تناولنا فيه ماهية الأزمات المالية من مفهوم ، أنواع وأسباب الأزمات المالية والثاني تطرقنا إلى تحليل أزمة الديون السيادية من خلال مفهومها، جذورها وأسباب تفاقمها و تطورها ،أما الثالث فأشرنا فيه إلى انعكاسات أزمة الديون على منطقة اليورو والاقتصاد العالمي .

الفصل الثالث : "سياسة معالجة البنك المركزي الأوروبي لأزمة الديون السيادية الأوروبية" قسمناه إلى أربعة مباحث جاء في المبحث الأول التعريف بالـ BCE من خلال نشأته ورأس ماله وهيكله التنظيمي ، وظائفه واستقلاليتته عن البنوك الأخرى ، المبحث الثاني تضمن أدوات السياسة التقليدية النقدية للـ BCE وهي أداة السوق المفتوحة وأداة التسهيلات الدائمة و أداة الاحتياطي القانوني ، أما المبحث الثالث أدرجنا فيه برامج السياسة النقدية غير التقليدية في إطار السوق المفتوحة ، وأخيرا المبحث الرابع تحت عنوان سياسة معدل الفائدة و التنيسير الكمي في معالجة الديون وآثارها على الاقتصاد.

صعوبات الدراسة :

- ضيق الوقت المخصص للدراسة .
- صعوبة الحصول على الإحصائيات وتضاربها من مرجع لآخر.
- صعوبة الحصول على المراجع الحديثة .

الفصل الأول: مدخل إلى السياسات النقدية

المبحث الأول: السياسات النقدية التقليدية.

المبحث الثاني: السياسات النقدية غير التقليدية.

المبحث الثالث: فعالية السياسة النقدية.

تمهيد الفصل :

ترسم السياسة النقدية لتعالج واقعا اقتصاديا في بلد ما يعاني اقتصاده من مشاكل معقدة تراكمت على مر الزمن فخلقت معوقات لتطويره أبرزها ظاهرة التضخم والكساد ، ويتسم من خلال توظيف سياسة نقدية ذات إجراءات تقييدية أو بإجراءات تتسم بطبيعة توسعية لتصحيح مثل تلك الأوضاع غير العادية . وتتبع السلطة من خلال هذه السياسة مجموعة من الأدوات ، ولنجاح هذه السياسة وتحقيق هدفها لابد من امتثال البنوك التجارية لأوامر البنك المركزي حتى تتحقق فعالية هذه الأدوات .

لهذا تم التطرق في هذا الفصل إلى السياسات النقدية عبر ثلاث مباحث تشمل ما يلي :

***المبحث الأول:** معالجة تحليل السياسة النقدية التقليدية وإبراز أدواتها المستعملة من طرف البنوك المركزية سواء الكمية أو النوعية .

***المبحث الثاني :** التطرق إلى الجانب النظري للسياسة النقدية غير التقليدية مع إبراز أهم أدواتها .

***المبحث الثالث:** التطرق إلى فعالية السياسة النقدية وتحليل منحنى Is و LM .

المبحث الأول : السياسات النقدية التقليدية .

تعد السياسة النقدية أهم السياسات الاقتصادية التي نالت اهتمام المحللين الاقتصاديين منهم جون مينارد، كينزو فيردمان ، فهي وسيلة مباشرة لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي من طرف السلطة النقدية من أجل تحقيق أهدافها ، بالإضافة إلى تزويد هذه السياسة النقدية في الاقتصاد الوضعي تمكن البنوك التجارية من التأثير على حجم الائتمان سواء بالزيادة أو بالنقصان وذلك تماشيا مع الظروف الاقتصادية السائدة في البلد .

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية التقليدية .

تعتبر السياسة النقدية نوع من أنواع السياسة الاقتصادية و تعرف بأنها " مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في المجتمع بغرض الرقابة على الائتمان والتأثير عليه بما يتوافق مع تحقيق الأهداف التي تصبوا إليها الحكومات فالنقود لا تدير نفسها بنفسها، بل يجب أن تتدخل السلطة النقدية في الدولة لإدارة الكتلة النقدية وتوجيهها لبلوغ الأهداف المرجوة ، و تعتبر السياسة النقدية أداة لتحقيق أهداف السلطة النقدية " .

كما تعرف السياسة النقدية على أنها تنظيم النقود المتوفرة في المجتمع بهدف تحقيق السياسة الاقتصادية، وفق أنماط سريعة لاتخاذ القرار وتنفيذه عن طريق التدخل المباشر و غير المباشر لتصحيح أوضاع السوق النقدية¹.

وتتمثل السياسة النقدية التقليدية في إدارة وسائل الدفع في الاقتصاد بهدف تحقيق الاستقرار النقدي ،ومن ثم فهي تهدف إلى سيطرة البنك المركزي على عملية خلق النقود وعلى النقيض بميل الاتجاه في الفكر المعاصر إلى توسيع مفهوم السياسة النقدية ليغطي السيولة العامة ، بحيث يمكن القول بأن هذه السيولة أصبحت تمثل نقطة الارتكاز الجديدة للسياسة النقدية وبحيث تشمل كل تصرف من شأنه أن يؤثر على كمية و شكل و ثمن الأصول المالية .

وتتمثل السيولة العامة في مجموع الأصول النقدية و المالية المتاحة والتي يمكن استخدامها بطريق مباشر للوفاء بالالتزامات .

¹ محمد سحنون ، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، جامعة منتوري قسنطينة ، الجزائر 2003، ص 114 .

وعرفها الاقتصادي باش (Bach) على أنها " كل ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي " ¹.

وتستهدف السياسة النقدية إلى الحفاظ على أوضاع نقدية وائتمانية ملائمة في ظل اقتصاد سليم ، حيث تعرف السياسة النقدية عموماً بأنها الرقابة التي يمارسها البنك المركزي على عرض النقود في المجتمع ، وتتولى السياسة النقدية استخدام المعروض النقدي و الائتمان لتحقيق الاستقرار الاقتصادي ، كما تستعين في تحقيق أهدافها عموماً بالبنك المركزي الذي يتوسل بمجموعة من الإجراءات المؤثرة في كميات النقود و معدلات الفائدة من أجل تعزيز السياسة الاقتصادية القومية ، و تستهدف الحكومات بصفة عامة من سياسة نقدية لها تحقق التوظيف الكامل و المعقول للموارد الاقتصادية المتاحة للمجتمع دون تضخم مفرط².

ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السياسة النقدية هي عبارة عن مجموعة من الإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير على حجم وسائل الدفع داخل الاقتصاد الوطني بغية الوصول إلى الأهداف المسطرة للسياسة الاقتصادية الدولية .

المطلب الثاني : أدوات السياسة النقدية التقليدية الكمية .

1/ سياسة معدل الخصم³ :

يعرف سعر إعادة الخصم بأنه ذلك السعر الذي يحصل عليه البنك المركزي مقابل خصم الأوراق المالية التي تقدمها البنوك التجارية ، كما أنه يمثل سعر الفائدة على القروض التي يقوم البنك المركزي بمنحها للبنوك التجارية .

وفيما يتعلق بآلية عمل هذه الأداة ، فإنه يعتمد بالدرجة الأولى على طبيعة السياسة النقدية المطبقة وفقاً للوضع الاقتصادي ، فإذا كان الاقتصاد يعاني من حالة ركود اقتصادي فإن البنك المركزي سيقوم بسياسة نقدية توسعية عن طريق تخفيض سعر إعادة الخصم ، وبالتالي سيشتجع البنوك التجارية على القيام بعمليات خصم للأوراق التجارية التي تملكها بالإضافة إلى زيادة حجم النقد المتاح للبنوك التجارية ، وعليه فإن ذلك

¹ أنزار كاظم الخيكاني ، حيدر يونس الموسوي ، السياسات الاقتصادية ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية ، بيروت ، لبنان ، 2015 ، ص 13 .

² أشرف السيد حامد قبّال ، المعاملات المصرفية والمدفوعات الإلكترونية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، ص 73 .

³ سامر عبد الهادي ، شادي الصرايرة ، نضال عباس ، مبادئ الاقتصاد الكلي ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى، 2013 ، ص 255 ، 256 .

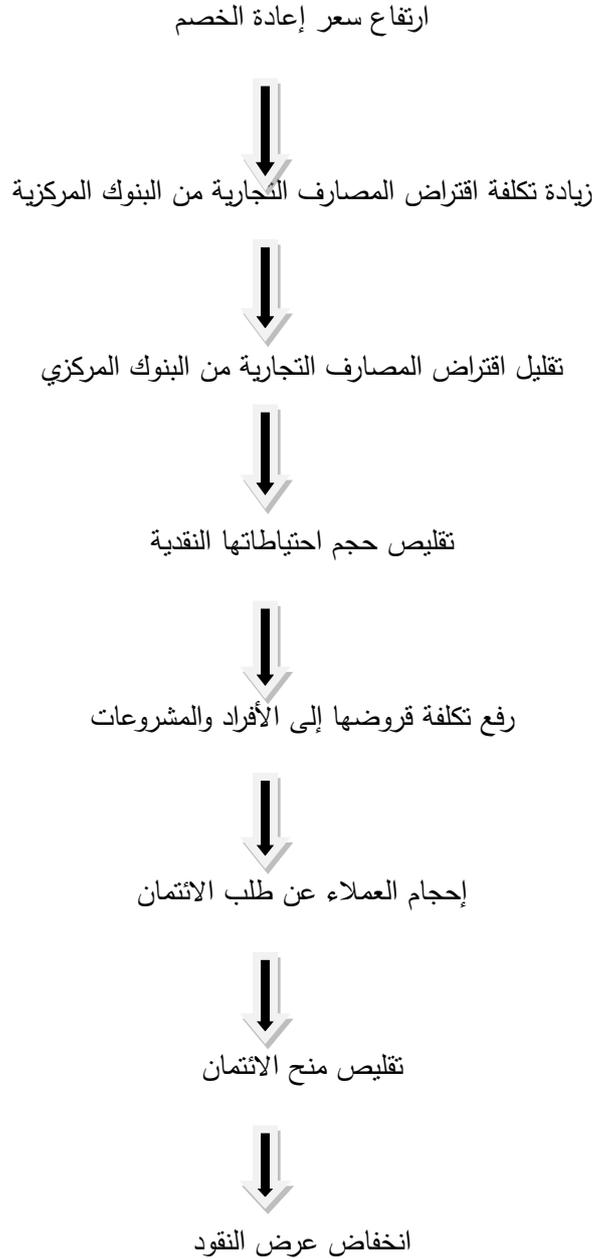
سيؤدي إلى توسيع حجم الائتمان و بالتالي دفع عجلة النمو الاقتصادي إلى الأمام و تحقيق التنمية الاقتصادية مما يدفع إلى الخروج من حالة الركود الاقتصادي .

أما إذا كان الاقتصاد يعاني من وجود تضخم ، فإن هذا سيدفع البنك المركزي لتطبيق سياسة نقدية انكماشية ، و ذلك عن طريق رفع سعر إعادة الخصم ، و بالتالي زيادة تكلفة خصم الأوراق التجارية بالنسبة للبنوك التجارية ، و ما يرافقه من ارتفاع في أسعار الفوائد على القروض الممنوحة من البنك المركزي ، و بالتالي سيقبل الطلب على النقود مما سيقبل من القدرة الشرائية لدى الأفراد مما ينتج عن ذلك تخفيض معدل التضخم .

تقوم المصارف التجارية برفع كلفة القروض التي تقدمها لعملائها سيؤدي إلى قلة إقبالهم على الإقراض أو طلب الائتمان من المصارف التجارية لأن العائد المتوقع من استثمار الأموال المقترضة سيكون أقل من السابق ، وتقليل اقتراض القطاع الغير مصرفي من المصارف سيضع حدا للتوسع في منح الائتمان المصرفي ، وبالتالي في وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد .

وهذا من شأنه أن يقلل من الإنفاق النقدي ويخفف من حدة الضغوط التضخمية ، أي الارتفاع المستمر والشديد في مستوى الأسعار كما هو موضح في المخطط التالي¹:

الشكل رقم 01 : العلاقة بين سعر إعادة الخصم وانخفاض عرض النقود .



المصدر : زكرياء الدوري ويسرى السمراي ، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، بيروت ، لبنان ، 2013 ، ص 195 .

¹زكرياء الدوري ويسرى السمراي ، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، بيروت ، لبنان ، 2013 ، ص 195 .

2/ سياسة السوق المفتوحة¹ :

2-1- تعريف سياسة السوق المفتوحة:

يقصد بسياسة السوق المفتوحة تدخل البنك المركزي في السوق النقدية عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية و التجارية بصفة عامة و السندات الحكومية بصورة خاصة بهدف التأثير على الائتمان، وعرض النقود حسب الظروف الاقتصادية السائدة ، وتعتبر أهم أدوات السياسة النقدية في الأنظمة الرأسمالية ، وكان أول من استخدم هذه السياسة هو بنك إنكلترا كوسيلة إضافية بهدف جعل معدل إعادة الخصم فعال سنة 1931 ، و كانت تستعمل باعتبارها مجرد وسيلة تدعيمية بهدف جعل أسعار خصم البنوك المركزية أكثر فعالية ، وبمرور الزمن أصبح تطبيق هذه العمليات الطريقة الرئيسية للسيطرة على الائتمان ، وفي بعض الأحيان تستعمل كأداة مستقلة .

عندما يرغب البنك المركزي في علاج التضخم يتدخل في السوق النقدية عارضا أو بائعا للأوراق المالية (كأذون الخزانة) ، وذلك بهدف امتصاص قيمتها النقدية ، وتكون في المقابل البنوك التجارية هي المشترية لهذه الأوراق ، وبالتالي تنخفض سيولتها ، ومقدرتها الإقراضية إذا كان غرض البنك المركزي هو تقييد الائتمان و محاربة التضخم ، وعندما يقوم البنك المركزي بشراء هذه الأصول التي تعرضها البنوك التجارية ، فتحصل على مقابلها نقودا مما يرفع سيولتها و هو ما يزيد من مقدرتها الإقراضية إذا كانت رغبة البنك المركزي هي التوسع في الائتمان .

2-2- تأثير سياسة السوق المفتوحة :

تحدث هذه السياسة أثرا مباشرا على كمية الاحتياطيات النقدية الموجودة لدى البنوك التجارية وسعر الفائدة ، فإذا قام البنك المركزي بشراء كمية من الأوراق المالية ، و يدفع مقابلها نقدا للبنوك التجارية ، ترتفع الاحتياطيات النقدية لها ، و بالتالي تستطيع أن تقوم بعمليات الإقراض مما يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة بسبب زيادة الطلب على الأوراق المالية ، كما أن زيادة عرض النقود تحدث انخفاضا في سعر الفائدة ، مما يرفع من حجم الاستثمار و الدخل و العمالة . وهذا عندما يتبع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية للخروج من حالة الركود ، أما في حالة التضخم فان البنك المركزي سيعمل على الحد من الائتمان ، وامتصاص فائض العرض النقدي ، وذلك بإتباع سياسة نقدية انكماشية ، وبذلك يدخل إلى سوق الأوراق المالية لعارض

¹ صالح مفتاح ، النقود و السياسات النقدية ، دار الفجر ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 2005 ، ص 150 .

الأوراق المالية ، فتدفع البنوك التجارية ثمنها نقدا فتتخفف الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية ، وبالتالي تفقد قدرتها على منح الائتمان مما يقلل من حجم الاستثمار و الدخل و العمالة وتتخفف أسعار السندات و يرتفع سعر الفائدة .

3/ سياسة تعديل نسب الاحتياطي¹ :

تعتبر هذه الأداة من أنجع أدوات السياسة النقدية التي يأخذ بها البنك المركزي في الرقابة على الائتمان ، فقد استخدمتها كثير من البنوك المركزية في بلدان العالم لمكافحة الفساد أو الحد من الاتجاهات التضخمية ، و ذلك عن طريق زيادة أو إنقاص حجم الائتمان في المجتمع النقدي ، ولقد كان الهدف من الرقابة ، هو حماية المودعين مما جعلها وسيلة فنية تستخدم للتأثير على السيولة النقدية و على مقدرة البنوك التجارية في خلق الائتمان من خلال ما يمنحه المشرع من سلطات للبنك المركزي تتيح له تغيير هذه النسبة عند اللزوم لتحقيق أهداف السياسة النقدية .

فعند ظهور الاتجاهات التضخمية في المجتمع فإن البنك المركزي يبدأ بالتدخل لتقليل و خفض تلك الموجات عن طريق رفع النسبة القانونية للاحتياطي النقدي المطلوب إيداعه بالبنك المركزي ، بل قد يزيد البنك المركزي في المغلات في رفع هذه النسب إلى درجة تقوم معها البنوك باستدعاء بعض قروضها مما يسهم في انخفاض حجم الائتمان الممنوح للعملاء فعلا ، و بالتالي تفرض هذه الأداة قيودا شديدة تحد من حجم النقود المتداولة و من قدرة البنوك على خلق النقود (الودائع) و بالتالي منع الائتمان فيقل الطلب النقدي و تتخفف الأسعار .

المطلب الثالث : أدوات السياسة النقدية التقليدية الكيفية .

تستخدم الأدوات الكيفية في التحكم في أنواع معينة من القروض و تنظيم الإنفاق في وجوه معينة مثل تشجيع القروض الإنتاجية دون القروض الاستهلاكية أو تشجيع القروض القصيرة الأجل و الحد من القروض الطويلة الأجل أو العكس ، وكذلك تدخل السياسة النقدية في قطاعات معينة و أنشطة تعاني من عدم الاستقرار أو بعض الصعوبات مما يتطلب علاجا خاصا باستخدام أدوات نوعية، فقد تواجه بعض القطاعات تضخما يحتاج معه إلى التقييد في الوقت الذي يتسم فيه النشاط في بعض القطاعات الأخرى بالانكماش مما يتطلب تنشيطه ، فالأدوات الكيفية تؤثر مباشرة على حجم التمويل الكلي و توظيف الأموال

¹ محب خلق الله ، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار الفكر الجامعي ، الطبعة الأولى ، الإسكندرية ، 2011 ، ص 367 .

واستثمارها ، فهي أدوات تتصف بالشمولية إذ تتدخل السلطة النقدية في القطاعات ككل . وتتمثل أدوات السياسة النقدية فيما يلي¹:

1/ تنظيم القروض الاستهلاكية :

تعتبر هذه الوسيلة من أهم الأدوات النوعية لسياسة الرقابة على القروض الاستهلاكية ، كأن يقوم المصرف المركزي بفرض حد أقصى للأموال التي تستخدمها المصارف في شراء السلع الاستهلاكية المعمرة ، ويمكن تنويع هذا الحد حسب درجة أهمية السلع الاستهلاكية المختلفة ، أو يقوم المصرف المركزي بفرض حدود قصوى للمبيعات المؤجلة أو تحديد رصيد من المدفوعات النقدية يطلب من المشتري بنظام التقسيط بأن يدفعه كجزء من قيمة الشراء في حين يمكن تحديد حدود قصوى زمنية تسدد خلالها قيم السلع المختلفة وهو ما يؤدي إلى تخفيض عدد الأقساط مع رفع قيمة القسط .

2/ السقوف التمويلية :

تعمل السقوف التمويلية على الحد من التوسع من التمويل الإجمالي و جعله عند المستوى المأمون للتوسع النقدي و التمويلي الذي يحدد في الخطة ، وأن أي مصرف يتجاوز سقفه التمويلي يلتزم بأن يودع لدى المصرف المركزي مبلغا يعادل هذا التجاوز أو أن تفترض عليه غرامة مناسبة حسب تقدير المصرف أو السلطة النقدية .

ومن ثم فإن استخدام المصرف المركزي سقف إجمالي على ما يمكن أن يمنحه المصرف لكل عميل لضمان تنوع وتوزيع الاستثمار يعود بدون شك بالفائدة على الفرد المجتمع .

3/ تخصيص التمويل :

يستطيع المصرف المركزي أن يضمن توزيعا هادفا لاستثمارات المصارف بين الصيغ المختلفة ، بالإضافة إلى ضمان تخصيص الأموال في أوجه الاستثمارات التي تحقق الرفاهية الاقتصادية ، من خلال الخطة التي ترسمها الدولة في تحديد أولويات المجتمع وأهدافه ، و في نفس الإطار يمكن للمصرف المركزي أن يحدد نسب معينة لتمويل القطاعات ذات الأولوية ، كتمويل القطاعات الصغيرة الزراعية أو التجارية أو الصناعية

¹ بلعروز بن علي ، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الطبعة الثالثة ، بن عنون ، الجزائر ، 2008 ، ص 129 .

بالقروض اللازمة ، وللمصرف المركزي أن يقدم مساعدة مالية إلى بعض المصارف أو المؤسسات المالية ليس لكونه المقرض الأخير ، لتوفر السيولة و الائتمان اللازم لهذه المؤسسات ، و إنما لهدف إعادة التمويل بموجب الخطط الإلزامية لتشجيع التدفقات التمويلية إلى القطاعات ذات الأولوية أو لتشجيع أنشطة معينة .

4/الإقناع الأدبي:

يعتمد البنك في تنفيذ أهداف السياسة النقدية على التأثير الأدبي والرجاء والإقناع ، تجاه البنوك التجارية من أجل التعاون لتنفيذ سياسة نقدية معينة ، فقد يرجو البنك المركزي البنوك التجارية بعدم تقديم قروض الأهداف المضاربة ، ويتم ذلك من خلال استدعاء البنك المركزي مدراء البنوك التجارية للتحدث معهم حول تعليب المصلحة الوطنية والعامّة في قضايا منح التمويل وبالنظر لما يحظى به البنك المركزي من احترام من قبل البنوك التجارية فإنها تأخذ هذه الدعوة والتوجيه بمزيد من الاهتمام¹ .

¹ هيل عجمي الجنابي ورمزي ياسين أرسلان ، النقود والمصارف والنظرية النقدية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2009 ، ص 272 .

المبحث الثاني : السياسات النقدية غير التقليدية .

قامت بعض البنوك المركزية الرئيسية في العالم بعد أزمة الرهن العقاري في سنة 2008 بتدابير غير اعتيادية في إطار السياسة النقدية ، حيث قامت بتقديم دعم ائتماني معزز للنظام المصرفي ، وتسهيلات ائتمانية ، وتيسيرات كمية ، وتدخلات في العملة ، وفي أسواق الأوراق المالية وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية . وهذا على سبيل المثال لا الحصر من التدابير المتخذة . ويرى البعض في هذه التدابير استمرار للسياسة المعتادة ولكن بوسائل أخرى غير تقليدية ، فبمجرد أن يصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أقل من الصفر ، تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية ، لدى فقد تحولت إلى استخدام أدوات غير تقليدية ، فوسعت ميزانية بنوكها المركزية ، وضحت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والواردات أو من ثم تحفيز الطلب الكلي .

المطلب الأول : تعريف السياسة النقدية غير التقليدية :

لا يوجد إجماع على إعطاء تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية غير التقليدية ، حيث لم تعرف حتى الآن سوى من جانبين : جانب المستهدفات وجانب الأدوات المستخدمة في مثل هذه السياسات وعليه يمكن تعريف السياسة النقدية من هذين الجانبين وهما كما يلي¹ :

1/ من جانب الأدوات المستخدمة : عرفت بأنها: "سياسة نقدية تستخدم في زمن الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معزز ، وتسهيلات ائتمانية ، وتيسيرات كمية ، وتدخلات في العملة وفي أسواق الأوراق المالية ، وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية ، كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي ، وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية ."

2/ من جانب المستهدفات : هي مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية في التأثير في النشاط الاقتصادي ، ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة ، خلال فترة زمنية معينة "، ومن هذا التعريف نجد أن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي محدد (نمو ، تشغيل ، ...) .

¹علي صاري ،السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية، جامعة سوق أهراس، الجزائر ، مجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية ، عدد 4 ، 2013 ، ص ص 469 ، 470 .

كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية بأنها : قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة ، والميزة الأساسية في وساطة البنك المركزي هو سهولة الحصول على الأموال عن طريق إصدار السندات الحكومية بلا قيود ولا مجازفة ، وذلك لتوفير وسيلة لتحفيز الاقتصاد .

وفي الأخير نستنتج أن السياسة النقدية غير التقليدية هي مجموعة من الوسائل والتدابير غير المعتادة في السياسة لنقدية التقليدية ، تقوم بها السلطات النقدية وقت الأزمات من أجل تحقيق هدفين متلاحقين أولهما هدف وسيط يتمثل في تنشيط السوق المالي وهدف نهائي يتمثل في تحفيز الاقتصاد.

المطلب الثاني : أهداف السياسة النقدية غير التقليدية.

تطورت أهداف السياسة النقدية بعد أحداث الأزمة المالية العالمية 2008، التي تسببت في حالة من شبه التوقف مست القطاع المالي ثم انتقلت إلى الاقتصاد الحقيقي فأدت إلى حدوث ركود اقتصادي عالمي، مما دفع بالبنوك المركزية إلى اعتماد سياسة نقدية غير تقليدية استهدفت بالأساس تحفيز الاقتصاد من خلال تحقيق هدف وسيط تمثل في إعادة الاستقرار للقطاع المالي، يتضمن الإطار الجديد لعمل البنوك المركزية مجموعة من الضوابط والإجراءات الهادفة لتحقيق الاستقرار المالي، والحد من تداعيات الأزمات على الاقتصاد، كما يتضمن تنظيم عمليات منح الائتمان والرافعة المالية وأسعار الأول، علاوة على مجموعة من الأدوات الاحترازية المستحدثة في إطار الاستقرار المالي، التي يمكن استخدامها للحد من انتقال تداعيات الأزمات المالية من القطاع المالي إلى القطاعات الاقتصادية الأخرى، وفي هذا الإطار تتوسع مسؤوليات البنك المركزي لتشمل ما يلي¹:

✓ التحقق من سلامة النظام البنكي في حالة حدوث اختلالات تشكك في قدرته على مواجهة الصدمات؛

✓ البنك المركزي مقرض أخير ومسؤول عن المؤسسات البنكية المتعثرة ؛

✓ التحقق من سلامة نظام المدفوعات والتسوية والمقاصة؛

¹ عمر عبدو ، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد، مجلة الريادة لاقتصاديات العمل ، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف ، الجزائر ، 2019 ، ص 53 .

✓ تطوير نماذج رياضية لتحديد قدرة النظام المالي على امتصاص تداعيات الأزمات، وتصميم اختبارات التحمل تقوم بها البنوك وتوافيه لنتائجها بصورة دورية. وتسعى السياسة النقدية غير التقليدية لتحقيق ثلاثة أهداف أولية تتمثل فيما يلي:

➤ **الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد:** يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى تقادي عائق تجميد نسب الفائدة، ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقاد من قبل المتعاملين الاقتصاديين، على أمل أفحم سينفقون مباشرة هذه الأموال، وفي الظروف العادية لا يمكن استعمال هذه القناة المباشرة عن طريق الكتلة النقدية لأن الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير، أما في الفترات الاستثنائية، فإن عدم الاستقرار المذكور على المدى القصير لا يشكل عامل انشغال كبير طالما أن البنك المركزي مستعدا لضخ الأموال بكميات غير محدودة، بيد أنه في بعض الأحيان، يمكن حتى لعرض غير محدود أن لا يكفي لتحفيز الإنفاق إذا ما كان الطلب على النقاد في حد ذاته غير محدود ، ولهذا السبب يتم توجيه عرض النقود نحو الدولة بما أنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنه سينفق هذه الأموال من خلال عجز الميزانية.

➤ **التأثير على انحدار منحنى نسب الفائدة بما من شأنه توجيه استباقات المتعاملين:** يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسبة الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جدا وحتى في مستوى الصفر لفترة طويلة، كما يمكنه ضبط شروط مسبقة للرفع في هذه النسبة مستقبلا، مثل الوصول إلى مستوى معين من التضخم أو البطالة.

➤ **إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض من خلال شراء السندات مباشرة من هذه الأسواق بهدف التأثير جديا على بدل المخاطرة:** يمكن للبنك المركزي أن يقوم محل البنوك والسوق التمويل الاقتصاد مباشرة من خلال التنوع في خطوة أولى في مجموعة القروض الممنوحة للاقتصاد التي يقوم بإعادة تمويلها، ويشترى مباشرة السندات التي تمثل قروضا للاقتصاد (سندات خاصة) في خطوة ثانية، وتمكن هذه العمليات في نفس الوقت من إضفاء الحيوية على سوق هذه السندات ومن توفير تمويلات للاقتصاد بشكل مباشر، ومع ذلك، يتعين على البنك المركزي تحمل مخاطر القرض ونسب الفائدة والتي لا تتدرج ضمن مهامه العادية. وتجدر الإشارة إلى أن هذه الإجراءات تكون أكثر فاعلية في الاقتصاديات التي يتم فيها تمويل المؤسسات بالأساس عبر السوق والتي يقع فيها تسديد القروض الممنوحة للأسر على نطاق واسع، وفي المقابل، حين توفر الوساطة البنكية الجزء الأعظم من التمويل يتم بالأحرى استعمال تلك الإجراءات التي تؤثر على منحنى نسب الفائدة المتعامل بها.

المطلب الثالث : شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية .

نظرا للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية (حالة الأزمات) التي تنفذ فيها السياسات النقدية غير التقليدية وكذلك استخدام الأدوات غير المعتادة في السياسة النقدية ، فإنه يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية ، تتمثل أهم هذه الشروط فيما يلي¹:

* لا بد أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى إلى انتقالها ، في أغلب الحالات لا بد من تفصيل التدابير من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق ، والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية ، - وخاصة مدة التوفير الغير الاعتيادي للسيولة - اعتمادا على حجم الخلل في النظام المالي .

* لا بد أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة ، بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط ولأن البنوك تعد الأداة الرئيسة لدى البنك المركزي لإعادة التمويل "غير المعياري" فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات .

* وبقدر ما تعمل مجموعة التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة على تغيير بنيوي في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي ، فمن حقها أن تكون مرافعة صريحة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل العالمي ، والتعديل الضروري للخلل في التوازن العالمي ، والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الأطراف .

* في حالة أوروبا ، لا بد من حث مؤسسات الاتحاد الأوروبي ، فضلا عن الدول الأعضاء على تعزيز الإدارة الاقتصادية ، من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية والخاصة بالموازنة التي تنتهجها الدول كل على حدا ، والواقع أن مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي كان واضحا إلى حد كبير فيما يتصل بهذه القضية منذ بداية الأزمة .

¹ صاري علي ، المرجع السابق ، ص 470 .

المطلب الرابع : أدوات تنفيذ السياسة نقدية غير التقليدية .

شهدت منطقة اليورو في مطلع سنة 2013 استقرارا ماليا ونقديا ملحوظا ويعود الفضل الكبير في تبني البنك المركزي الأوروبي لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية والتي أدت إلى تراجع أوجه الضعف في القطاع المصرفي ، وساهمت في الاستقرار المالي على المدى القصير مع دعم واضح وكبير للاقتصاد .

وتطبيق سياسة نقدية غير التقليدية يتطلب مجموعة من الأدوات غير التقليدية تفرضها حالة الواقع الاقتصادي المضطرب ، ومن أهم هذه الأدوات ما يلي :

1/ التيسير الكمي (التسهيل الكمي) :

بعد أزمة الرهن العقاري في سنة 2008 قامت البنوك المركزية (البنك الياباني ، البنك الأوروبي ، بنك إنجلترا ، الاحتياطي الفدرالي ...) بتبني أدوات سياسات نقدية غير التقليدية من أجل محاولة دعم النشاط الاقتصادي بعد استنفاد أدوات السياسة النقدية التقليدية وقد تمثلت إحدى أدوات هذه السياسة في تسهيل شراء الأصول المالية ، والتي يطلق عليها بالضبط التسهيل الكمي ، كما تعرف أيضا بسياسة التوسع في ميزانية البنك المركزي نتيجة قيامه بشراء أصول مالية (سندات الخزينة ، السندات المضمونة بالرهن العقاري ، ديون الوكالات) من أجل تخفيض أسعار الفائدة المتوسطة والطويلة الأجل في الأسواق المالية¹.

ويعرف التيسير الكمي أيضا على أنه سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية غير فعالة ، حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية وذلك لزيادة كمية الأموال المحددة مقدّما في الاقتصاد . وتتميز سياسة " التيسير الكمي . هذه عن السياسة المعتادة أكثر لشراء أو بيع الأصول المالية ، وذلك بالحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند قيمة الهدف المحدد"².

¹مراد بونس ، سياسة مصيدة السيولة والتسهيل الكمي كحلول للإنعاش الاقتصادي الأمريكي في ظل عدم اليقين بعد أزمة الرهن العقاري ، مجلة الجامعة للدراسات الاقتصادية ، العدد 08 ، الجزائر ، 2016 ، ص ص 95،96.

²رمزي محمود ، التيسير الكمي ، سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي ، دار التعليم الجامعي ، 2012 ، ص 43 .

والتيسير الكمي هو ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية . عن طريق إصدار فائض من النقود (إصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل) ، وقد تم استخدام هذا الأسلوب في بداية القرن الحادي والعشرين عندما تم استخدام التسهيل الكمي للتخفيف من أثر الأزمة المالية من 2008 – 2009 من قبل الولايات المتحدة الأمريكية واليابان والمملكة المتحدة .

ومن الناحية النظرية وفق هذا الأسلوب فإن النقود الجديدة يمكن توزيعها بين الأفراد ، وهي تستخدم أساسا لشراء الأصول من المؤسسات المالية ، والفكرة هي أن هذه الأموال سوف تتدفق إلى قطاعات أخرى من الاقتصاد من خلال برمجة البنك المركزي للبنوك التجارية في الأسواق المالية ودفعها إلى العودة إلى وظائفها التقليدية .

1-1- آلية عمل التيسير الكمي :

يمكن تحليل نظريا آلية عمل سياسة التيسير الكمي من خلال المراحل التسلسلية التالية¹ :

- 1/ يقوم البنك المركزي بإصدار النقود بدون مقابل ؛
- 2/ يستخدم البنك المركزي تلك الأموال في شراء السندات المتوسطة والطويلة الأجل من المصارف والمؤسسات المالية ؛
- 3/ يؤدي ذلك إلى توفير السيولة لدى البنوك والمؤسسات المالية وتراجع معدلات الفائدة الطويلة الأجل في الأسواق المالية ؛
- 4/ انخفاض معدلات الفائدة في الأسواق المالية وتوفر السيولة لدى البنوك يدفع بها على العودة إلى وظائفها التقليدية وهو إقراض الأفراد والمشروعات الاستثمارية ؛
- 5/ توفير المزيد من الائتمان وتوسع المشروعات تمكن الشركات من توظيف المزيد من العمال ؛
- 6/ زيادة الطلب الكلي يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي وبالتالي تحريك وإنعاش الاقتصاد .

¹ مراد يونس ، مرجع سابق ، ص ص 97،96 .

1-2- مبررات التيسير الكمي¹:

إن السيولة التي تحصل عليها المصارف التجارية من البنك المركزي لا تصل إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة بل تقوم هذه المصارف بشراء سندات حكومية آمنة وقل خطورة. فعندما يقوم المركزي بشراء السندات الحكومية فإن سعرها يرتفع وينخفض العائد عليها (وذلك لان سوق السندات يقوم على عنصرين هما السعر والعائد. فعندما يرتفع السعر يقل العائد فالذي تفعله المصارف المركزية هو أنها تكثف من عمليات الشراء ليرتفع السعر ويقل العائد) وبذلك تفقد السندات الحكومية بريقها وتقوم المصارف بالتخلص منها وتبدأ البحث عن خطوط ائتمان أخرى وقطاعات اقتصادية أخرى وهو ما يعرف بتمويل الاقتصاد الحقيقي وبالتالي يتحول مسار السيولة مرة أخرى.

2/ أسعار الفائدة الصفرية²:

أجريت عدة دراسات لبيان تغير سعر صرف العملات الأجنبية ومن هذه الدراسات بيان أثر تغير نسبة الفائدة على أسعار صرف العملات الأجنبية ، حيث أن المنطق يوحي بأن المستثمرين يتوجهون لبيع العملة ذات الفائدة القليلة وشراء العملة ذات الفائدة المرتفعة مما يؤثر سلبيًا على سعر الأولى وإيجابًا على الثانية وبالتالي يؤثر على أسعار صرف هذه العملات .

أثبتت التطورات في أسعار الفائدة لدى المصارف المركزية العالمية والإقليمية خلال الربع الثاني من العام (2014) إلى حدوث بعض التغيرات على أسعار الفائدة لدى بعض المصارف وثباتها دون تغير يذكر لدى مصارف أخرى ، فقد أبقى الاحتياطي الفدرالي على سعر الفائدة الأساس عند 0.25% دون تغير العام الخامس على التوالي ، ويعتبر هذا التثبيت بسعر الفائدة عند هذا المستوى المنخفض (الصفري) منسجمًا مع السياسة الاقتصادية العامة المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية ، الهادفة إلى تحفيز الاقتصاد على النمو من خلال سياسات نقدية ومالية توسعية عبر ما يعرف بسياسات التحفيز المالي ، وفي منطقة اليورو قام المصرف المركزي الأوروبي بتخفيض سعر

¹ عبد العزيز شويش عبد الحميد وبشرى الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية ، جامعة تكريت ، المجلد رقم 03 ، العدد رقم 02 ، 2013 ، ص 125 .

² صاري علي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص ، 66 ، 67 .

* سياسة استهداف التضخم : هو عبارة إطار للسياسة النقدية ، يستند على إعلان هدف عددي للتضخم مع التزام جميع المؤسسات بتحقيق هذا الهدف .

الفائدة خلال الربع الثاني من سنة 2013 بمعدل ربع نقطة أساس ليصبح 0.5 % مقارنة مع 0.75% في الربع الأول من نفس السنة .

في المقابل أبقى المصارف المركزية في كل من اليابان والمملكة المتحدة ، وسويسرا أسعار الفائدة كما هي دون أية تغييرات ، علما أن تلك الأسعار متدنية أصلا وقريبة من الصفر .

ومن المعروف أن بعض المصارف المركزية في دول هذه المجموعة تقوم بإتباع سياسة استهداف التضخم*، حيث يتم ضبط وتعديل أسعار الفائدة لتحقيق مستوى الأسعار المستهدفة ، يضاف إلى ذلك أن وجود هوامش واسعة في أسعار الفائدة بين الدول يجعل اقتصاديات الدول ذات الفائدة المرتفعة عرضة للتدفقات المالية السريعة وهو ما يعرف باسم (Hot money) الذي ينتج عنه مشاكل مالية كثيرة في معظم الأحيان .

تتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان لأن العلاقة بين أسعار الفائدة والائتمان منه ترتبط بعلاقة عكسية حيث أن ارتفاع سعر الفائدة على الاقتراض سوف يقلل من الطلب على القروض والعكس صحيح ، وعليه وهو ما تشهده البنوك المركزية من خلال سياستي التيسير الكمي وأسعار الفائدة الصفرية .

كما تساهم أسعار الفائدة الصفرية في التأثير على أسعار صرف العملة للأسواق الدولية للعملة من خلال عدد الوحدات من العملة المحلية التي يمكن بها شراء وحدات من عملة أخرى ، ويمكن النظر إلى أثر سعر الفائدة على أسعار الصرف من خلال ما يلي¹ :

سعر الفائدة على الإقراض : في ظل ثبات عرض النقد ، فإن الطلب على النقود يعتمد على مستوى الدخل الحقيقي وسعر الفائدة ، إذ يمارس سعر الفائدة تأثير كبيرا على سعر الصرف فارتفاع سعر الفائدة على القروض مقارنة بأسعار الفائدة الأجنبية يؤدي إلى زيادة الاقتراض من البنوك الأجنبية مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية وارتفاع قيمتها ، مما يؤثر سلبا على الصادرات ووضع الحساب الجاري في ميزان المدفوعات مما يؤدي إلى انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي إلى انخفاض الاستثمار . ولهذا يتم إتباع سياسة معدل الفائدة الصفري (التيسير الكمي) في حالة الكساد (الأزمات) من أجل تجنب هذه الحالات .

¹ صاري علي ،مرجع سبق ذكره ، ص 478 .

العلاقة بين عرض النقد وسعر صرف العملة المحلية : إن سعر الصرف يعتمد على نسبة (Ratio) فزيادة العرض النقدي (التيسير الكمي) يؤدي إلى تغير مستوى الأسعار المحلية ، وانخفاض سعر صرف العملة المحلية ويؤدي إلى زيادة الصادرات وبالتالي زيادة نمو الناتج المحلي . وبالتالي إلى زيادة الاستثمار .

العلاقة بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف : ففي اقتصاد مفتوح وفي ظل ثبات سعر الصرف فإن عرض النقود هو متغير تابع يتأثر بالتغيرات التي تحصل في ميزان المدفوعات (إذ أن وجود فائض في ميزان المدفوعات يؤدي إلى زيادة قيمتها الخارجية) ، أما في حالة (وجود عجز في ميزان المدفوعات فإنه يؤدي إلى انخفاض الطلب على العملة المحلية) وبالتالي يؤدي إلى انخفاض قيمتها الخارجية .

أما خلال تأثيره (سعر الفائدة الصفري) على الحساب الجاري وذلك بسبب التغير في الدخل الحقيقي ومستوى الأسعار أو كلاهما ، فإن تخفيض سعر الفائدة المحلي يشجع على الاقتراض لإقامة مشاريع استثمارية جديدة ، وإن التوسع في الإنفاق تنتج عنه زيادة في الناتج المحلي الإجمالي وفي الدخل ، بافتراض مجود موارد متاحة للتوسع في الإنتاج داخل الاقتصاد .

المبحث الثالث : فعالية السياسة النقدية .

يعتمد نجاح السياسة النقدية في تنظيم الائتمان على التعاون التام والثقة المتبادلة بين البنوك التجارية والمركزية من ناحية ، ومن ناحية أخرى يعتمد على وجود أسواق نقدية ومالية متطورة ومنظمة ، وبالتالي يؤدي تجارب البنوك التجارية مع البنك المركزي إلى تحقيق الأهداف المرسومة للسياسة النقدية وبالتالي تزيد فعالية السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي .

المطلب الأول : تحليل فعالية السياسة النقدية .**1/ فعالية السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي :**

تتناول فعالية السياسة النقدية من حيث دور البنك المركزي واستقلاليته في تنفيذ هذه السياسة ، بداية نوضح مرونة وفعالية أدوات السياسة النقدية والتحول من استخدام الأدوات المباشرة إلى الأدوات الغير المباشرة في كثير من الحالات ونبين ذلك في الآتي¹ :

1/1- مرونة وفعالية أدوات السياسة النقدية :

إذا حددت السياسة النقدية هدفا نهائيا وليكن المستوى العام للأسعار ، يجب أن تحدد أدوات لتحقيق هذا الهدف عبر المرور على هدف وسيط مختار بدقة ، الأمر الذي يتطلب توافر أكبر قدر ممكن من المرونة والفعالية لهذه الأدوات .

أ/ المرونة : هي درجة استجابة أو حساسية شيء ما نتيجة تغير شيء آخر ، وبالنسبة لمرونة أدوات السياسة النقدية تعني درجة استجابة أو حساسية أداة من أدوات السياسة النقدية للتغيرات التي تطرأ على النشاط الاقتصادي لبلد ما. وباختصار تعني مرونة أدوات السياسة النقدية ، إمكانية تعديل وتغيير الأدوات إذا ما طرأت الحاجة لذلك ، وعلى البنك المركزي أن يكون دائم الاستعداد لذلك . كما تعني المرونة إمكانية استخدام الأدوات بشكل ضيق أو شكل أوسع ، وذلك أن تكون المبادرة من البنك المركزي لا من البنوك ، بشرط أن تكون الأولى مستقلة .

¹ عبد القادر خليل ، **مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي**، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزء الثاني ، 2012 ، ص ص 168- 170 .

ب/ **الفعالية** : تقييم الفعالية بدلالة الفرق بين النتيجة المحصلة والهدف المحدد مسبقا . وبالنسبة لفاعلية أدوات السياسة النقدية ، تعني أن تكون قادرة على نقل آثارها بسرعة لكافة أركان النظام المالي والمصرفي والاقتصاد ككل ، بحيث تكون الأهداف المنوطة باستخدام تلك الأدوات محققة تماما وقريبة من ذلك .
وبعبارة أخرى يقصد بفاعلية السياسة النقدية مدى قدرة هذه السياسة في التأثير على النشاط الاقتصادي ، بغية تحقيق أهداف السياسة النقدية .
وتتوقف هذه الفعالية على ما يلي :

- استقلالية البنك المركزي ، وتطبيق النظام الاقتصادي والسياسي السائد في بلد ما ؛

- تطور الاقتصاد الوطني وكفاءة مؤسساته ؛

- كفاءة السلطات النقدية ونجاحها في اختيار الأهداف والوسائل والمرونة في الاستجابة في تعديل الأخطاء أثناء التنفيذ ؛

- تجنب الآثار المتعارضة ، والسعي على التجاوز في تطبيق أدوات السياسة المالية رفقة السياسة النقدية؛

- نوع الأفكار والنظريات الاقتصادية المستند إليها في إعداد وتنفيذ مختلف مراحل السياسة النقدية (النظرية الكلاسيكية ، الكينزية ، النقديين) .

1/ 2- الانتقال من استخدام الأدوات المباشرة إلى استخدام الأدوات غير المباشرة بشكل رئيسي :

يعتبر هذا الانتقال ، انسجاما مع الاتجاه العام المعتمد على قوى السوق في تسيير عملية الاقتصاد ، وتخفيف أو إزالة القيود من كافة الأدوات والسياسات الاقتصادية والمالية والنقدية .
وإن الأدوات المباشرة لا يمكن إنكار نسبية قوتها وفعاليتها وفورية آثارها في تحقيق أهداف السياسة النقدية ، ذلك أنها تمثل جانبا هاما في ترسانة أدوات البنك المركزي رغم تغير استخدامها عما سبق . كذلك في الجانب الآخر هناك العديد من السلبيات كانت وراء هذا التحول إلى الاعتماد بشكل رئيسي على الأدوات غير المباشرة ، ونجد هذا في الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء .

2/ فعالية السياسة النقدية وانحدار منحني Is:

يؤثر انحدار منحني Is في فعالية كل من السياسة النقدية والسياسة المالية ، وإذا كان انحدار منحني Is

يعتمد على مرونة الاستثمار I بالنسبة لمعدل الفائدة i ، فكلما كانت المرونة كبيرة كان منحنى IS مستويا نسبيا ، ويكون أكثر انحدارا عندما تكون المرونة منخفضة ، و ننتاول فعالية السياسة النقدية ، كما يلي¹ :

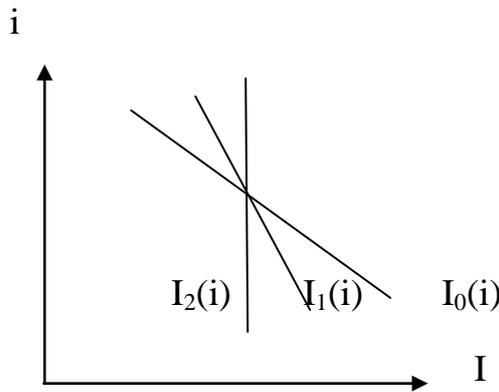
أ / فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى IS :

تتوقف درجة انحدار منحنى IS على مدى استجابة الطلب الاستثماري في سوق السلع والخدمات إلى معدل الفائدة i (أي المرونة) حيث تعتبر مرونة الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة إحدى محددات الفعالية النسبية للسياسة النقدية .

ولذلك نتناول في هذه النقطة انعكاسات زيادة عرض النقود M^s لمنحنى IS - له ثلاث انحدارات - وعلى الدخل من خلال i ، لأن السياسة النقدية تعمل من خلال سعر الفائدة والاستثمار بما يوضح الشكل رقم 02 ، حيث نلاحظ أن منحنى $I_0(i)$ أكثر مرونة ، يليه منحنى $I_1(i)$ ثم منحنى $I_2(i)$ المنعدم المرونة.

عند انخفاض i من i_0 إلى i_1 ، فإن i يتغير طرديا حسب مرونة الاستثمار ، أي أن i قليل التغير كلما كانت مرونته أقل ، ويؤدي ذلك إلى سياسة نقدية أقل مرونة .

الشكل رقم (02) : مرونة الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة و فعالية السياسة النقدية .



المصدر : عبد القادر خليل ، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني ، ديوان المطبوعات الجامعية ص 194 .

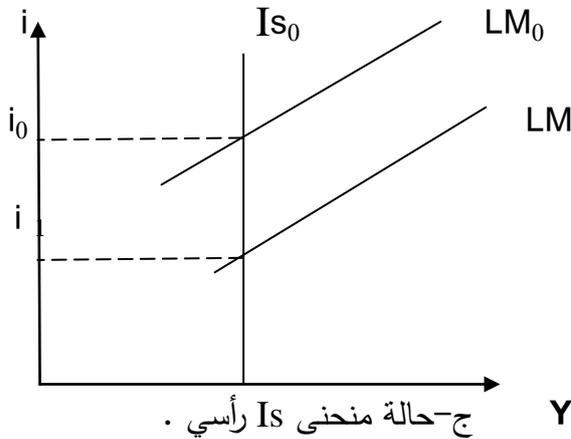
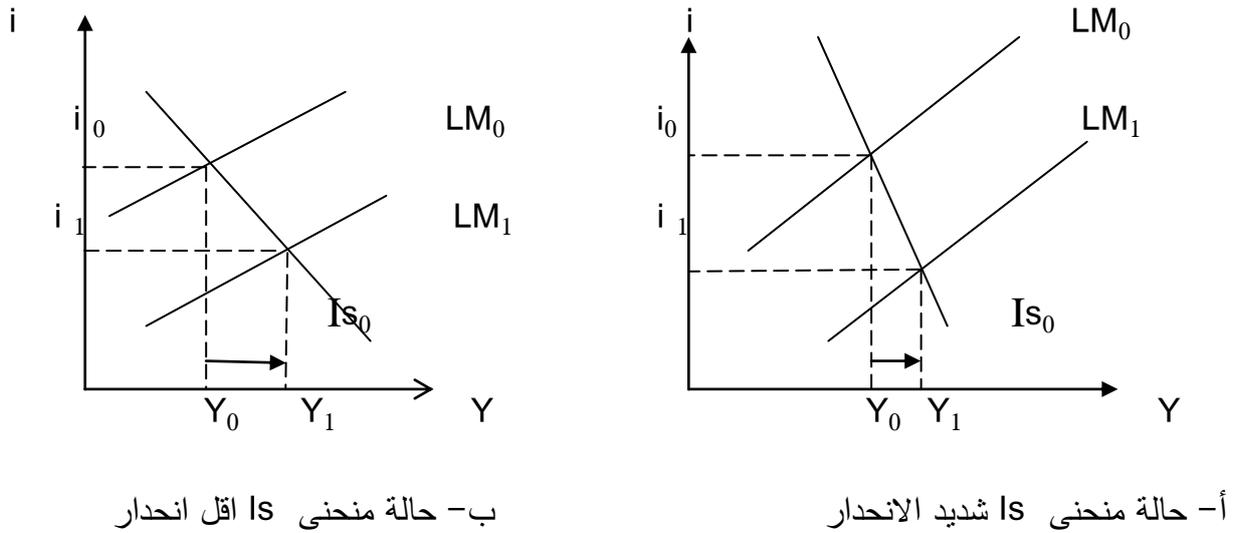
ومن هنا نستنتج أنه : كلما قلت مرونة الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة ، كانت السياسة النقدية أقل فعالية ، والعكس في السياسة المالية التي تكون أكثر فعالية .

واستنادا التحليل أشكال الأخرى المرتبطة بمنحنى IS الواردة في الشكل رقم 03 نتوصل إلى :

¹ عبد القادر خليل ، المرجع السابق ، ص ص 193- 200 .

إن السياسة النقدية تؤثر على الدخل ، من خلال تأثيرها على معدل الفائدة وتكون هذه السياسة غير فعالة عندما يكون منحنى IS شديد الانحدار ، أي في حالة طلب الاستثمار غير مرن لسعر فائدة ، كما يوضح الشكل في الأسفل ، مع الإشارة أن الانتقال الأفقي في المنحنى نتيجة زيادة الإنفاق الحكومي هو بمقدار المضاعف مضروب بالتغير بعرض النقود .

الشكل رقم 03 :فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى IS.



المصدر : عبد القادر خليل ، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني ، ديوان المطبوعات الجامعية، ص 195 .

تكون السياسة النقدية التوسعية فعاليتها كبيرة عندما يكون منحنى (IS) كبير المرونة أو قليل الانحدار و تكون هذه السياسة فعاليتها قليلة عندما يكون منحنى (IS) قليل المرونة أو كبير الانحدار

وبمعنى آخر ترتبط فعالية السياسة النقدية ارتباطا طرديا بدرجة مرونة منحنى (IS)، فتزداد هذه الفعالية كلما زادت درجة مرونة المنحنى، و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم (03) المشروح كما يلي¹:

في الجزء - أ - من الشكل يتضح أن الزيادة في عرض النقود تنتقل منحنى (LM) من (LM₀) إلى (LM₁) و منحنى (IS) في هذه الحالة قليل الانحدار (كبير المرونة)، مؤديا بذلك إلى زيادة الدخل من (Y₀) إلى (Y₁) ، و عاكسا كذلك مرونة عالية لطلب الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة .

أما في الجزء - ب - من الشكل فإن الزيادة في عرض النقود تنتقل منحنى (LM) من (LM₀) إلى (LM₁) و منحنى (IS) في هذه الحالة شديد الانحدار عاكسا مرونة منخفضة لطلب الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة، مؤديا بذلك إلى زيادة الدخل من (Y₀) إلى (Y₁) ، مع الإشارة أن زيادة الدخل في الجزء الأول أكبر من زيادة الدخل في الجزء الثاني، مما يعني أن السياسة النقدية تكون كبيرة الفعالية عندما يكون منحنى (IS) كبير المرونة أي قليل الانحدار وتكون نفس السياسة قليلة الفعالية عندما يكون منحنى (IS) قليل المرونة أي شديد الانحدار. في النموذج السابق فإن السياسة النقدية تؤثر على الدخل عن طريق تخفيض سعر الفائدة و بالتالي جلب الاستثمار، فلو أن طلب الاستثمار يكون تأثيره قليلا بتغيرات سعر الفائدة كما هو حال الجزء الثاني فإن السياسة النقدية تكون عديمة الفعالية، أما إذا كان هناك حساسية الاستثمار لتغيرات سعر الفائدة بدرجة كبيرة فإن السياسة النقدية تكون كبيرة الفعالية .

وفي الأخير يمكن القول أن السياسة النقدية تكون ضعيفة الفعالية في حالة منحنى (IS) شديد الانحدار أي عندما يكون طلب الاستثمار غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة، و تكون السياسة النقدية كبيرة الفعالية عندما ترتفع مرونة طلب الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة و يكون منحنى (IS) قليل الانحدار أو مستوي .

ب/ فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى LM :

باعتبار أن منحنى LM يتوقف على مرونة طلب النقد بالنسبة لسعر الفائدة، فإنه في حالة المرونة المرتفعة يكون منحنى مستوي نسبيا (قليل الانحدار) ، ويكون المنحنى LM أكثر انحدارا في حالة المرونة المنخفضة ، وعندما تكون المرونة منخفضة فإن منحنى LM يكون رأسيا .

ندرس الآثار المترتبة على زيادة عرض النقود ، عندما نكون أمام ثلاث وضعيات لمنحنى (أقل مرونة ، أكثر مرونة، عديم المرونة) .

¹عبدات عبد الوهاب ، فعالية السياسة النقدية وآثارها في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية ، الجزائر ، ص ص ، 5 ، 6 .

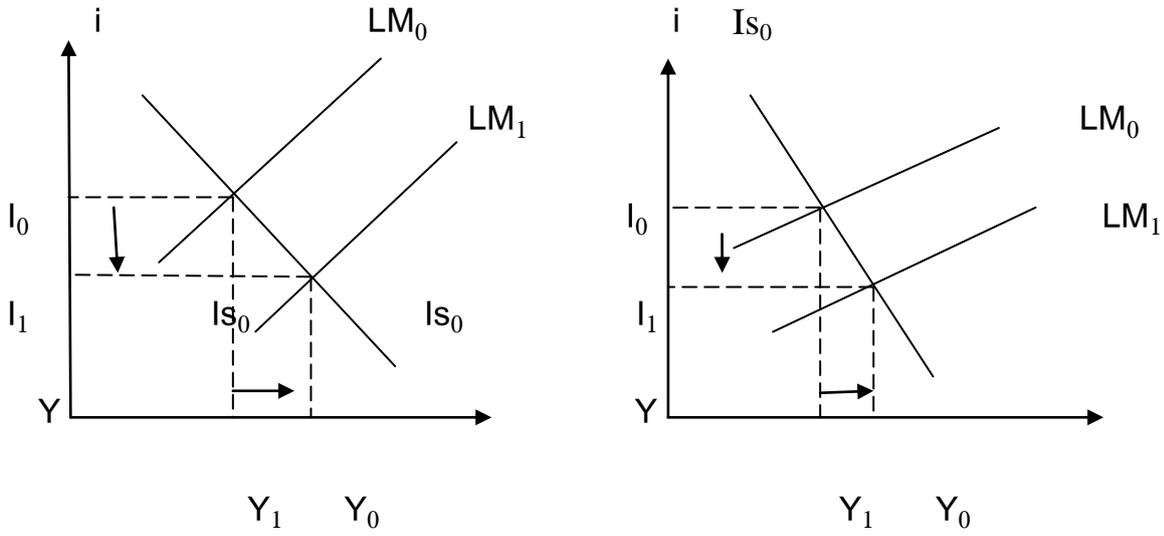
انطلاقاً من الشكل بأجزائه الثلاثة حيث تتباين المرونة ، فإن الزيادة المأساوية في عرض النقود نقلت منحى LM بمقدار متساو من LM_0 إلى LM_1 ، ويعني ذلك بياناً انتقالاً أفقياً متساوياً للأشكال الثلاثة ، مقداره جداء المضاعف في تغير عرض النقود وعليه تكون السياسة النقدية أقل فعالية من الجزء (أ) ، ثم أكثر فعالية في الجزء (ب) ، وأكثر فعالية مما سبق في الجزء (ج) ، أي أنّ أثر التغير في الكمية المعروضة من النقود يزداد تدريجياً كلما زاد انحدار LM . ويمكن تفسير ما سبق كما يلي :

عند مقارنة انخفاض الناتج عن زيادة عرض النقود في كل حالة (أ ، ب ، ج) ، نجد مثلاً في الحالة (أ) أنّ الزيادة في عرض النقود أدت إلى تراجع i ، وهذا التراجع سوف يستميل الاستثمار ، ويزيد بذلك مستوى الناتج و الدخل ، و يجب أن ينخفض i بمقدار ملائم حتى يتعادل Md, Ms .

و كلما كان Md أكثر مرونة بالنسبة لسعر الفائدة ، كان الانخفاض في i أقل ، و من ثم كانت زيادة الاستثمار والدخل أقل ، ونتيجة لذلك تكون السياسة النقدية أقل فعالية ، وهو ما ينطبق على الجزء (أ) .

وإذا نظرنا للجزء (ب) ، حيث منحى LM شديد الانحدار (قليل المرونة) ، تكون مرونة Md بالنسبة ل i قليلة مقارنة بالجزء (ج) ، وبالتالي يجب أن تتخفض i بمقدار أكبر ، لتحقيق توازن سوق النقد بعد زيادة الكمية المعروضة من النقود ، وبالتالي يرتفع الاستثمار ، وتبعاً لذلك يرتفع الدخل بمقدار أكبر .

الشكل رقم 04: فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى LM.

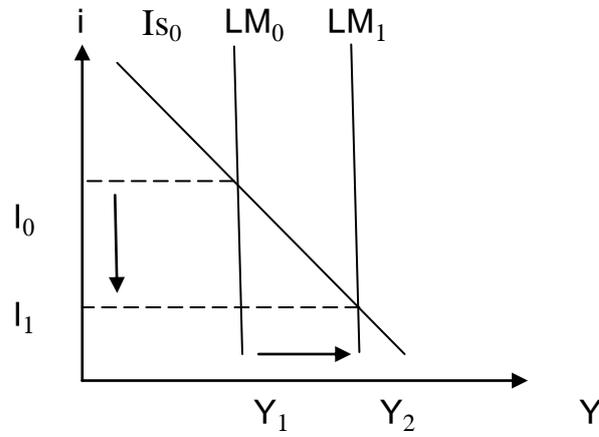


ب- حالة منحنى LM شديد الانحدار .

أ- حالة منحنى LM اقل انحدارا .

(أقل مرونة)

(أكثر مرونة)



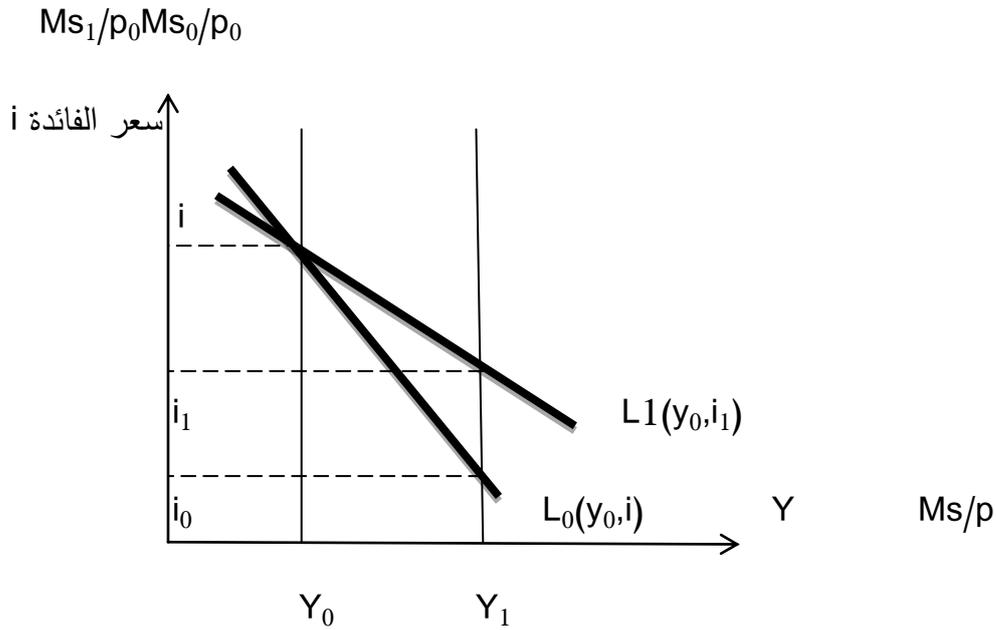
ج- حالة منحنى LM رأسي (عدم المرونة)

المصدر: عبد القادر خليل ، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الجزء الثاني ، ديوان المطبوعات الجامعية، 2012، ص

المطلب الثاني : تحليل نظري لعدم فعالية السياسة النقدية.

إذا افترضنا أن السياسة النقدية تؤثر في الاقتصاد من خلال سعر الفائدة و الاستثمار و من ثم يتزايد الدخل ، و لمن كلما كان الطلب على النقود أكثر مرونة بالنسبة لسعر الفائدة ، كان الانخفاض في سعر الفائدة أقل ، و من ثم كانت زيادة الاستثمار و الدخل أصغر ، و كنتيجة لذلك تكون السياسة النقدية أقل فاعلية و الشكل التالي يوضح الفكرة عند منحني الطلب على النقود للدخل y_0 يكون $L_0(y_0, X)$ كما يوضح الشكل ¹:

الشكل رقم (05) :منحني الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة .



المصدر :صالح مفتاح ،النقود و السياسات النقدية، الطبعة الأولى ، دار الفجر ، القاهرة ، 2005 ص 170.

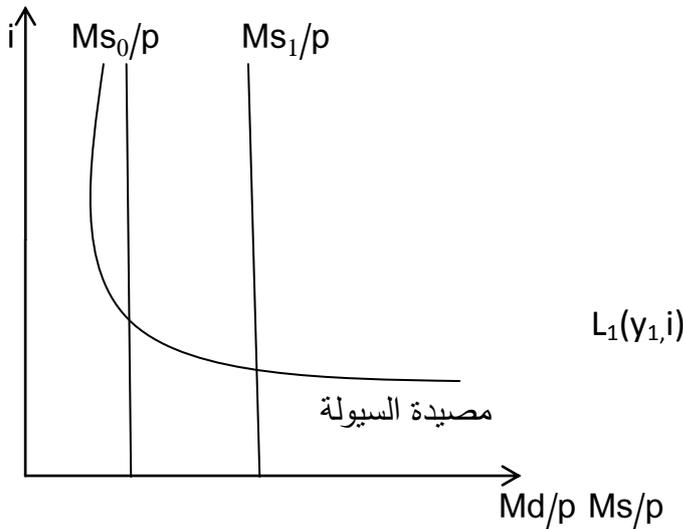
في الشكل المبين أعلاه ، يكون عرض النقود بالقيمة الحقيقية M_{s0}/p والدخل y_0 و سعر الفائدة التوازني هو i_0 ، فإذا تم زيادة عرض النقود الاسمي إلى MS_1 مع فرض ثبات مستوى الأسعار فإن عرض النقود بالقيمة الحقيقية سوف يرتفع إلى MS_1/p_0 و ينخفض سعر الفائدة إلى i_1 أو عندما يكون الطلب على النقود أكثر مرونة بالنسبة لسعر الفائدة فإن الانخفاض في سعر الفائدة يكون قليل جدا .

و لنفترض أن منحني الطلب على النقود هو $L_1(y_0, i_1)$ بدلا من $L_0(y_0, i_0)$ و كان سعر الفائدة التوازني i_e ومع الزيادة في عرض النقود بالقيمة الاسمية و القيمة الحقيقية ، فإن انخفاض سعر الفائدة سيكون i_2 بدلا من i_1 ومع انخفاض سعر الفائدة بقليل فإن الزيادة في الاستثمار و الدخل ستكون أيضا قليلة و بالتالي.

¹صالح مفتاح ، مرجع سبق ذكره ، ص ص ، 170 - 171 .

خلاصة : إن آلية انتقال أثر السياسة النقدية في الاستهلاك و الاستثمار أي الجانب الحقيقي من النشاط الاقتصادي سوف تكون بطيئة جدا عندما يكون الطلب على النقد مرنا مرونة كبيرة بالنسبة لسعر الفائدة ، وهذا الأخير لا يستجيب للتغيرات في عرض النقود ، فإن السياسة النقدية تكون غير فعالة و كان كينز هو الذي تكلم عن هذه الوضعية في الاقتصاد و التي تسمى بمصيدة السيولة و في هذه الحالة فإن السياسة النقدية تتوقف تماما عن العمل إذا كان الاقتصاد قد وصل إلى حالة مصيدة السيولة شكل رقم (06) المبين أسفله .

الشكل (06): السياسة النقدية و مصيدة السيولة .



المصدر :صالح مفتاح، النقود و السياسات النقدية، الطبعة الأولى ، دار الفجر ، القاهرة ، 2005 ص171 .

و بالتالي فإن الفعالية تكون للسياسة المالية حسب كينز، وحسب حالة مصيدة السيولة فإنه لن يكون هناك تغير في سعر الفائدة ، وهكذا فإن الاستثمار لن يتغير للأفضل .

وكنتيجة فإن مرونة الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة هي من المحددات لفعالية السياسة النقدية والسياسة المالية ، وعند بلوغ حالة مصيدة السيولة تكون فعالية السياسة النقدية محدودة ولهذا تم استخدام السياسة النقدية غير التقليدية كحلول لإنعاش الاقتصاد في حالة الركود .

خلاصة الفصل :

تطرقنا في هذا الفصل إلى مفهوم السياسة النقدية والتي هي عبارة عن مجموعة إجراءات تستعملها السلطة النقدية من أجل تحقيق أهداف معينة . كالمحافظة على استقرار النقد والحد من التضخم وتحقيق نمو اقتصادي مرتفع ، ويتم انتقال أثر السياسة النقدية لبلوغ هذه الأهداف عبر قنوات تعتبر همزة وصل بينهما وبين أدوات السياسة النقدية . وقد تعددت هذه الأدوات واختلفت بحسب نوعية تدخل السلطة النقدية فمنها ما سمي بالأدوات الكمية المتمثلة في عمليات السوق المفتوحة والاحتياطي القانوني وكذا معدل إعادة الخصم ، ومنها ما سمي بالأدوات النوعية وتمثلت في أداة تنظيم القروض الاستهلاكية والسقوف لتمويلية ، تخصيص التمويل والإقناع الأدبي .

ومع عجز الأدوات التقليدية عن التعامل مع التطور الذي شهده القطاع المالي نتيجة الابتكارات التي شهدتها أدوات التمويل والمعاملات المالية اضطرت البنوك المركزية إلى استخدام تدابير وإجراءات غير مسبوقة عرفت فيما بعد بالسياسة النقدية غير التقليدية وارتكزت أساسا على التسيير الكمي .

كما أن السياسة النقدية التي تطبقها السلطة النقدية يمكن أن تكون فعالة أو غير فعالة ، حيث تم شرح هذه الفعالية في إطار نموذج LM و IS، وبالتالي تتوقف الفعالية على انحدارات كل من منحنيات IS و LM ومنه تتوقف بدورها على سلوك المتغيرات التي يتكون منها النموذج .

الفصل الثاني : دراسة أزمة الديون السيادية

المبحث الأول : ماهية الأزمات المالية .

المبحث الثاني : تحليل أزمة الديون السيادية .

المبحث الثالث : انعكاسات أزمة الديون السيادية الأوروبية .

تمهيد الفصل :

تعود نشأة الاتحاد الأوروبي إلى المحاولات التي تكررت في تاريخ القارة الأوروبية لتوحيد أمم أوروبا، حيث اشتدت الضرورة لذلك بين الحربين العالميتين الأولى والثانية، سعياً في اكتساب موقع اقتصادي أكثر قوة و تنافسية، وبحثاً عن القدرة للتصدي للأزمات المالية و النقدية والاقتصادية التي تصيبها ، ثم عملت الدول الأوروبية على استكمال وحدتها الاقتصادية، بتأسيس اتحاد نقدي وإصدار عملة أوروبية موحدة مشكلة بذلك منطقة اليورو، إلا أن ذلك لم يمنعها من آثار الأزمة المالية لسنة 2008 بداية، ثم وقوعها في أعنف أزمة لها منذ طرح عملتها الموحدة، وهي ما يعرف بأزمة الديون السيادية الأوروبية .

وقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث :

المبحث الأول : حيث نتناول فيه ماهية الأزمات المالية أشرنا إلى مفهومها، أنواعها ، وأسباب ظهورها.

المبحث الثاني: تحليل لأزمة الديون السيادية بالتركيز على أزمة الديون السيادية الأوروبية وأسباب تفاقمها.

المبحث الثالث : دراسة انعكاسات أزمة الديون السيادية الأوروبية على منطقة اليورو والاقتصاد العالمي .

المبحث الأول : ماهية الأزمات المالية

تعد الأزمات المالية واحدة من أهم الظواهر الاقتصادية التي تترك تأثيرا عميقا على حركة النشاط الاقتصادي وعلى العلاقات الاقتصادية الدولية، وهي تحتاج إلى فترات زمنية طويلة أحيانا للتخلص من الآثار السلبية لها، فضلا عن أنها تهدد الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول عامة وعلى مر العصور ظهرت أزمات مالية متعددة حيث اختلفت أنواعها و تباينت أسباب ظهورها .

المطلب الأول :عموميات الأزمات المالية .

أولا : مفهوم الأزمة المالية .

1/تعريف الأزمة :

بداية يمكن القول بأن كلمة أزمة تعرف بمرادفات بديلة أخرى لها ، فهي تشير إلى شدة أو وضع أو حالة تتصف بأنها فاجعة أو نازلة أو كارثة أو مصيبة موجعة .

كما أنها تطلق بمرادفات بديلة متعددة في اللغة الانجليزية أهمها : **Disaster , Dilemma , catastrophe , Crisis** . وتعتبر الكلمة الأخيرة هي الأكثر شيوعا في الاستخدام في حالة التعبير عن الأحوال والجوانب الاقتصادية التي تعاني من شدة سوء أو من مظاهر أو دلائل عجز أو إخفاق أو تدهور خطير ترتبط بالأنشطة وبالحياة المعيشية والنكسبية والاتفاقية غير المستقرة عبر فترة حرجة تؤدي إلى الركود المتنامي الذي يمكن أن يتسبب في بعض الحالات إلى القضاء التام على اقتصاد ما¹ .

وتعرّف الأزمة أيضا : "على أنها نقطة تحول مصيرية في مجرى حدث ما ، تتميز بتحسّن ملحوظ أو بتأخر حاد ، وترتبط بتجاوزات قديمة لابد أن تزول لتحل محلها ارتباطات جديدة ، وتورث تغيرات كمية ونوعية في هذا الحدث " ².

¹ زينب صالح الأشوح وصلاح الدين فهمي محمود ، الأزمة الاقتصادية المالية ، هبة النيل العربية للنشر والتوزيع ، مصر ، 2010، ص 10 .

² أحمد جلال ، إدارة الأزمات المالية ، دار خالد اللحياني للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص16.

وتتمتاز الأزمات بست خصائص يذكرها **Steve Albert** في كتابه إدارة الأزمات وهي¹:

1- المفاجأة: وتتسم الأزمات بأنها تحدث بشكل مفاجئ إذ أنه لا يمكن التنبؤ بالأزمة، وتعني المفاجأة أن الأزمات تحدث بدون سابق إنذار، أو قرع للأجراس، بل بشكل مفاجئ مما يعني حدوث أمر غير متوقع لنا، مما ينذر بوضع جديد أقل ما يوصف بأنه سيء.

2- نقص المعلومات: وتعني عدم توفر معلومات من المتسبب لهذه الأزمة أو التصرف، ويعود السبب إلى النقص في المعلومات، خصوصا إذا كانت تحدث لأول مرة، حيث لا تعرف من المتسبب في حدوث الأزمة، ولا تعرف حجم الأزمة، ولا توجد ضوابط علمية لمعرفة كيفية التصرف .

3- تصاعد الأحداث: إن توالي الأحداث بسرعة يضيق الخناق على من يمر بالأزمة، و على صاحب القرار أيضا.

4- فقدان السيطرة: إن جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق قدرة صاحب القرار وتوقعاته عن الأمور العادية.

5- حالة زعر: حيث تصدر ردود أفعال شديدة من قبل جميع الجهات المتعلقة بالأزمة، كأن يعمد المدير أو المسؤول إلى إقالة كل من له علاقة بوقوع الأزمة.

6- غياب الحل الجذري السريع : فالأزمات لا تنتظر الإدارة حتى تتوصل إلى حل جذري، فضلا عن غياب هذا الحل أصلا، بل تهدد بتدمير سمعة المؤسسة أو الشركة أو غيرها في غمضة عين، وهنا لا بد من المفاضلة بين عدد محدود من الحلول المكلفة واختيار أقلها ضررا.

2/ تعريف الأزمة المالية :

يمكن القول أن الأزمة المالية هي: " موقف صعب يتعرض له اقتصاد دولة أو اقتصاد مجموعة دول ، وهذا الموقف يؤدي إلى تهديد كبير لهذا الاقتصاد وقطاعاته ومحاوره ومضامينه الأساسية وغالبا يأتي هذا التهديد بصورة مفاجئة رغم البوادر والإنذارات المبكرة التي تتوقعه وهذه المفاجأة في تفجر الأزمة تؤدي إلى محدودية وضيق الوقت المتاح للتعامل مع الأزمة ومعالجتها ومواجهتها بكفاءة وفاعلية قبل استفحالها، إذ أن أي أزمة مالية تتطلب تدخلا سريعا في صناعات القرار لانقراض الاقتصاد ومؤسساته من تهديدات هذه الأزمة"².

¹ محمود جاد الله ، إدارة الأزمات ، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن ، 2010 ، ص ص 20،21.

¹ يوسف أبو فارة ، الأزمات المالية والاقتصادي بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008 ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، الأردن ، 2015 ، ص 37 .

كما عرفت على أنها : " تدهور حاد في الأسواق المالية لدولة ما والتي من أبرز سماتها فشل في النظام المصرفي في أداء مهامه الرئيسية والتي ينعكس سلبا في تدهور قيمة العملة ، وفي قيمة أسعار الأسهم وبالتالي ينتج آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة ، وتحدث الأزمة المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي ، ومن الأسباب الرئيسية تدفق رؤوس الأموال الضخمة في الداخل والتي يرافقها توسط غير مقيد وسريع في الاقتراض " ¹.

وبعبارة أخرى فإن الأزمة المالية من منظور مالي هي انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال وينعكس ذلك على حدوث ارتباك وخلل في مؤشرات الهبوط والصعود²، وتأتي الأزمة المالية عندما يواجه البنك في النهاية قيودا على الإقراض الذي لا يمكن التحايل عليه، حيث يتم إنشاء ظروف الأزمة المالية عندما يهدد عدم قدرة الأرباح على مواكبة الزيادة السريعة في الديون بزيادة التوسع في هيكل الديون ، وتحدث الأزمة في حد ذاتها لأن أشكال الائتمان هذه التي تستخدم كنفود أو شبه النفود خلال الأوقات العادية لم تعد تفعل ذلك عندما يتوقف عرض الائتمان وتعطلت أنماط التمويل العادية حيث يجيب على البنوك أن تكون محدودة بشكل مفاجئ في قدرتها على الحصول على النقد الذي يحتاجونه للوفاء بالتزاماتهم ³.

المطلب الثاني : أنواع الأزمات المالية .

يمكن التمييز بين العديد من أنواع الأزمات ، حيث توجد أزمات العملة وأسعار الصرف ، والأزمات المصرفية ، وأزمات الأسواق المالية ، وأزمة الديون وذلك وفق ما يلي :

1/ الأزمة البنكية (المصرفية) ⁴ :

تظهر الأزمة المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك. وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في هذه الحالة

¹ محمد عماد عبد العزيز وسعد صالح عيسى ، الأزمة المالية والمصرفية والسيادية الناجمة عن الأزمة المالية العالمية لعام 2008، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية ، جامعة تكريت ، كلية الإدارة والاقتصاد ، مجلد رقم 11 عدد 13 ، 2015 ، ص 308 .

² عادل رزق، إدارة الأزمات المالية العالمية ، مجموعة نيل العربية ، الطبعة الأولى، مصر، 2010، ص 19 .

³ Martin H Wolfson, Financial Crises, library of congress cataloging in publication data ,united states of America,1986,pp 126-129 .

⁴ حمد فواز الدليمي و أحمد يوسف دودين ، إدارة الأزمات الدولية والمالية والاقتصادية، دار جليس الزمان ، الطبعة الأولى، عمان ، 2011، ص ص 13، 14 .

أزمة مصرفية **Systematic Banking Crisis** وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان أو **Credit Crunch**، وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي مثل ما حدث في بريطانيا لبنك " **Gurney &Overend** " وما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار "بنك الولايات المتحدة **Dails of United States**" في عام 1931 وبنك " **Bear Stearns**".

2/ أزمة أسعار الصرف¹ :

يعرفها الباحث والخبير الاقتصادي أحمد طلفاح بما يلي : يقال أن هناك أزمة سعر صرف في حالة حصول انخفاض كبير في قيمة الصرف أو إجبار السلطات التنفيذية للتدخل من خلال بيع العملات الأجنبية لحماية سعر الصرف أو من خلال رفع كبير في سعر الفائدة . وتحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة ، عندما تؤدي هجومات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها ، أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته ، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة . ويقال أن هناك أزمة عملة عندما:

- يحدث ارتفاع كبير في سعر الصرف الأجنبي (انخفاض كبير في قيمة العملة المحلية مقومة بعملة أجنبية)، أو إجبار السلطة النقدية على التدخل من خلال بيع العملات الأجنبية لحماية سعر الصرف؛

- رفع كبير في سعر الفائدة المحلية ؛

- عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة ؛

- اتخاذ السلطات النقدية قرار بتخفيض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانهايار سعر تلك العملة وهو تشبيه لما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997 ؛

- قيام الدولة بخفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو تطوعيا من السلطة النقدية إلا أنه في أغلب الحالات يكون ضروريا تتخذه في حالة وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات

¹داودي ميمونة ، ظهور الأزمات المالية ، دراسة أزمة الكساد الكبير (1929 - 1933) والأزمة المالية (2007 - 2008)

،مذكرة ماجيستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد دولي ، جامعة وهران ، 2013-2014، ص ص 42 ، 43 .

الخارجية . بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي ، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي و حدوث الانكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد .

وهناك ثلاثة أسباب لحدوث أزمة الصرف هي :

- عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي وسعر الصرف ؛

- المضاربة والتوقعات في ظل عدم تماثل المعلومات ؛

- الصدمات الخارجية .

3/ أزمة أسواق المال (حالة الفقاعات)¹ :

تحدث أزمات أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعات حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادية على نحو ارتفاع غير مبرر ، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف اتجاه قوي لبيعه ، فيبدأ سعره في الهبوط ، ومن تم تبدأ حالة الذعر في الظهور ، فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى ، سواء في القطاع ذاته أو في القطاعات الأخرى ، ويتم الحديث عن أزمة عندما ينخفض مؤشر السوق المالية بأكثر من 20 بالمائة قياسا عن أزمته 1929 و 1987 .

4/ أزمة المديونية² :

تحدث الأزمة عند تعثر سداد المقرض أو توقف القطاع العام عن سداد التزاماته تؤدي إلى انخفاض تدفقات رؤوس الأموال الداخلة وهذا راجعا لمجموعة من الأسباب تشمل الملاءة المالية ، أو تساهل إدارة البنوك في منح القروض دون ضمانات كافية من المقرض ، أو عندما يعتقد المقرضون أنه يمكن مواجهة حالة التوقف عن السداد وبالتالي يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ، ويحاولون تصفية القروض القائمة . كما يمكن أن ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو دين سيادي (عام) .

¹ أممية خالد ، أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على موازين مدفوعات دول المغرب العربي، دراسة حالة الجزائر خلال 2005-2011 . مذكرة ماجيستر في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر، 2012-2013 ، ص 7 .

² بهية بوكروح ، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية ، دراسة تحليلية للأسباب والتداعيات والحلول (2007 ، 2010)، مذكرة ماجيستر في علوم التسيير ، جامعة الجزائر 3 ، كلية العلوم الاقتصادية التجارية والتسيير قسم علوم التسيير فرع نقود مالية ، الجزائر، 2010/2011 ، ص ص 09 ، 10 .

5/ الأزمة النظامية¹:

الأزمة النظامية **Systemic Crisis** هي الأزمة التي تقتصر على قطاع أو مظهر واحد بل تمتد إلى النظام ككل ، فهي أزمة عضوية أو أزمة بنيوية تتصف بمجموعة من الخصائص أهمها :

لا يمكن اعتبار حدث محدد كمفجر للأزمة ، فهي تتولد في الأسواق المالية أو يتم تضخيمها بواسطة الأسواق المالية ، وبصورة أكثر دقة تتولد المخاطر النظامية في عملية التمويل الخارجي والتخص الاحتياجات التمويلية للمشروع التي يتم توفيرها بواسطة مستثمرين خارج المشروع فضلا عن هذا تنطوي على عنصر العدوى وتعرف تكلفة مالية عالية جدا متمثلة في انخفاض الإنتاج وتراجع الكفاءة الاقتصادية ولا يمكن اعتبار انهيار سوق الأسهم التي لا تؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي بأزمة نظامية حيث أن هذه الأخيرة تتعدى آثارها على المتعاملين في البورصة ، وتمس حتى الأفراد العاديين ، كما أن أضرارها لا تقتصر على المتعاملين والشركات والمشروعات التي أشهرت إفلاسها بل تمتد الأضرار إلى خارج دائرة المتعاملين مع المشروعات المعنية .

المطلب الثالث : أسباب الأزمات المالية .

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد فهناك جملة أسباب تتضافر لإحداث الأزمة ، فالأزمات بعضها داخلي و بعضها خارجي و هناك عوامل تزيد من حدتها و مع اختلاف الأسباب المطروحة إلا أنها يمكن أن تركز في الآتي²:

1- عدم استقرار الاقتصاد الكلي :

تعد التقلبات في المتغيرات الداخلية و الخارجية للاقتصاد الكلي عنصرا مهما في حدوث الأزمات الاقتصادية و كما نشير إلى ذلك الأحداث التاريخية للأزمات ، فعلى صعيد المتغيرات الخارجية نلاحظ أن تدهور شروط التبادل التجاري (خاصة بالنسبة للدول النامية) عنصرا مؤثرا في حدوث الأزمات المالية و تشير بيانات البنك الدولي إلى حوالي (75%) من الدول النامية التي تعرضت لأزمات مالية شهدت انخفاضا في شروط التبادل التجاري بحوالي (1 %) قبل حدوث الأزمة .

¹ بهية بوكروح ، مرجع سبق ذكره ، ص 7.

² موسى اللوزي وآخرون ، الأزمة المالية العالمية و الآفاق المستقبلية، مكتبة المجمع العربي ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2011 ، ص31.

كذلك التغيرات في أسعار الفائدة العالمية و التي تؤثر على تكلفة الإقراض و تدفق الاستثمار الأجنبي ، كما تعد التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية مصدرا مهما آخر من مصادر عدم الاستقرار الاقتصاد الكلي الخارجية حيث تشير الدراسات الاقتصادية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية .

أما المتغيرات الداخلية فيعد التضخم من أهمها كونه يحد من قدرة القطاع المالي في مجال الوساطة المالية كما أنه قد يكون عامل مؤثر في حصول كساد اقتصادي .

2- تشوه نظام الحوافز :

يساهم القائمون على الإدارات العليا في المؤسسات المالية بدور مهم في قيام الأزمات المالية من خلال سعيهم للحصول على أرباح طائلة ، فمزيد من الإقراض يعني مزيدا من الأرباح أما المخاطر الناجمة عن التوسع في الإقراض فهي لاتهم مجال الإدارة في تلك المؤسسات خاصة مع ضعف نظم الرقابة المصرفية و المحاسبية و التي تهتم فقط بالأرباح قصيرة الأجل حيث يتوقف عليها حجم مكافآت مالية سخية لرؤساء البنوك و هكذا أدى الاهتمام بالأرباح في المدة القصيرة إلى تعريض النظام المالي للمخاطرة في المدة الطويلة .

3- ضعف نظم الرقابة والإفصاح :

يرى معظم المحللين أن ضعف النظم المحاسبية المتبعة و الأطر التشريعية و إجراءات الإفصاح المحاسبي خاصة فيما يتعلق بالديون المعدومة و نسبتها في محفظة المصرف و المقدرة الائتمانية للعملاء و المقرضين تقود إلى تدهور معدلات الربحية وتضعف من قدرة المشروع الخاص أو القائمون على إدارة وتقييم البنوك التي ترتكب أخطاء بدون معلومات تتسم بالدقة و الموضوعية وخاصة إذا ترافق ذلك مع نظام ترابط يتسم بالتعقيد و ببطء الإجراءات الأمر الذي يرفع من تكاليف الإقراض ، وتشير الدراسات إلى أنه في أكثر من 28 دولة كان نقص الرقابة المصرفية الفعالة سببا مباشرا في حدوث الأزمة حيث يؤدي نقص الرقابة التي تقييم غير دقيق للمخاطر الائتمانية و تركيز المخاطر في مجال واحد .

4- اضطرابات القطاع المالي¹ :

شكل التوسع في منح الائتمان و تدفقات كبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا . إذ شهد القطاع المالي في تلك الدول خلال حقبة الثمانينات و التسعينات توسعا كبيرا ، تواكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري و التحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد . فضلا عن ذلك فقد أدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية كما في حالة الأزمة المالية في كوريا الجنوبية أم لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري كما حدث في الأزمة المالية في تايلاند . ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية ، حصول انتعاش كبير في منح القروض . ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت أيضا الدول الصناعية مثل فلندا و النرويج و السويد و اليابان و الولايات المتحدة .

5- سياسات سعر الصرف :

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية . ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الملاذ الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية إذ أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدثت أزمة العملة مثال حالة المكسيك و الأرجنتين . وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية مما يزيد من الضغوط و تقاوم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي . وفي المقابل ، وعند انتهاء سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فورا إلى تخفيض قيمة العملة و زيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقا مع متطلبات الأمان المصرفي .

6- نقص الشفافية : ويقصد بها عدم دقة المعلومات عن أداء الكثير من الشركات و المؤسسات الاقتصادية ، خاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطيات الدولية من العملات الأجنبية ، مما يؤدي إلى فقدان وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج .

¹ نبيل جعفر عبد الرضا ، عدنان فرحان الجوارين ، تاريخ الأزمات المالية الاقتصادية في العالم، دار الكتاب الجامعي ، الطبعة الأولى، الإمارات ، 2014، ص ص 33 - 35.

7- تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل :

والتي يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين ، مما يعمل على زيادة حجم القروض المشكوك في تحصيلها لدى البنوك المحلية. وعندها يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية إزاء العملات القيادية. وهذا ما يؤدي إلى موجة من التدفقات الرأسمالية نحو الخارج .

8- وجود خلل في تطبيق السياسات النقدية والمالية الكلية الملائمة :

خاصة إذا تزامن ذلك انعدام الشفافية والفساد و التلاعب في البيانات و القوائم المالية في المؤسسات التي تكون المبعث الأولي للاضطراب .

9- الطبيعة الدورية للاقتصاد الرأسمالي :

يمر الاقتصاد بالمراحل المعروفة للدورة الاقتصادية ، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة الكساد ، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي ، وهو ما يسمى "التمويل المتحوط" . وفي إبان مرحلة النمو ، تتوقع الشركات ارتفاع الأرباح ، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل و التوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض ، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجددا ، ولكن بناء على قدرة تلك الشركات على الحصول على التمويل مستقبلي نظرا لأرباحها المتوقعة . وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الائتمان . وفي حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر في قابلية للإقراض ، الأمر الذي يؤثر بدوره في قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها و تتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي إلى حدوث كساد ويعود الاقتصاد إلى نقطة البداية مجددا .

10- دور الديون قصيرة الأجل : شهدت حقبة التسعينات رواجاً في القروض قصيرة الأجل التي قدمتها

المصارف الدولية للدول النامية. فقد ارتفعت الديون قصيرة الأجل المستحقة على هذه الدول حسب بيانات بنك التسويات الدولي من حوالي 176 بليون دولار عام 1990 إلى حوالي 454 بليون دولار عام 1997. وكان هذا التراكم السريع للديون قصيرة الأجل من العوامل الرئيسية لحدوث الأزمة المالية في المكسيك عامي 1994 و 1995 و دول جنوب شرق آسيا في عامي 1997 و 1998 عن روسيا و البرازيل في عامي 1998 و 1999 .

المبحث الثاني : تحليل أزمة الديون السيادية .

تعتبر أزمة الديون السيادية من أهم الأزمات التي كادت تؤدي بتصعد في منطقة اليورو، وقد أظهرت هذه الأزمة حقيقة هشاشة بعض اقتصاديات دول منطقة اليورو، كما أظهرت أن وجود دولة في تكتل معين لا يعني أنها أصبحت بعيدة عن الانزلاق نحو الأزمة .

المطلب الأول : مفهوم أزمة الديون السيادية الأوروبية .**أولاً: مفهوم أزمة الديون السيادية :**

1/ تعريف الديون السيادية : هي الديون التي تترتب على الحكومات ذات السيادة ، و يكون أغلب هذه الديون في صورة سندات. ويجدر الإشارة إلى أن الحكومات تصدر سنداتها بأحد الأسلوبين هما :

الأسلوب الأول: إصدار سندات بالعملة المحلية للدولة، وتكون هذه السندات في الأغلب موجهة نحو المستثمرين المحليين، ويطلق على الديون الناجمة عن استخدام هذا الأسلوب ديونا حكومية.

الأسلوب الثاني : إصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج ، وتكون في الأغلب بعملة غير العملة المحلية للدولة (غالبا تكون هذه السندات بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو) ، و يطلق على الديون الناجمة عن استخدام هذا الأسلوب ديونا سيادية .

ونظرا لعدم إمكانية إجبار الحكومات على سداد أية ديون (تخلفت عن دفعها) فإنه يتم اللجوء إلى سبل أخرى لمعالجة هذا الأمر مثل إعادة الجدولة الإلزامية لهذه الديون أو تخفيض معدلات الفائدة¹. إذا فالديون السيادية هي عبارة عن قروض في شكل سندات ، تصدرها دول سيادية ما بعملة دولية أجنبية غير عملتها المحلية ، بغرض الحصول على أموال من مستثمرين غير محليين ، وغالبا ما تلجأ إليه هذه الدول عندما لا تستطيع مواجهة نفقاتها و إيراداتها² .

¹ يوسف أبو فارة ، مرجع سبق ذكره ، ص 52 .

² حنان رحمون ، حسين بورغدة ، دور صندوق النقد الدولي في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية -دراسة حالة اليونان -، العدد 45 ، جامعة سطيف، الجزائر، مارس 2016، ص 199 .

2/ خصائص الديون السيادية¹:

- الديون السيادية هي ديون آمنة بشكل عام ، غير أن ضخامة حجمها تجعل المخاطر الكامنة المصاحبة لها على الأسواق الكبيرة جدا وهذا في حالة تعرض إحدى الدول المدينة إلى أزمة سيولة تهدد قدرتها على السداد في المواعيد المجدولة لهذه الديون ؛
- تتميز الديون السيادية بأنها تحقق إقبالا كبيرا من قبل المستثمرين في العالم ، نظرا لانخفاض مستويات المخاطر المصاحبة لإفراض الحكومات بشكل عام ، مقارنة بديون مؤسسات الأعمال الخاص .

3/ مفهوم أزمة الديون السيادية :

تحدث أزمة الديون السيادية إما عندما يتوقف المقرض عن السداد ، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث و من ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ، ويحاولون تصفية القروض القائمة أما أزمة الديون السيادية هي الحالة التي تواجه فيها الدولة تزايدا مستمرا في مستويات ديونها بحيث تصبح هذه المستويات من الدين و الفوائد عليها غير مستدامة (غير قابلة للسداد) ، ما يؤدي في النهاية بالدولة عن التوقف عن خدمة ديونها وإعلان عجزها أو حتى إفلاسها².

وفي تعريف آخر يقصد بأزمة الديون السيادية فشل الحكومة في أن تقوم لتسديد ديونها المقومة بالعملة الأجنبية لعدم قدرتها على تدبير العملات اللازمة لسداد الالتزامات المستحقة عليها بموجب الدين السيادي. وتجدر الإشارة إلى أن معظم حكومات العالم تحرص على ألا تفشل في سداد التزاماتها نحو ديونها السيادية ، وذلك حرصا منها على الحفاظ على تصنيفها الائتماني في سوق الاقتراض وتفاذي تدهوره³.

ويمكن أن يكون لأزمة الديون السيادية درجات مختلفة من الجدية: يمكن أن تتحول أزمة السيولة (قدرة إعادة التمويل لتغطية خدمة الدين) إلى أزمة تشعب (ضمان قدرة الدين) وتتعرض للخطر على المدى الطويل ، واستدامة الدين العام فيما يتعلق بمسار الاقتصاد الحقيقي والنمو المحتمل. علاوة على ذلك ، فإن

¹ مناصرية أنور ، انعكاسات أزمة اليونان على دول منطقة اليورو، مذكرة ماستر في علوم التسيير ، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ، الجزائر، 2016/2017 ، ص 73.

² رواق خالد ، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر، 2012/2013 ، ص 59.

³ كبير سمية، أزمة الديون السيادية و سيناريوهات الحلول، مجلة علوم الاقتصاد و التسيير و التجارة، العدد 29 ، الجزائر، 2014، ص

أزمة الديون السيادية اليونانية والأزمة التي أعقبت ذلك قد سلطت الضوء بوضوح على حلقة مفرغة خطيرة للغاية بين المخاطر المصرفية والمخاطر السيادية ، بسبب ارتفاع حيازات الديون لمختلف الدول من قبل البنوك في منطقة اليورو. ترتبط أزمات الديون السيادية والأزمات المصرفية ارتباطاً وثيقاً¹.

ثانياً : حقيقة أزمة الديون السيادية الأوروبية²:

بدأت ملامح أزمة الديون السيادية الأوروبية في البروز نهاية عام 2009 ، حينما تراكم الدين الحكومي في اليونان ، و تبين أهم المخاطر المصاحبة للدين السيادي اليوناني هي أسوأ بكثير مما كان يعتقد، وسرعان ما انتقلت هذه الأزمة إلى عدة دول أوروبية أخرى مثل أيرلندا ، البرتغال ، إيطاليا وإسبانيا ، ومدى قدرتها على سداد ديونها . الأمر الذي أدى إلى زيادة تكلفة الاقتراض .

وقد أدى تحمس بعض الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي لاستيفاء شروط الانضمام إلى اليورو إلى الإفراط في الاقتراض من أجل رفع معدلات النمو وتحسين الأداء الاقتصادي ، وتعتمد تلميح بعض مؤشرات ، خاصة ما يتعلق بمؤشر عجز الموازنة العامة ، و هو ما جعل بعض هذه الدول تعلن في وقت لاحق حقيقة وضعها المالي ، وحقيقة نسبة عجز الموازنة ونسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي ، وكانت المؤشرات الحقيقية مفاجئة في كثير من هذه البلدان خاصة في اليونان ، البرتغال و إسبانيا .

وبذلك أصبحت معظم هذه الدول مثقلة بالديون السيادية صعبة السداد ، مما يؤدي بها إلى إعلان إفلاسها عن سداد هذه الديون ، وما قد يترتب عن ذلك من التسبب في أزمة للقطاع المصرفي الأوروبي ، أو اللجوء إلى طلب المساعدة من الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي من خلال برامج الإنقاذ .

المطلب الثاني : جذور أزمة الديون السيادية الأوروبية

تعد أزمة الديون السيادية التي ضربت منطقة اليورو أواخر سنة 2009، من الأزمات المالية التي تضررت منها الدول الأوروبية بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، والذي كان سببها في الأصل فقاعة سوق العقارات بالولايات المتحدة مع نهاية سنة 2007، أين تكونت حلقات من الأزمات المالية اتصلت ببعضها، نتيجة للتوسع في التحرير المالي وشدة الارتباط بين البنوك والأسواق المالية الأمريكية والأوروبية؛ مما تسبب في تضخم الائتمان في أوروبا وشجع الدول على الاقتراض ليصل إلى حدود هددت إفلاس

¹ Laurent Braquet , David Mourey , économie monétaire et financière, paris , juin2018 , p 219 .

² يرقى حسين ، غزالي عماد ، عدوى الأزمات المالية دراسة حالة أزمة اليونان، العدد 26 ، الجزائر، 2012 ، ص ص 177، 178.

وانهيار منطقة اليورو، وذلك لارتفاع عبء الدين وعجز بعض دول المنطقة عن خدمة هذه الديون إلا أن جذور أزمة الديون السيادية الأوروبية ترجع في الواقع إلى وقت طويل، إذ تعود إلى جملة من الاختلالات في اقتصاد الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو، نتيجة لعدم اكتمال الاندماج الاقتصادي والمالي وبالخصوص جانب المالية العامة والذي يحتاج إلى تغييرات هيكلية أساسية، حيث إنه تم تحويل سلطة اتخاذ القرارات النقدية إلى المستوى الأوروبي في إطار الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي، إلا أن سلطة السياسة المالية بقيت على مستوى الدول الأوروبية كل على حدة، كما أن ضعف النمو في بعض الدول الأعضاء بالمنطقة اليورو، راجع أساسا إلى الاختلالات الشديدة في التدفقات التجارية والرأسمالية التي تراكمت بعد اتخاذ اليورو كعملة مشتركة، بالإضافة إلى نقاط الضعف الناجمة عن ارتفاع الأسعار وضعف القدرة التنافسية، إضافة إلى تكاليف العمل في بلدان الجنوب منذ بداية الاتحاد النقدي، وكذا مشكلات التوظيف والفصل من العمل وارتفاع الحد الأدنى للأجور ومركزية التفاوض على الأجور، مع تقييد الحصول على الوظائف والوصول إلى بعض الأسواق¹.

وكانت البداية من اليونان حيث في عام 2009 اعترفت الحكومة اليونانية أنها تعاني من عجز في الميزانية، ثم تخطت الأزمة ذروتها مع وصول عجز الموازنة في اليونان إلى 13% من الناتج المحلي أو ما يمثل خمسة أضعاف ما هو مسموح به في منطقة الأورو. و تدين اليونان الصندوق النقد الدولي بحوالي 5% من ناتجها القومي، وبحوالي 70% للصندوق الأوروبي، وبالتالي فالجزء الأكبر من ديونها لصالح المؤسسات الرسمية للاتحاد الأوروبي ويشار إلى أن اليونان يمثل 1% من الناتج الأوروبي بالإضافة إلى 2% من الصادرات الأوروبية، بالتالي الناتج المحلي الإجمالي لدولة اليونان 3% من الناتج القومي لمنطقة اليورو. وبحسب قوانين الاتحاد الأوروبي وقوانين منطقة اليورو أيضا لا يوجد شرط معين يقول أنه مع وجود أزمة مالية تخرج الدولة إن جذور المشكلة تعود إلى سنوات سابقة حيث كان الأداء الاقتصادي لليونان سيء قبل انضمامها إلى منطقة اليورو فكانت دائما تعاني من مشكلة المحافظة على معدلات النمو الاقتصادي والرفاهية لمواطنيها، وأيضا السيطرة على النفقات العامة والسيطرة على زيادة الديون وبعضويتها في منطقة اليورو شجع هذا الأمر اليونان على المزيد من الاقتراض خاصة من الدول الأوروبية الأخرى وبالتالي أصبح على اليونان ديون عالية جدا بحيث أصبح من الصعب عليها أن تسدها².

¹ حنان رحمون ، حسين بورغدة ، مرجع سبق ذكره ، ص 201.

² بلحسن صارة، أزمة الديون اليونانية جذورها، انعكاساتها وحلول الإنقاذ، الجزائر، ص 245.

يواجه الاقتصاد اليوناني تحديا مزدوجا ، فهو يشهد أزمة حادة في المالية العامة على نحو يندر بالخطر تتسم بمستوى شديد من تزايد العجز ونسبة الدين العام التي تراكمت على مدار عشرة سنوات، حيث بلغ عجز الموازنة نسبة 13.6 % من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي ووصلت نسبة الدين العام إلى الناتج 115% عام 2003، ما يعني أن هذه الأرقام هي أعلى بكثير من تلك المسموح بها وفقا لميثاق الاستقرار والنمو والتي تنص على وضع سقف لعجز الموازنة لا يتعدى 03%، وسقف لنسبة الدين العام لا يزيد عن 60% من الناتج المحلي الإجمالي؛

انخفاض تنافسية الاقتصاد اليوناني، حيث يصنف في أوروبا على أنه اقتصاد غير تنافسي، ويعزى ذلك إلى ارتفاع مستويات الأجور والذي لا يصاحبه زيادات مماثلة في الإنتاجية للعامل اليوناني، الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع تكاليف السلع اليونانية بالنسبة لغير اليونانيين، وهو ما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي على الصادرات اليونانية، ومن ثم تصاعد عجز الميزان الخارجي بها والذي يحتاج هو الآخر إلى تمويل ؛

حالة الكساد التي يتعرض لها الاقتصاد اليوناني، مثله مثل باقي دول العالم وذلك بسبب الأوضاع الاقتصادية السيئة التي صاحبت ظروف الأزمة المالية العالمية، وهو ما تسبب في استمرار ارتفاع عجز الموازنة وارتفاع معدلات البطالة؛

كل التهرب الضريبي الذي تفقد من خلاله الخزينة اليونانية ما يربو عن 20 مليار أورو سنويا، ناهيك عن التوسع في الإنفاق الحكومي بأكثر مما تسمح به طاقة الاقتصاد اليوناني خاصة فيما يتعلق بالأجور والمعاشات¹.

المطلب الثالث : أسباب أزمة الديون السيادية الأوروبية .

عدم قدرة بعض الدول في منطقة اليورو عن الالتزام بوفاء مديونيتها تجاه دائئها سبب من أسباب الأزمة، علما أن هذه الدول تعاني من عجز مسجل في الميزانية العمومية و ديون عمومية متراكمة لسنوات قديمة قبل الأزمة وأدى هذا العجز إلى انكماش اقتصادي الذي مس الاقتصاديات في أعقاب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ، التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت أثارها إلى باقي دول العالم وبحسب درجة الاندماج في الاقتصاد العالمي لكل دولة ، وعليه يمكن بيان بعض الأسباب الرئيسية لتطور الأزمة في منطقة اليورو:

¹ زرارز العياشي و مداحي محمد ، فعالية التكتلات الاقتصادية في مواجهة أثر الأزمات المالية و الاقتصادية العالمية -أزمة الديون السيادية نموذجا-، مجلة المستقبل الاقتصادي ، الجزائر، ص ص 193،194 .

1- ديون عمومية مفرطة وارتفاع في معدلات الفائدة : هي مجموعة التعهدات المالية التي تمت تحت صيغة قروض بنكية أو إصدار سندات حكومية أو أدونات الخزينة المصدرة من طرف الدولة أو الجهات المحلية والمؤسسات العمومية التابعة لها ، وقد نصت اتفاقية ماستريخت على أن لا تتجاوز نسبة المديونية إلى الناتج الداخلي الخام نسبة 60 % لكل دولة من دول منطقة اليورو غير أن أغلب الدول الموقعة على المعاهدة لم تلتزم بهذه النسبة¹.

2- نقض لقواعد معاهدة الاستقرار المالي : وقد تفاقمت أزمة الديون الأوروبية بشكل خاص بسبب ضخامة مديونيتها مقارنة بالناتج المحلي بالإضافة إلى انكشاف البنوك الأوروبية، خاصة الألمانية والفرنسية بشكل كبير على الديون الأوروبية، ويبلغ مجموع الديون على قائمة هذه البنوك ما يعادل نحو تريليون دولار، وهو تقريبا نصف انكشاف البنوك الأوروبية إجمالا، وهذا يعني أن عجز الحكومات الأوروبية عن سداد ديونها سيهدد النظام المصرفي الأوروبي وبالرغم من إنشاء صندوق إنقاذ بحجم تريليون دولار للدول الأوروبية المعنية، لو نتج الجهود في احتواء تدهور الوضع الائتماني لهذه الدول وتم تخفيض الجدارة الائتمانية بمستويات متفاوتة لعدد من الحكومات الأوروبية².

3- تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008: وانعكس ذلك عندما قامت بعمليات الإقراض الواسعة للحيلولة دون إفلاس العديد من بنوكها والمؤسسات المالية، ففي إيطاليا مثلا قامت الحكومة بتوفير تمويل بقيمة 20 مليار يورو لقطاع البنوك ومن دون ضمانات، وهي إجراءات قامت بها الدول للحد من آثار الأزمة المالية العالمية التي هددت بالفعل استقرار الاقتصاد العالمي، فما كان من هذه الدول صاحبة الملاءات المالية الضعيفة إلا اللجوء إلى المديونية الخارجية لتمويلها بالأموال اللازمة لذلك، وهو ما أدى إلى تفاقم ديونها والاتجاه نحو الصعود. استمرت الأزمة إلى أن أفلست العديد من المصارف في حين جرى إنقاذ بعضها الآخر بتدخل الدولة عبر مخططات إنقاذ³.

4- اختلالات التجارة لدول منطقة اليورو: تعود جذور الأزمة إلى تفاقم الاختلالات في التجارة بين دول الشمال و دول الجنوب فخلال مرحلة تداول اليورو ازداد التباعد بين دول منطقة اليورو وتضخمت الفجوة التجارية فلقد أدى اليورو إلى ارتفاع الأسعار و الأجور في الدول ذات العملات الأضعف سابقا بينما كان

¹ محمد عماد عبد العزيز ، سعد صالح عيسى، مرجع سبق ذكره ، ص ص، 332 ، 333 .

² سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق، مشروع 02-2012، 13، ص 9 .

³ غرابية زهير، معزوز لقمان ، أزمة الديون بمنطقة اليورو 2010 جذورها وتداعياتها وآليات إدارتها، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد 02، الجزائر ، ص 9 .

التأثير معكوسا على ألمانيا بسبب قوة المارك الألماني في وقت سبق على اليورو مما زاد في تنافسية البضائع الألمانية في الأسواق الأخرى معززا الفجوة التجارية لدول الأطراف. فبين سنوات 1998 و2007 شهدت ألمانيا فائضا تجاريا أفضل من بقية أعضاء منطقة اليورو الأكثر تضررا، وفي الفترة نفسها شهدت دول مثل اليونان البرتغال وإيرلندا وإسبانيا عجزا كبيرا في ميزان مدفوعاتها، ففي اليونان ارتفع العجز التجاري من 3% إلى 14% في البرتغال وصلت إلى 11.6%، في إسبانيا 9.7%، إيرلندا 5.2%، أي يمكن القول أنه لا يوجد توازن في التجارة البينية الأوروبية والخلل الذي يوجد في الدول الجنوبية الأوربية يكمن في الاندفاع للاتجاه إلى الانفتاح ودرجة نموهم لم تكتمل بعد ولم تصل إلى درجة المنافسة الكافية التي تسمح لهم بدخول الأسواق الخارجية وهذا ما يؤدي إلى استغلال الدول الشمالية للدول الجنوبية وجعلها أسواق لتصريف منتجاتها¹.

5- التأخر الكبير في معرفة حجم الديون التي تعاني منها بنوك منطقة اليورو: ففي 25 مارس 2009 قام بنك جولدمان ساكس (Goldman Sachs) بتقييم الخسائر المحتملة للبنوك في منطقة اليورو حيث وصلت إلى 922 مليار أورو، وهو ما يمثل 10.1% من الناتج المحلي الإجمالي في منطقة اليورو، من هذا المبلغ المقدر تم الاعتراف بحوالي الثلث (346 مليار أورو) لأغراض محاسبية، وهو ما يعني أن البنوك في منطقة اليورو لا تزال لديها أكثر من 584 مليار أورو من خسائر لم يصرح بها².

6- قوة الصدمة وهشاشة الوحدة النقدية الأوروبية: حيث أوضح Aglieta Michel " في هذا الصدد أن ما حدث لمنطقة اليورو غير مفاجئ لأنها وحدة غير كاملة وهشة، وجعا ذلك بشكل رئيسي إلى ضعف فعالية التنسيق في السياسات الكلية للدول الأعضاء خاصة في حالات عدم الاستقرار الناجم عن الصدمات الخارجية، فمنذ عام 2008 زادت شدة هذه الصدمات وتناقصت قدرة السلطات العمومية على التصدي لها³.

7- دور وكالات التصنيف: تقييم وكالات التصنيف الائتماني مثل "ستاندردز أند بورز" لتصنيفاتها السيادية على المدى الطويل الدولة من أعضاء منطقة اليورو التي تعاني من الأزمة المالية أدى إلى ارتفاع معدلات أسعار الفائدة خصوصا على الدول التي تعاني عسرا ماليا ومنه فإن الدور الذي لعبته كان دورا ساليا⁴.

¹بوزرب خير الدين، معيزي نجا، الإصلاحات التنظيمية المصرفية في منطقة اليورو بعد أزمة الديون السيادية، مجلة جديد الاقتصاد، الجزائر، العدد 13، ، 2018، ص 52 .

²بوزرب خير الدين، مرجع نفسه، ص 53.

³زرار العياشي، مرجع سبق ذكره، ص 195.

⁴ غريبي أحمد، ركي أحسن ، أزمة الديون السيادية لمنطقة الأورو وتداعياتها على الاقتصاد القبرصي، الجزائر ، ص 8.

كذلك من بين الأسباب الداخلية التي أدت إلى تفاقم الأزمة ما يلي¹:

- الفساد في النظام المصرفي وضعف الرقابة عليه، حيث تبين أن العديد من المصارف قامت بعمليات تزوير في أسعار الفائدة وتلاعبت في أسعار الصرف، وتقربت من دفع الضرائب، وقدمت قروضا لمؤسسات متعثرة دون دراسة علمية، وأعطت قروضا عقارية لأفراد دون مراعاة لمستوى دخولهم، ودون مراعاة للقيمة الفعلية للعقار؛

- عدم قدرة الحكومات على تنفيذ، برامج الكشف لأسباب سياسية واجتماعية واستمرارها في سياسة

الاقتراض؛

- ارتفاع نسبة القروض المتعثرة للأفراد والمؤسسات، وانتقال تلك القروض لكاهل الدول التي ضمنت القروض؛

- الخلل في الميزان التجاري، حيث خسرت العديد من دول جنوب أوروبا حصصها في السوق لصالح دول الشمال كألمانيا بسبب الضعف في التنافسية و التنظيم، وكذلك خسارة أوروبا لحصتها من السوق العالمية لصالح الولايات المتحدة الأمريكية بسبب انخفاض سعر الدولار ولصالح الصين والهند بسبب الأسعار المنافسة؛

- مشكلة بنية منطقة اليورو الاقتصادية، حيث توجد وحدة نقدية دون وجود تشابه أو انسجام في بنية

المؤسسات، وبوجود اختلاف في قوانين الضرائب والتقاعد، ومستوى التطور والنمو؛

- عدم وجود مرونة في الجهاز النقدي الأوروبي، حيث لا يسمح للدول بصك النقود لتغطية احتياجاتها لتسهيل تجارتها، وهذا دفع الدول إلى رفع الضرائب للحصول على سيولة نقدية، مما أدى إلى خفض قدراتها التنافسية؛

- تردد المصارف والأفراد في شراء سندات الدول المتعثرة ورحيل رؤوس الأموال أدى إلى استفحال الأزمة؛

التنافس بين الدول الأوروبية في كثير من الأحيان يفوق التنسيق بينها، وذلك بسبب الصراع بين مراكز القرار السياسي والاقتصادي، ولعدم وجود هوية أوروبية موحدة، ففي كثير من الأحيان يكون السعي إلى معاقبة الدول أكثر من السعي لمساعدتهما.

¹ عزيزة بن سمينة، ليندة رزقي، أثر الأزمات الاقتصادية الحالية على جهود مكافحة الفقر - أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو-، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد 03، الجزائر، ص 173.

المطلب الرابع : تطور أزمة الديون السيادية .

بدأت تلك الأزمة في نهاية عام 2009 وبداية عام 2010 ، حيث تراكم الدين الحكومي في ثلاث بلدان في منطقة اليورو هي اليونان ، ايرلندا ، البرتغال ، والتي لبثت أن امتدت إلى عدة دول أوروبية أخرى ، وأصبحت خطرا يهدد بالانتشار في ايطاليا واسبانيا ، وهما يحتلان المرتبة الثالثة والرابعة على التوالي في اقتصاد منطقة اليورو .

أولا : أزمة اليونان .

قامت الحكومة اليونانية في التسعينات من القرن الماضي باتباع سياسة اقتصادية شديدة كي تستطيع اللحاق بتطبيق قواعد اليورو، الذي انضمت إليه عام 2001. وقد اتضح بعد ذلك التاريخ أن اليونان قدمت معلومات غير صحيحة عن أداء اقتصادها للاتحاد .وبعد اكتشاف الأمر في عام 2004، أمهل الاتحاد الأوروبي اليونان مدة عامين (2005 و2006) لتصحيح الأداء و خفض عجز الموازنة لأقل من 3 % حسب بنود ميثاق الاستقرار و النمو الخاص باليورو، هذه المحاولة أضعفت مصداقية اليونان أمام شركائها في الاتحاد النقدي الأوروبي لذلك لم تجد تعاطفا واسعا مع أزمته، اعتمدت اليونان على عضويتها في الاتحاد لإقناع الأسواق المالية بمتانة اقتصادها واستطاعت خلال سنوات عدة تمرير سياسات اقتصادية توسعية تفوق قدرة اقتصادها وقدرة ميزانية حكومتها على الاستمرار، ولجأت إلى ذلك عن طريق الاقتراض الداخلي و الخارجي ، انكشف الأمر بسرعة حينما بدأت آثار الأزمة المالية العالمية تحط رحالها على الاقتصاد اليوناني¹.

بدأت الأزمة اليونانية نتيجة الأزمة المالية العالمية عام 2007، حيث أن السياحة والنقل البحري يتأثران كثيرا في الأزمات، ونتيجة لذلك بدأ الدين الحكومي يتضخم بسرعة، وفي بداية 2010، بدأ القلق يزداد تجاه النمو المتزايد للدين الحكومي، وقد طلبت الحكومة اليونانية من صندوق النقد الدولي خطة إنقاذ، وخفضت ستاندرد أند بورز التصنيف الائتماني لليونان لتصبح + BB حيث أصبح العائد على السندات لأجل سنتين 15.3 % وبهذا انخفضت أيضا الأسواق المالية للأسهم. وفي 2011، ظهر الدين الحكومي كمسألة خطيرة ومزعجة للحكومة اليونانية وبالضبط في منتصف جوان 2011 خفضت ستاندرد أند بورز التصنيف

¹ عبد الله رزق ، الاقتصاد العالمي في زمن الأزمات المتناسلة، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، بيروت، 2012، ص ص 211-

الائتماني للحكومة اليونانية إلى CCC ، مع العلم بأن هذا التصنيف هو من أقل التصنيفات للدول في العالم، وأن اليونان دولة متعثرة لا تستطيع تسديد ديونها¹.

وقع الاقتصاد اليوناني في فخ المديونية العامة صعبة السداد، فقد توسعت اليونان في الاقتراض من أجل الإنفاق العام وتحسين مستويات المعيشة ورفع الرواتب ومعاشات التقاعد وإنعاش الاقتصاد، لكن هذه الديون تفاقمت بشكل مبالغ فيه حتى بلغت نحو 406 مليارات دولار (300 مليار يورو) بنهاية عام 2009، وهذه الديون تمثل نحو 120% من الناتج المحلي الإجمالي، والخطورة في هذه الديون، فضلا عن أنها تمثل نسبة بالغة من الناتج المحلي الإجمالي، أنها تستحق على أجال قصيرة وليست طويلة، أي يصعب ترحيلها، والخطورة الأكبر أنها مصحوبة بعجز في الموازنة العامة في حدود 14 % ونسبة بطالة نحو 10 %، وهو ما يجعل حل المشكلة معقدة من الناحية الاقتصادية، حيث إن تسديد هذه الديون أو تقليصها يتطلب سياسات اقتصادية لا تتوافق مع أهداف مواجهة البطالة وزيادة الانتعاش الاقتصادي ورفع معدلات النمو².

وبتفصيل الديون اليونانية فإنه يمكن تقسيمها كما يلي³:

- ❖ 270 مليار يورو ديون القطاع العام ؛
- ❖ 30 مليار يورو ديون حكومية داخلية على شكل سندات القطاع التأمين؛
- ❖ 25 مليار يورو قروض معطاة بضمان القطاع العام 80% منها غير قابلة للسداد أو الاسترداد؛
- ❖ 8 مليار يورو ديون لمؤسسات قامت بمشاريع وقدمت خدمات و مستلزمات مستشفيات للدولة ؛
- ❖ 7 مليار يورو على شكل سندات والتزامات واستحقاقات للإدارات المحلية كديون على الدولة؛
- ❖ 3 مليار يورو مرتبات والتزامات مستحقة لموظفي شركة الأولمبيك للطيران ؛
- ❖ 1 مليار يورو ديون أخرى ؛
- ❖ 300 مليار يورو عجز لمؤسسات التأمين الاجتماعي عام 2005 – 2006؛
- ❖ 280 مليار يورو ديون الشركات والأفراد للبنوك ؛

¹بالكور نور الدين، أزمة الدين السيادي في اليونان الأسباب و الحلول، مجلة الباحث ، عدد 13 ، الجزائر ، 2013، ص 60 .
² سليمان شيبوط ، تداعيات أزمة الديون الأوروبية على الاقتصاديات المغربية ، مجلة رؤى الاقتصادية ، العدد 06، الجزائر ، جوان 2014، ص 145 .

³ عبد اللطيف درويش ، الأزمة المالية اليونانية جذورها وتداعياتها، تقرير مركز الجزيرة للدراسات، 11 جويلية 2012، ص 04.

❖ 28 مليار يورو تم تقديمها للبنوك خلال الأزمة المالية العالمية على شكل ضمانات.

وبذلك فإن مجمل الدين العام هو 948 مليار يورو وهذا يعني أنها تصل حد 400 % من الدخل القومي، وبالرغم من أن تلك الأرقام تعود إلى مصادر رسمية إلا أنه تبقى تقريبية وأن الديون تفوق تلك الأرقام التي ذكرت آنفا ، وكيفما يتم النظر إلى الدين فإنه كبير جدا إلى الحد الذي يؤدي إلى إعاقة التنمية ، ويحول دون جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، ويجعل اليونان أسيرا ومحتكما للقرارات الدولية الخارجية .

ومن ثم أصبحت اليونان أمام خيار صعب وهو إعلان إفلاسها والتوقف عن سداد ديونها السيادية للدائنين الذين يتركز معظمهم في دول الجوار الأوروبي. خاصة في ألمانيا وفرنسا، وهو ما يعني مرة أخرى هزة عنيفة للجهاز المصرفي، لكن هذه المرة في الاتحاد الأوروبي، ومن ثم بدأت دول الاتحاد الأوروبي ومؤسساته وصندوق النقد الدولي بالدخول على الخط لإيجاد حلول للمشكلة قبل أن تتسبب في أزمة عالمية جديدة¹.

الجدول رقم 01 : تطور نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في اليونان .

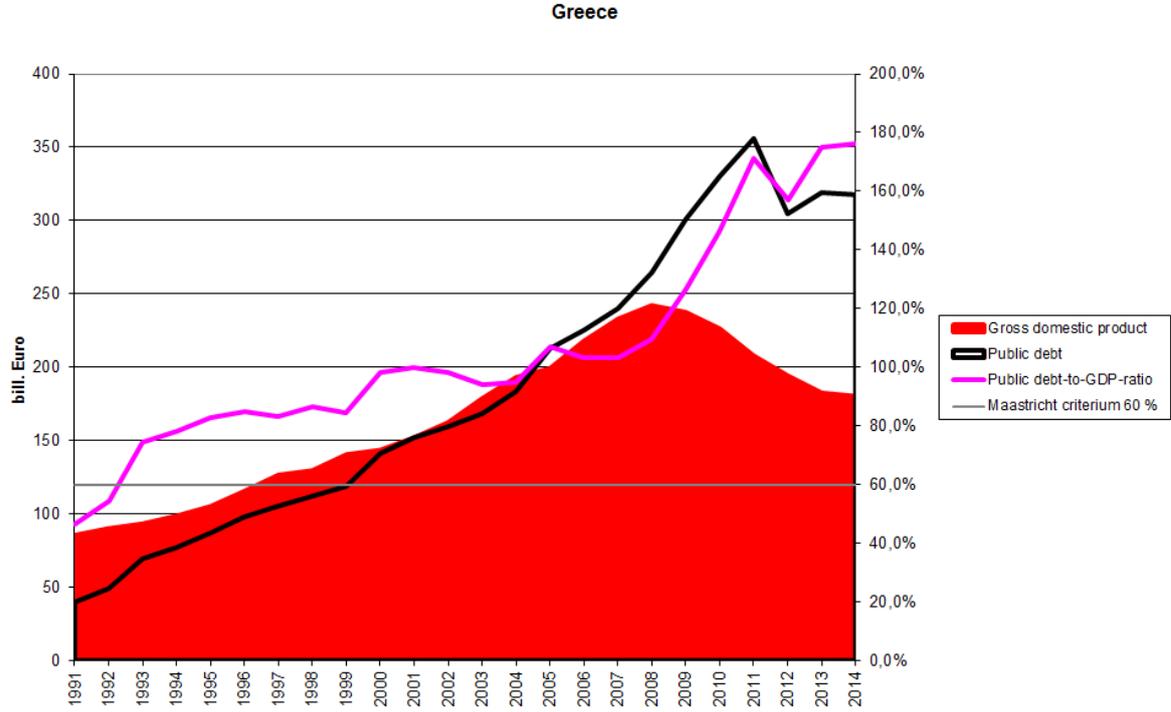
2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
%120.6	%120.4	%113.4	%99.2	%95.6	%97.1	%100

المصدر: سليمان شيبوط ، تداعيات أزمة الديون الأوروبية على الاقتصاديات المغربية ، مجلة رؤى الاقتصادية ، العدد 06،

جوان 2014، الجزائر، ص 14 .

¹ سليمان شيبوط، مرجع سبق ذكره، ص 146 .

الشكل رقم 07 :منحنى يبين تطور نسبة الدين العام في الاقتصاد اليوناني.



المصدر : مخطط مستند لبيانات أميكو من اللجنة الأوروبية، مقال رئيسي أزمة الدين الحكومي اليوناني

<https://www.marefa.org> تاريخ الاطلاع: 19/04/13 ، 19:49.

حلول الأزمة اليونانية¹:

قدمت الحكومة اليونانية طلبا رسميا في 23 يونيو 2010 على دول منطقة اليورو وصندوق النقد الدولي تفعيل خطة الإنقاذ المالي التي اتفق عليها قبل عشرة أيام مع المفوضية الأوروبية ، وتتضمن الخطة قروضا من دول الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد بقيمة 45 مليار يورو تحتاجها الحكومة اليونانية للنفقات المالية خلال السنة الجارية إضافة إلى حاجة اليونان لتسديد 16 مليار يورو لسندات يحل أجل سدادها مع نهاية شهر مايو وبسبب ارتفاع معدلات الفائدة إلى 8.3 % فإن اليونان غير قادر على إعادة تمويل هذه السندات .

وردت المفوضية الأوروبية على الطلب اليوناني بأنها سوف تقوم بتفعيل الآلية في أسرع وقت ممكن فيما صرح مدير عام صندوق النقد الدولي دومينيك شتروس : " نحن مستعدون للتحرك سريعا لتلبية هذا الطلب وتقديم المساعدة لليونان والبالغ قيمتها 2 مليار دولار" . وأضاف : " كما نعمل بشكل وثيق مع

¹بالكور نور الدين ، مرجع سبق ذكره ، ص 61.

السلطات اليونانية منذ أسابيع لبحث المساعدة التقنية ولدينا فريق على الأرض في أثينا يعمل منذ أيام مع الشركات والاتحاد الأوروبي ."

ويتعين على المفوضية والبنك المركزي الأوروبي تقييم أحقية اليونان بالطلب وبعد ذلك ستقرر الدولة الخمسة عشر الأخرى الأعضاء (في منطقة اليورو) ما إذا كانت ستدعم اليونان ماليا. وقالت المفوضية الأوروبية إن قروضا طارئة ستصرف لليونان في أقرب وقت ممكن .

وفي 02 ماي وافقت جميع دول الاتحاد الأوروبي إضافة إلى صندوق النقد الدولي على منح اليونان سلسلة من القروض المالية بمجموع 110 مليار يورو على مدى 3 سنوات خلال الفترة من مايو 2010 حتى يونيو 2013 . منها 80 مليار يورو مقدمة دول الاتحاد الأوروبي فيما قدم صندوق النقد الدولي 80 مليار يورو ، وتبلغ الفائدة على هذه القروض نحو 5.2 % وفترة سداد 3 سنوات وقد خفضت الفائدة في قمة بروكسال لقادة لاتحاد الأوروبي في مارس 2011 حيث تقرر تخفي الفائدة بنحو 1 % لتبج 4.2 % فيما زادت فترة السداد لتبلغ 7 سنوات ونصف ، وقد اشترط على اليونان للحصول على القروض القيام بإجراءات تقشف تهدف إلى خفض الإنفاق .

وبحسب الخطة يتعين على اليونان على خفض العجز في ميزانيتها إلى 8.1 % من الناتج المحلي الإجمالي في العام الحالي و7.6 % في عام 2011 و6.5 % عام 2012 . ويتوقع أن ينخفض العجز إلى أقل من 3 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي وهو الحد الأقصى بحلول عام 2014 . في حين سيرتفع الدين العام إلى نحو 150 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في 2013 قبل أن يبدأ تراجعها بداية عام 2014 .

أقرت دول منطقة اليورو 21 فبراير 2012 الحزمة الثانية لانقاذ اليونان ، وتتضمن الحزمة جملة إجراءات خصصت لها 130 مليار يورو ، فضلا عن اتفاق تبادل سندات ديون أثينا مع دائنيها من القطاع الخاص ينص على شطب 107 مليار يورو . من خلال اتفاق مبادلة مع المؤسسات المالية الخاصة ينص على شطب 53.5 % من قيمة سندات الدين اليوناني التي تحوزها تلك المؤسسات أي ما يعادل 107 مليار يورو عن طريق تبديل السندات القديمة بأخرى جديدة بتاريخ استحقاق يحل بعد 30 سنة ونسبة فائدة متغيرة تتراوح بين 2 % حتى 2013 ، و3 % حتى 2020 ، و4.3 في السنوات الموالية ، إلى أن تنتهي آجال استحقاق الديون اليونانية في 2042 . وأما القروض التي سيقدمها الدائنون الدوليون فتصل في مجموعها إلى 130 مليار يورو ، تسدد تدريجيا غاية 2014 .

وتهدف خطة الإنقاذ إلى إعادة هيكلة ديون اليونان التي تناهز 350 مليار يورو ، ومن المتوقع أن تقل إجراءات الحزمة الثانية ديون اليونان من 160 % من ناتجها المحلي الإجمالي إلى 120.5 بالمائة في 2020 . وهي النسبة الأقصى للدين التي يمكن أن تتحملها البلاد على المدى البعيد . وكانت اليونان أولى الدول المتقدمة التي تأخرت عن السداد في صندوق النقد الدولي في 2015 .

ثانيا : أزمة إيرلندا.

في الفترة 2002-2007، كان لايرلندا أسعار فائدة منخفضة مما أدى إلى التوسع السريع في الائتمان نتيجة للارتفاع في نشأة الرهن العقاري الذي رافقه الاقتراض الخارجي للبنوك التي مولت جزءا كبيرا من هذا التوسع من السندات الصادرة للمستثمرين الدوليين، وقد ارتفع اقتراض السندات الدولية من البنوك الايرلندية الست الرئيسية إلى ما يقرب من 100 مليار يورو بحلول عام 2007، مما أدى إلى بداية فقاعة عقارية ضخمة من مركز إيداع الأوراق المالية الذي كان سببه التوسع السريع في الميزانيات العمومية للبنوك، كما يمكن أيضا أن يعزى أزمة الديون السيادية في إيرلندا إلى تراكم مفرط في الاقتراض الذي تحول إلى مشكلة مالية وليس إلى الدين العام كما هو الحال بالنسبة لليونان. فالوضع في إيرلندا يختلف عن اليونان إلى حد أن الموازنة العامة للدولة كانت تحت السيطرة حتى قبل الأزمة. في عام 2007، والدين العام لم تتجاوز 25% من الناتج المحلي الإجمالي، وفي عام 2008، عانت إيرلندا من الركود لتكون أول دولة في منطقة اليورو. انخفض الناتج المحلي الإجمالي الخاص بها بنسبة 3.5% ليرتفع إلى نسبة 7.5 % في عام 2009¹.

انفجار الفقاعة العقارية في إيرلندا وضع مصارفها في موقف حرج ومماثل لذلك الذي واجهته المصارف الأمريكية والبريطانية قبل عامين، فالمصارف الايرلندية غارقة حتى الأذنين في القروض العقارية وأن معظم القروض منحها المصارف خلال السنوات الأخيرة حيث كانت الحركة العقارية على أشدها. وأدى الانفجار إلى تدهور أسعار العقار بشكل دراماتيكي جعل المطورين العقاريين عاجزين عن الوفاء بديونهم للمصارف، ما اضطر إلى اللجوء إلى الحكومة للاستدانة بحيث يمكن لها أن تستمر. وكانت التدابير التي اتخذت لا تصدق أصدرت الدولة الايرلندية ضمانا لتغطية جميع ديون البنوك، حيث حولت معظم القروض المعدومة إلى وكالة حكومية خاصة تعرف باسم الوكالة الوطنية لإدارة الأصول (NAMA) وضخت

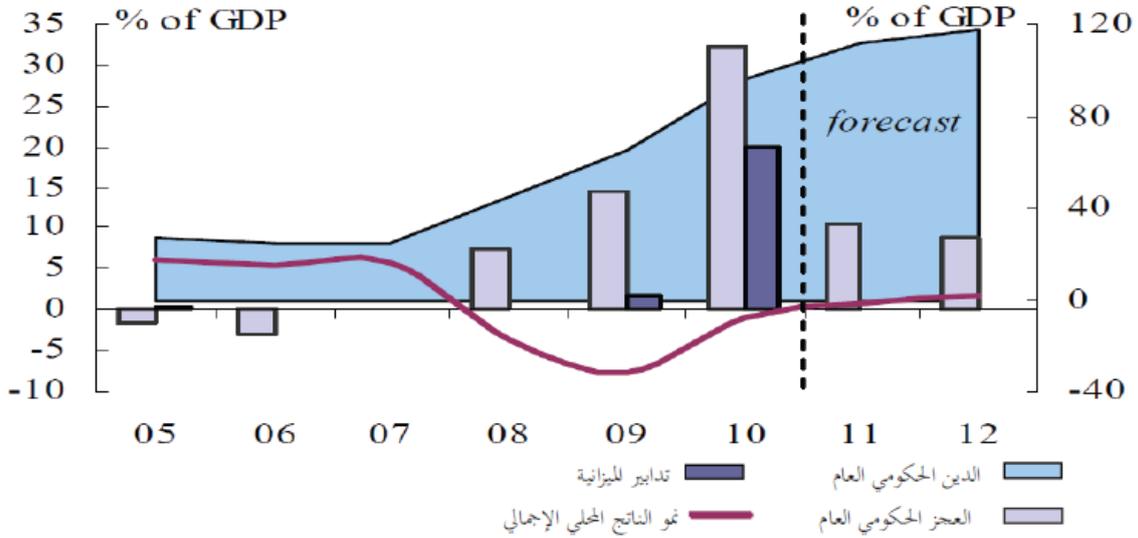
¹ بن عاشور أم الخير ، مناقر نور الدين ، أثر أزمة الديون السيادية الأوروبية على الاقتصاديات المتوسطة ، مجلة المؤشر الاقتصادية ، المجلد 01، العدد 02 ، الجزائر ، ماي 2017، ص 24.

المليارات لإنقاذ البنوك وبحلول سبتمبر 2010 ضخت المؤسسة حوالي 50 مليار يورو (66 مليار دولار) للبنوك. إلى أنها عجزت عن إيجاد ما يكفي من الأموال من أجل شراء جميع القروض التي تعرضها البنوك للبيع، وهنا بدأ البحث عن أزمة مستعصية ولا قدرة على أيرلندا على حلها.

وبالتالي لا تكمن المشكلة الأيرلندية في الإنفاق الحكومي ولكن في الضمانات الحكومية التي تم تقديمها للبنوك الأيرلندية لتغطية القروض العقارية، وقد خسرت البنوك حوالي 100 مليار ما أدى إلى انتقال تلك الخسارة إلى الدولة كضامن لتلك القروض، تبعها الانهيار الاقتصادي وارتفعت البطالة من 4% عام 2006 إلى 14% عام 2010 ووصلت نسبة العجز حد 32% من الدخل القومي المرجح أيضا أن تنمو ببطء أكثر بنسبة 3.5% انخفاضاً من 4.2%، ومن المتوقع أيضا أن ترتفع البطالة إلى 14.4% بحلول عام 2014. وفي جويلية 2011 اتفق الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي على خفض سعر الفائدة من 6% إلى 3.5% وتمت مضاعفة مدة سداد الديون حتى وصلت إلى 15 عاما، وقد ساعد الإجراء في إعفاء الاقتصاد الأيرلندي من مبلغ 600 إلى 700 مليون سنويا. وطبقا لخطة الإنقاذ سيقدم كل من صندوق النقد الدولي ودول منطقة اليورو، ودول الاتحاد الأوروبي 22.5 مليار يورو (29.8 مليار دولار) وستقدم السويد وبريطانيا والدنمارك مساعداتها ضمن الاتحاد الأوروبي، أما أيرلندا فستقدم 17.5 مليار يورو باستخدام أموال صندوق المعاشات الحكومية. وقالت وزارة المالية الأيرلندية إن سعر الفائدة على القروض سيبلغ 6.5% بالنسبة لمنطقة اليورو و 5.7% للاتحاد الأوروبي و 5.7% لصندوق النقد الدولي¹.

¹ رواق خالد، مرجع سبق ذكره ، ص ص 81، 82.

الشكل رقم 08 : الدين والعجز الحكومي العام ، و نمو الناتج المحلي الإجمالي ، من 2005 إلى 2012.



المصدر : رواق خالد، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، مذكر لاستكمال الماجستير فرع اقتصاد دولي ، الجزائر ، ص 82 .

ثالثا : أزمة البرتغال¹ .

تعتبر البرتغال أضعف حلقة بعد اليونان وإيرلندا ، بحيث بدأت الأزمة المالية العالمية في البرتغال عند حدوث عجز في ميزانيتها إلى 9.3 من إجمالي الناتج الإجمالي سنة 2009 ميلادي مما أدى إلى استخدام الدين العام والذي قدر ب 145.5 مليار يورو أي ما يعادل 82 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2010 ب 70 بالمائة من الدين العام يتكون من سندات وذلك كضمان لاتخاذ تدابير لمواجهة التقلبات الدورية التي اعتمدها الحكومة للتخفيف من الآثار الاقتصادية والاجتماعية للأزمة المالية العالمية ، وهذا أدخلت البرتغال في دوامة الديون ، والرأي السلبي المعرب عنه يتعلق بالديون البرتغالية ، حيث خفضت وكالة فيتش في 23 ديسمبر 2010 تصنيف الائتمان من درجة واحدة لتصنيف الديون السيادية البرتغالية ليصل إلى A+ الذي في نفس الوقت كان مصحوبا بتوقعات سلبية ، منها الخوف من الركود المقدر من طرف الوكالة بنحو واحد بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي .

مع الإشارة أنه إذا أضفنا دين الأسر والشركات والديون العامة فسيتجاوز الدين الإجمالي للبرتغال 300 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي ، وهذا عبء سيثقل كاهل الاستهلاك والاستثمار في هذا السياق ،

¹ وردة روابح وبريزة روابح ، واقع التنسيق بين السياستين النقدية والمالية ودوره في أزمة الديون السيادية، مذكرة ماستر ، قسم علوم اقتصادية تخصص مالية وبنوك ، جامعة جيجل ، الجزائر ، ص 102 .

ويرجع هذا إلى ضعف المفرط للمدخرات المحلية وزيادة الاستهلاك بالمقارنة مع الطاقة الإنتاجية لبلاد أما فيما يخص ديون الأسر فهي تتعلق أساسا باقتناء الممتلكات العقارية ، إذ أن هذا الاتجاه لم يساهم في شكل فقاعة عقارية في البلاد بين عامي 1998 و 2008 ، زادت أسعار العقارات سوى ب 36 % .

والجدول التالي يبين بعض المؤشرات الاقتصادية للبرتغال من العجز العمومي و نسبة الدين العام ومعدلات الفائدة لسنوات 10 سنوات ما بين عامي 2010 و 2011 :

الجدول رقم 02 : بعض المؤشرات الاقتصادية للبرتغال بين 2010-2011

العجز العمومي (PIB%)	نسبة الدين العام (PIB%)	معدلات الفائدة لسنوات 10 سنوات
في 2010 : 9.1 % في 2011 : 6.4 %	في 2010 : 93 % في 2011 : 98.7 %	7.8 %

المصدر : التقرير الاقتصادي ، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية الأوروبية ، مركز البحوث والدراسات ، العدد : 19 ، 2011 ، ص ص ، 18-19 .

رابعا : أزمة اسبانيا¹ .

يحتل الاقتصاد الاسباني المرتبة الرابعة في منطقة اليورو ، وهنا تكمن أهمية اسبانيا وتأثيرها على منطقة اليورو ، وقد وصل الدين الاسباني إلى 820 مليار دولار في عام 2010 وهو ما يتجاوز ديون اليونان وايرلندا والبرتغال مجتمعة ، وغالبية ديون اسبانيا تحت السيطرة وهي ناتجة عن الإنفاق العالي على القطاع العام .

ومنذ سبتمبر 2008 الذي شهد انفجار فقاعة الإسكان بسبب الأزمة المالية 2008 وبداية الكساد في اليونان مما أدى إلى ظهور نقاط ضعف في الاقتصاد الاسباني ، فمع انخفاض الضرائب المتعلقة بأرباح قطاع الإسكان تآرجح وضع قطاع الميزانية الاسبانية بشكل دراماتيكي من الفائض الضئيل إلى عجز بلغ 15.5 % من إجمالي الناتج الوطني الإجمالي في عام 2009 وفي الوقت نفسه تراوحت البطالة من 10 % قبل الأزمة إلى أكثر من 20 % بعد الأزمة . كما شهدت الديون الاسبانية ارتفاعا ملحوظا منذ سنة 2009 حيث بلغ نسبة 62 % أي أكثر من النسبة المحددة في اتفاقية ماستريخت وظلت هذه النسبة في الارتفاع

¹بوعشير صورايبه ، مستقبل اليورو في ظل أزمة الديون السيادية الأوروبية، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وينكي ، جامعة جيجل ، الجزائر، 2016/2017 ، ص 75 .

حيث وصلت إلى 86 % سنة 2012 ومن المتوقع أن يستمر في الارتفاع ليصل إلى 105 % سنة 2019.

وبحسب البنك المركزي الاسباني فإن القطاع المصرفي كان يستخدم حتى نهاية 2011 نحو 243041 شخص ، أي أقل من سنة 2008 حيث بلغو 270855 عاملا وانخفض عدد الوكالات الاسبانية من 45662 إلى 39843 حيث تعتبر الأرقام مؤشر على خطورة الوضع المصرفي الاسباني . وبسبب الأزمة طلبت الحكومة الاسبانية من أوروبا مساعدة لزيادة رأسمال عدد من مصارفها المتعثرة في القروض العقارية ، وبذلك أصبحت رابع دولة في منطقة اليورو تطلب المساعدة لمواجهة الأزمة التي تهدد منطقة اليورو .

والجدول التالي يبين بعض المؤشرات الاقتصادية لإسبانيا من الناتج المحلي الإجمالي و الحكومي و الميزان التجاري و معدل العمالة ما بين 2009 إلى 2013 :

الجدول رقم 03 : بعض المؤشرات الاقتصادية لإسبانيا 2009 - 2012 . الوحدة : %

البيان	2009	2010	2011	2012	2013
الناتج المحلي الإجمالي	5.5-	1.8	0.4	2.2-	1-
الناتج الإجمالي للحكومة	116.4	119.2	120.7	127.7	128.1
الميزان التجاري	0.1	1.3-	1.1-	1.2	2.4
معدل العمالة	1.1-	0.3-	1.4	2.8	0.9

Source : European Commission , European Economic Forecast ,op.cit, p :51

خامسا : أزمة ايطاليا¹ .

توجهت أنظار العالم إلى ايطاليا ، وجميعها متخوفة من مصير المحتوم للديون الايطالية ومدى تأثيرها على الأسواق الأوروبية في أسواق المال العالمية ، وهناك عدة أسباب تثير وتزيد من حدة المخاوف من تأثير أزمة ارتفاع الدين العام الايطالي وهي :

- تعتبر ايطاليا ثامن اكبر اقتصاد في العالم فقد بلغ الناتج المحلي الإجمالي لها ما يقرب من 2.1 ترليون دولار في عام 2010 ميلادي كما هو موضح في الجدول أدناه ؛
- تعد ايطاليا من أكبر الأسواق في العالم إصدارا للسندات الحكومية ، وأي إخلال منها بسداد ديونها ، سيؤدي إلى ارتفاع سعر فائدة الدين لأكثر ل 12 % ؛
- الارتفاع الهائل لحجم الدين بشكل قد يصعب اجتيازه ، والذي وصل إلى 2.2 ترليون دولار في عام 2011 ، وبما شكل ما نسبته 120 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2011 ؛
- تخفيض " ستاندر أند بور " تصنيف ايطاليا مستوى واحد من A+/A-1 إلى A/A-1 معللة ذلك بعدم قدرة ايطاليا على خفض الإنفاق العام وضبط أوضاعها المالية ، خاصة في ظل توقعات النمو غير المشجعة كما قامت وكالة موديلز بتخفيض تصنيف ايطاليا ب ثلاث درجات ؛
- أن امتداد الأزمة بتلك السرعة إلى ايطاليا تثير المخاوف من تتابع تداعياتها لباقي الدول الأوروبية .

¹بوعشير صوراية ، مرجع سبق ذكره ، ص 76 .

الجدول التالي يبين الناتج المحلي الإجمالي والدين العام و الاستثمارات وميزان الحسابات الجارية ما بين 2007 إلى 2011 :

الجدول رقم 04 : بعض المؤشرات الاقتصادية لإيطاليا .

البيان	2007	2008	2009	2010	2011
الناتج المحلي الإجمالي (مليار دولار)	2.119	2.307	2.117	2.055	2.246
الدين العام (مليار دولار)	1.602	1.667	1.764	1.843	1.924
الدين العام (نسبة من PIB)	103.6	106.3	116.1	131.3	132.7
ميزان الحسابات الجارية (نسبة من PIB)	51.7	67.7-	44.1-	67.6-	78.2-
إجمالي الاستثمارات (نسبة من PIB)	21.9	21.2	18.9	20.2	19.9

Source :

The International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook Database, September, 2011.

المبحث الثالث : دراسة انعكاسات أزمة الديون السيادية الأوروبية .

تترك الأزمات المالية العديد من الآثار تكون متوسطة أو طويلة الأجل تمس الدول و القطاعات و الفئات الاجتماعية ويكون التأثير وفقا لمستوى اندماج الدول في الاقتصاد العالمي ، ولقد أثرت أزمة الديون السيادية في اليونان بشكل كبير على دول منطقة اليورو والاقتصاد الأوروبي بصفة عامة.

المطلب الأول : انعكاسات أزمة الديون السيادية على منطقة اليورو .

إذا سنحاول في مطلبنا هذا الوقوف على أهم الانعكاسات التي خلفتها الأزمة¹:

- حدوث اضطراب عظيم في الأسواق المالية التي من الممكن أن تستجيب على نحو أسوأ مما يتوقعه المراقبون ، حيث ستزداد في هذه الحالة الشكوك حول احتمالية انهيار الدول الأخرى المضطربة ماليا مثل: البرتغال ، اسبانيا ، ومن ثم سوف ترتفع معدلات الفائدة على السندات الأوروبية جميعا بما في ذلك الدول الغير مضطربة مثل ألمانيا وفرنسا ، وهو ما يؤدي إلى رفع تكلفة إعادة سداد الديون الأوروبية ويقلل من احتمالات استمرار تعافي اقتصاديات الدول الأوروبية ؛

- انتشار برنامج التقشف الاقتصادي ، حيث سوف تضطر الدول ذات الدين العام الضخم ، أن تخضع نفسها لبرامج تقشف قاسية للتعامل مع أوضاعها المضطربة وتعديل أوضاع ميزانيتها العامة من خلال زيادة معدلات الضرائب وتخفيض مستويات الانفاق العام ، إن مثل الحزم تساعد الميزانية على الاستقرار ، ولكن في نفس الوقت قد تحمل آثار سلبية على النمو ومثل هذه النتائج سوف يؤدي إلى استمرار ارتفاع معدلات البطالة بصورة أكبر في تلك الدول ؛

- أدت أزمة الديون السيادية إلى ارتفاع معدلات البطالة إلى 11.9 بالمائة في منطقة اليورو و 10.8% بالنسبة للاتحاد الأوروبي ككل سنة 2013 ، وذلك بسبب دخول الاقتصاد في مرحلة ركود اقتصادي وارتفاع عدد الشركات المفلسة ونقص الطلب على السلع والخدمات الأوروبية سواء على الصعيد المحلي أو الخارجي ، كما تعتبر اليونان من الدول التي حققت أعلى معدلات البطالة ، حيث وصلت إلى 27% سنة 2013 وهذا ما يدل على عمق الأزمة الضاربة في الاقتصاد ، ووفقا بتقديرات يوروستات بلغ عدد العاطلين عن العمل 26.521 مليون في مارس 2013 في دول الاتحاد الأوروبي منهم 19.211 في منطقة اليورو؛

¹ مناصرية أنوار ، مرجع سبق ذكره ، ص ص ، 118-123 .

- سجلت منطقة اليورو تذبذبا كبيرا في معدلات التضخم بين الانخفاض والارتفاع تفاعلا مع العوامل الدولية من جهة وأزمة الديون السيادية من جهة أخرى حيث حافظت نسبة التضخم خلال الفترة 2001-2010 على المعدل المطلوب 3 % لكن في 2008 بلغت 3.3 % بسبب ارتفاع الوقود ما أثر علة تكاليف الإنتاج وانعكس ارتفاع في المستوى العام ، وانخفاض في 2009 إلى 0.3 % جراء أزمة الرهن العقاري، وشهد بعدها ارتفاع في سنوات 2010 ، 2011 ، 2012 على التوالي 1.6 % ، 2.7 % ، 2.6 % ، بسبب الاضطرابات التي شهدها اليورو كما سارع التضخم في منطقة اليورو من شهر أوت 2012 إلى 2.6 % ، والمكونات الرئيسية للتضخم آنذاك وسائل النقل ، المشروبات الكحولية ، التبغ ، السكن ، التعليم ؛

- ازدياد الضغوط بصورة حادة على اليورو واستمرار تراجع معدلات صرفه أمام الدولار وتراجع الثقة التي اكتسبها العالم فيه كعملة دولية نتيجة ضعف الدولار ، خصوصا في فترة مابعد الأزمة المالية العالمية ، وربما يترتب على ذلك انهيار الاتحاد النقدي واختفاء اليورو ، وذلك إذا اضطرت الدول المضطربة ماليا إلى الخروج من منطقة اليورو ، ومن ثم ستفقد الدول الاتحاد النقدي الأوروبي الفوائد التي تحققت من إدخال هذه العملة بدلا من عملاتهم الوطنية . فمنذ التعامل سجل انخفاضات متتالية إلى 2002 حيث بلغ متوسط سعر 0.946 دولار ، ليبلغ في جوان 2003 1.1 دولار ، وتستمر على هذه الحالة إلى غاية 2008 و 2009 إذ يسجل أعلى مستوياته مسجلا في المتوسط 1.39 و 1.4 دولار على التوالي وذلك في أصعب أوقات الدولار الناتجة عن أزمة الرهن العقاري ومع اندلاع الأزمة الأوروبية بدأت أوضاع اليورو تتدهور حيث تدنت قيمته في ماي 2010 بنسبة 9.5 % ، وبنسبة 4.3 % حتى نهاية أفريل من نفس السنة ، وخلال الفترة 30/04/2012 و 04/07/2012 انخفضت قيمة اليورو أمام الدولار بنسبة 6 % وكذلك أمام الين الياباني ب 8.5 % ؛

- انخفاض حجم التجارة الدولية بسبب تراجع مستويات النشاط الاقتصادي وانخفاض حركة الواردات إلى دول منطقة اليورو ، نتيجة تباطؤ النمو الاقتصادي مما يشكل خطرا بالغا على الدول المصدرة ، حيث ستواجه ضعفا في معدلات الطلب على منتجاتها ، حيث تعتبر دول الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو بشكل خاص أهم شريك اقتصادي للدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء ، وبالتالي فإن الإختلالات التي تعاني منها اقتصادها ستؤثر بشكل سلبي على مختلف اقتصاديات العالم من زوايا مختلفة؛

- أغلب ديون اليونان والبرتغال وإيرلندا وإسبانيا تعود إلى بنوك ألمانية وفرنسية وهذا ما جعل هذه الدول الغنية قلقة بشأن انتقال العدوى إلى أسواقها المالية إذا ما تعقدت الأمور بشكل أكبر وهذا ما يشكل تهديدا للنظام بشكل كبير ؛

- انتقد بعض الاقتصاديين الأمريكيين اتفاقية الاتحاد النقدي الأوروبي وشكك في قدرته على الاستدامة بسبب افتقاده أحد الشروط الأساسية في منطقة العمل المثلى ، وهو ضرورة وجود نظام للتحويلات المالية بين الدول الأعضاء ، خصوصا في أوقات الأزمات بما يساعد الاتحاد النقدي على التخفيف من أثر أي أزمة سيولة طارئة تلحق بالدول الأعضاء في الاتحاد وقد شكلت أزمة الديون السيادية لليونان اختبارا حقيقيا لمنطقة اليورو وهذا ما جعل اليورو على محك حقيقي ، تطرح بشأن مستقبله عدة سيناريوهات ؛

- على الرغم من أن الاقتصاد اليوناني يشكل أقل من 3 % من الناتج المحلي الإجمالي لمنطقة اليورو إلا أن الواقع يشير إلى مدى التأثير الاقتصادي لدول منطقة اليورو بأزمة الديون السيادية اليونانية . ولعل أهم تأثير عرفته أزمة اليونان على منطقة اليورو هو انتشارها وتشعبها في أنحاء أخرى من دول منطقة اليورو ، حيث تراكم الدين الحكومي في ثلاث بلدان وهي اليونان ، إيرلندا والبرتغال ، وما لبثت أن امتدت إلى عدة دول أوروبية أخرى وأصبحت خطرا يهدد بالانتشار في إسبانيا وإيطاليا وهما يحتلان المرتبة الثالثة والرابعة على التوالي في اقتصاد منطقة اليورو ، كما أدت الأزمة إلى اضطرابات الأسواق المالية الأوروبية ، ويرجع ذلك لترابط الاقتصاد في منطقة اليورو ، وانكشاف العديد من البنوك الأوروبية وعلى أزمة الديون السيادية ، حيث أظهرت بيانات صندوق النقد الدولي في تقرير الاستقرار المالي العالمي يوليو 2010 الضغوط المكثفة على أسواق سندات الدين السيادية الأوروبية الناتجة من إعادة التقييم الجارية لمخاطر الائتمان السيادية في منطقة اليورو¹؛

- تسببت أزمة الديون السيادية في تراجع معدلات النمو في جميع دول منطقة اليورو ، فقد انكمش النشاط الاقتصادي سنة 2013 بنسبة 0.5 % من إجمالي الناتج المحلي للمنطقة ويأتي هذا انعكاسا للتأخر في انتقال آثار ضيق فروق العائد على السندات السيادية وظروف الاقتراض في القطاع الخاص غير أن هذه العوامل ستتراجع بعد الإصلاحات المخططة لمعالجة الأزمة إذ سجلت منطقة اليورو نموا إيجابيا في سنة 2014 بنسبة 0.8 % ؛

¹ شنايت مراد ، دراسة تحليلية لأزمة الديون السيادية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية ، جامعة الوادي ، الجزائر ، العدد 08 ، المجلد 03، ص 238 .

- استمرار زيادة نسبة الدين العام ، فإن عددا من الدول كانت لديها نسبة الدين العام مرتفعة وخطيرة تجاوزت ضعف النسبة المتفق عليها حيث قاربت 170 % سنة 2011 باليونان ، إذ أن برامج النقشف الحالية لم تكفي لاستقرار نسبة الديون ، حيث أن إجمالي الدين العام في منطقة اليورو ككل 93.1 % من الناتج الإجمالي المحلي . حيث نجد إيطاليا تحتل المركز الأول من حيث حجم الديون إذ بلغت 1.4 تريليون دولار ، وتعتبر فرنسا المقرض الأول لإيطاليا بقيمة 511 مليار دولار أي ما يعد 37 % من ديون إيطاليا ، أما اليونان بلغت ديونها 236 مليار دولار وتعتبر فرنسا المقرض الأكبر بقيمة 75 مليار دولار تليها ألمانيا وبريطانيا بقيمة 45 مليار و 15 مليار دولار . واحتلت اسبانيا المرتبة الثانية من حيث حجم الديون التي بلغت 1.1 تريليون دولار أي ما يعادل 75 % من الناتج المحلي الإجمالي ، كما بلغ حجم إجمالي ديون إيرلندا 867 مليار دولار وتعتبر بريطانيا أكثر دولة مقرضة لها بقيمة 188 مليار دولار¹ .

المطلب الثاني: الانعكاسات أزمة الديون السيادية على الدول العربية .

أولا : الانعكاسات على الدول العربية :

من المتوقع أن تكون تداعيات أزمة الديون السيادية أثر على كافة الدول الشريكة ، وبالأخص المنطقة العربية . وعلى أساس ذلك سيتم التركيز على جملة من المعطيات والمؤشرات الاقتصادية خلال الأزمة ، خاصة ما تعلق منها بصادرات وواردات السلع و الخدمات للدول العربية ومعدل اتجاه التجارة الخارجية إلى الاتحاد الأوروبي بالإضافة إلى معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي المحقق ونوضح فيما يلي ذلك² :

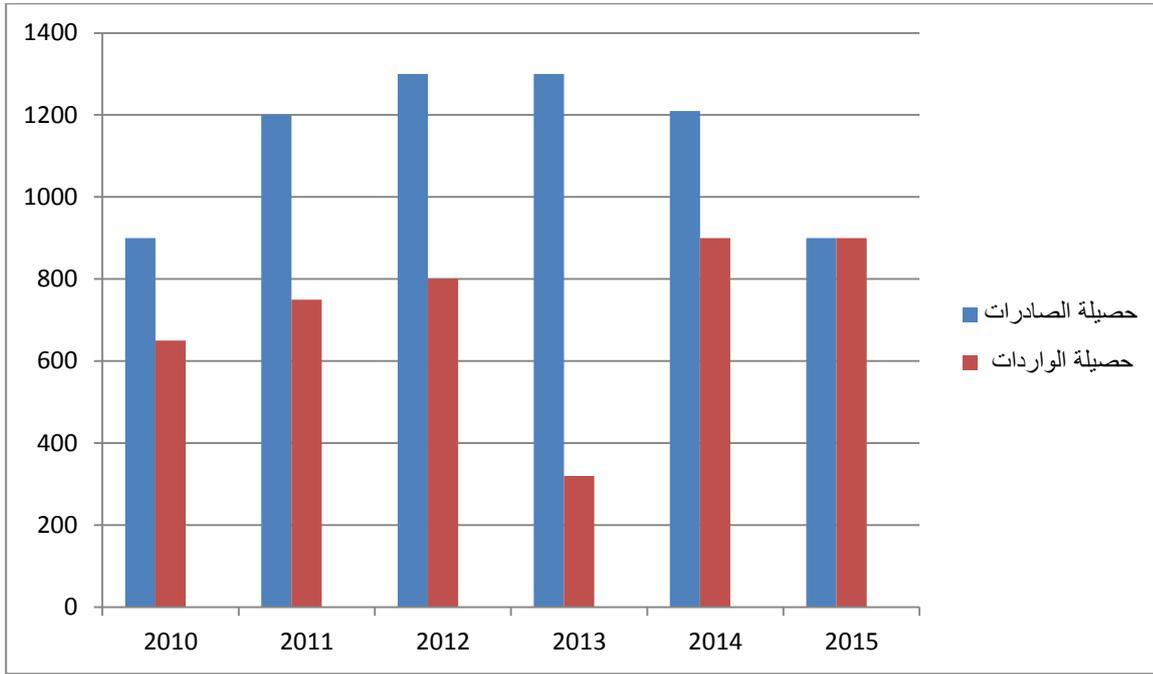
1/ صادرات وواردات السلع و الخدمات :

لقد شهدت صادرات وواردات الدول العربية مجتمعة تغييرات ملحوظة خلال أزمة الديون السيادية الأوروبية . و الشكل الموالي يبين هذا التطور خلال الفترة الممتدة بين 2010-2015 :

¹ تقرير إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول ، ديون الدول الأوروبية وتأثيرها على أداء سوق الكويت للأوراق المالية ، 3 جوان 2010، ص 2 .

² سفيان خوجة علامة ، قايد مريم ، أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي ، المسيلة ، العدد 3 ، مارس 2018 ، ص ص 82-84 .

شكل رقم 09: قيمة الصادرات و الواردات في الدول العربية خلال الفترة 2010-2015 م .



المصدر: صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد للسنوات 2013،2015،2016.

من خلال الشكل يلاحظ أن خلال الفترة 2010-2012 تم تسجيل زيادة مستمرة في حصيلة صادرات المنطقة العربية حيث انتقلت من 90.9 مليار دولار سنة 2010 إلى 1322.1 مليار دولار سنة 2012 بمعدل نمو بلغ حوالي 46 % وذلك راجع بالأساس لارتفاع أسعار النفط الخام . كما شهدت قيمة الواردات كذلك ارتفاعا حيث وصلت قيمتها سنة 2012 م في حدود 819 مليار دولار بمعدل نمو بلغ 10.75 % مقارنة سنة 2011. وتجدر الإشارة إلى أن موازين الدول العربية خاصة غير النفطية قد تأثرت سلبا خلال هذه الفترة بجملة من العوامل أهمها تراجع معدلات الطلب في منطقة اليورو نتيجة تقادم أزمة الديون السيادية بالإضافة إلى تأثيرات التحولات السياسية بالمنطقة و الملاحظ أيضا أنه خلال الفترة 2013-2015 تراجعت صادرات الدول العربية بصفة مستمرة حيث انخفضت من قيمة 1313 مليار دولار سنة 2013 إلى 832.5 مليار دولار سنة 2015 بنسبة انخفاض قدرت بحوالي 47 % .

ويمكن القول أنه انعكاسا لانخفاض إجمالي الصادرات العربية .لوحظ بالمقابل أن هناك انخفاض في الصادرات العربية المتجهة لأهم الشركاء التجاريين و في مقدمتها الاتحاد الأوروبي . والجدول الموالي يوضح اتجاه التجارة العربية مع هذا الشريك خلال الفترة 2005-2015.

جدول رقم 05 : اتجاهات التجارة العربية إلى الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2005-2015.

السنوا ت	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
5	6	7	8	9	0	1	2	3	4	5
النسبة	23.8	22.7	17.6	15.8	15.3	12.7	13.5	13.5	13.2	12.8

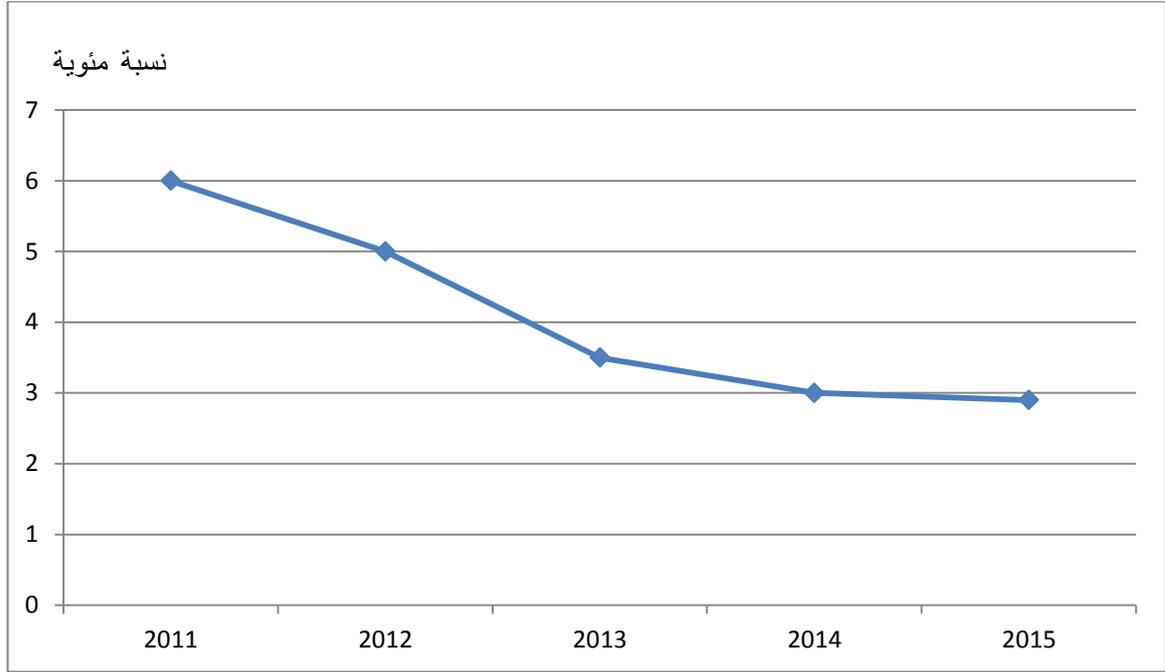
المصدر: صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي الموحد للسنوات : 2009، 2013، 2015 ، 2016 .

حسب البيانات المتاحة في الجدول ، يلاحظ وجود نسبة مهمة من اتجاهات التجارة العربية تتم مع الاتحاد الأوروبي ، فسياسات الانفتاح الاقتصادي التي اعتمدها الدول العربية بعد إصابة منطقة اليورو بأزمة الديون السيادية وانكماش اقتصادياتها ، والملاحظ أن حصة الاتحاد الأوروبي من الصادرات العربية خلال سنتي 2005 و2006 كانت تقدر بحوالي 23.8 % و 22.7 % على الترتيب ، لتستمر النسبة في الانخفاض وتصل إلى أدنى مستوى لها سنة استفحال أزمة الديون السيادية عام 2011 حيث بلغت نسبة 12.7 % ، ورغم الزيادة المحدودة لاتجاه الصادرات العربية نحو الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2012-2015 والمقدرة في المتوسط بحوالي 13 %، يمكن القول بأن نسبة مساهمة الاتحاد في الصادرات العربية لا تزال ضعيفة مقارنة بفترة ما قبل الأزمة وبالتحديد فترة الاستقرار الممتدة بين 2005-2006. وعليه فإن تأثير أزمة الديون السيادية الأوروبية لا يزال متواصلا على الاقتصاديات العربية رغم السياسات الاقتصادية الأوروبية المنتجة لدعم الاستقرار الاقتصادي .

2/ الناتج المحلي الإجمالي :

وفيما يخص الناتج المحلي الإجمالي لاقتصاديات الدول العربية فقد شهد بدوره خلال الفترة 2011-2015 انخفاض متواصل ، حيث بلغ سنة 2015 ما يقارب 2.8 % وهذا كما يبينه الشكل الآتي :

شكل رقم 10 : معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة للدول العربية (2011-2015م) .



المصدر: صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد للسنوات : 2013 ، 2015 ، 2016 .

من الشكل يلاحظ أنه في الفترة 2013-2011 م سجلت الدول العربية مجتمعة معدلات نمو منخفضة ، وذلك نتيجة تراجع النمو في بلدان المجموعة الأوروبية على خلفية أزمة الديون السيادية التي تعاني منها منطقة اليورو . وهذا على غرار تأثر بعضها بالظروف السياسية الداخلية أثرت على حركة السياحة و الخدمات والاستثمار ، بالإضافة إلى عوامل أخرى خاصة بكل بلد ، شملت مثلاً الانقطاع الجزئي والمؤقت لإنتاج النفط في كل من البحرين و اليمن . وخلال الفترة 2015-2014 حقق الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة للدول العربية مجتمعة معدل نمو قدره 2.8% متأثر تقريبا بنفس العوامل التي أثرت على أداءه سنة 2013.

ثانيا : الانعكاسات على الجزائر¹ :

تزايدت المخاوف من تداعيات الأزمة الأوروبية وعلى غرار دول شمال إفريقيا وبصفة خاصة الجزائر ، التي تعتمد بشكل كبير على قطاع المحروقات و تعتبر قريبة من الاتحاد الأوروبي ويربطها معه عقد شراكة ، ولاعتبار أوروبا أهم زبون لها في مجال المحروقات فإن اقتصادها يستأثر من الأزمة نتيجة

¹ مداحي محمد ، خلال مقال ، أزمة الدين السيادي في اليونان و أثرها على منطقة اليورو واقتصاديات الدول العربية، العدد 07 ، الجزائر ، أبريل 2017 ، ص 75.

انخفاض الطلب على بعض المواد كالطاقة و المواد الأولية التي تصدرها . وأكد المختصون أن أزمة منطقة اليورو سيكون لها على المدى البعيد خاصة تأثير على الجزائر ، بحكم أن معظم مداخيلها من صادرات المحروقات ، وهذا انعكاس كبير لازمة على الاقتصاد الجزائري ، رغم أن للجزائر هامش لأبأس به من احتياط العملة الصعبة الذي يسمح لها بالتحرك بسهولة ، إلا أن استمرار المشكل سيؤثر على مخططات التنمية .

وبما أن الجزائر بلد مصدر للمحروقات إلى منطقتي اليورو والدولار و مستورد للسلع والخدمات من أوروبا التي تمتص ثلث الصادرات الجزائرية (المقومة بالدولار) ، فإنه على مستوى الميزان التجاري الانعكاسات إيجابية على الاقتصاد الجزائري وعلى المالية العمومية ، إذ تراجع اليورو يعد إيجابيا للتجارة الخارجية الجزائرية نظرا لزيادة سعر البرميل (مقوما بالدولار) . إلا أن استمرار أزمة اليورو مدة طويلة فإن انعكاساتها على الاقتصاد الجزائري قد تكون سلبية ، لان تراجع قيمة العملة الموحدة قد يؤدي إلى ركود اقتصادي ، مما يؤدي تباطؤ الطلب على النفط.

المطلب الثالث : الانعكاسات على الاقتصاد العالمي .

إن انتقال تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية إلى دول أخرى في منطقة اليورو، أدى إلى تزايد المخاوف من انتشار مشكلة الديون السيادية وعجز الميزانيات العامة ، وارتفاع حجم الديون العامة للدول الأوروبية كافة ، وخطورة ذلك على اقتصادياتها، واحتمالات انتقال عدوها إلى الاقتصاد العالمي في شكل أزمة مالية جديدة ، وظهرت بالفعل آثار أزمة الديون السيادية اليونانية في الاقتصاد العالمي خاصة في أسواق رأس المال وأسواق النقد ، وأسواق الذهب ، وأسواق النفط ، وكان من أهم هذه الآثار ما يلي¹ :

1/ الآثار على أسواق المال العالمية :

تأثرت أسواق المال العالمية خلال الأسبوعين الأول و الثاني من ماي 2010 ، حيث تراجعت التعاملات في أسواق الأسهم في معظم دول العالم ، وأدى هذا الاضطراب في أسواق الأسهم العالمية ، إلى تراجع مبيعات السندات ، وتأخير كثير من الإصدارات التي تعتزم العديد من الدول و الشركات إصدارها خوفا من تداعيات هذه الأزمة .

2/ الآثار على أسواق العملات :

تأثرت العملات الرئيسية في العالم بأزمة الديون السيادية ، إذ تراجعت الثقة بالعملة الأوروبية (اليورو) ووصلت إلى أدنى مستوياتها خلال سنة 2010 ، لتصل إلى نحو 1.18 دولار مع تزايد احتمالات تراجعه بعد أن تجاوز 1.5 دولار لفترة طويلة، وقدرت نسبة تراجع اليورو أمام الدولار بـ 41 % خلال الفترة من أول جانفي إلى أول أفريل سنة 2010، كما تراجع بأكثر من 7 % خلال الفترة من أول أفريل حتى العشرين من ماي سنة 2010 . و طال عدم الاستقرار كثيرا من العملات الدولية من الجنيه الإسترليني و الين الياباني ، وهو ما فرض مؤيدا من المخاطر على التعاملات المالية ، النقدية والتجارية العالمية .

¹ برقي حسين ، غزالي عماد ، مرجع سبق ذكره، ص ص، 186، 187.

3/ الآثار على الأسواق النقدية :

لقد امتد تأثير أزمة الديون السيادية من خلال تراجع فرص الحصول على التمويل في الاقتصاد العالمي ، الأمر الذي أدى إلى تعطل كثير من المشاريع التي تعتمد على الاقتراض من أسواق المال ، إذ نتج عن الأزمة ارتفاع أسعار الفائدة ، والحد من التوسع في منح الائتمان ، وبالتالي رفع من تكلفة الاقتراض في الاقتصاد العالمي .

4/ الآثار على أسواق النفط :

تأثرت أسعار النفط العالمية بأزمة الديون السيادية ، حيث تراجعت الأسعار العالمية للنفط لتصل إلى أقل من 70 دولار للبرميل بعد أن تجاوزت 80 دولار للبرميل ، واستقرت لأكثر من شهرين فوق 80 دولار في سنة 2010 ، و يرجع ذلك إلى تزايد المخاوف من تأثير الأزمة على النمو و الأداء الاقتصادي العالمي ، وانخفاض حجم الطلب على النفط وتزايد التوقعات بمزيد من التراجع في أسعار النفط في حال استمرار الأزمة ، أو تأخر معالجتها أو فشل برامج الإنقاذ المتفق عليها مع اليونان ، وامتداد الأزمة إلى دول أخرى في الإتحاد الأوروبي .

خلاصة الفصل :

مازالت الأزمات المالية والاقتصادية العالمية تعصف لاقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء ، وقد تسارعت الأزمات المالية الحالية أكثر من السابق في ظل عولمة الأسواق المالية .

وجابهت الأزمة المالية والاقتصادية الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو بعدد ضخم من الاختبارات المتنوعة إذ تفجرت أزمة السيادية اليونانية في المنطقة بداية من نهاية 2009، وانتشرت إلى كل من البرتغال و إيرلندا وإسبانيا، قبل أن تتمكن منطقة اليورو من اكتساب الفعالية اللازمة بعد الأزمة العالمية مهددة النظام المالي والإقليمي.

ويتضح من خلال أزمة الديون السيادية الأوروبية أن اتفاقية ماستريخت قد فشلت إلى حد ما في فرض قواعدا بشكل صحيح وسليم، كما أن القيود المؤسسية التي تفرضها الوحدة النقدية هي أحد الأسباب التي ساهمت في زيادة التباعد بين الدول الشمالية والجنوبية فقد أظهرت الاختلالات التجارية بين دول أوروبا الشمالية والجنوبية أن آلية التكيف في منطقة اليورو لا تعمل بشكل جيد رغم حرية انتقال العمالة ومرونة الأسعار لا يضمن استقرار الدول الأعضاء ولا يساعد على تحقيق التضامن المطلوب في ما بينها.

ورغم أن هناك ميثاق الاستقرار والنمو والذي يعتبر دليلا لمتابعة وضع كل دولة في منطقة اليورو إلا أن هذه الأزمة قد كشفت عن خلل كبير في التمكن من السيطرة والتحكم في الأوضاع المالية والنقدية في منطقة اليورو، وذلك لنقص الشفافية والمصداقية في الأرقام والإحصائيات المقدمة إذ لا تعكس الوضع الحقيقي للاقتصاد كما حدث في اليونان. ولم تكن اليونان الدولة الوحيدة في الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي التي تجاوزت الحدود في المديونية وعجز الميزانية ما جعل الأزمة اليونانية تمتد مستقبل منطقة اليورو بالانهيار.

الفصل الثالث : سياسة معالجة البنك المركزي الأوروبي لأزمة الديون السيادية الأوروبية .

المبحث الأول : البنك المركزي الأوروبي .

المبحث الثاني : أدوات السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي .

المبحث الثالث : برامج السياسة النقدية غير التقليدية في إطار السوق المفتوحة .

المبحث الرابع : : سياسة معدل الفائدة الصفري والتيسير الكمي في معالجة أزمة الديون

السيادية و أثرها على الاقتصاد المحلي والعالمي .

تمهيد الفصل :

لعب البنك المركزي الأوروبي دور هام ومتجدد في التخفيف من وطأة التداعيات السلبية لأزمة الديون السيادية لليونان وباقي الدول الأوروبية الأخرى المهددة بعد أن تم السماح له بالتدخل في الأسواق المالية ، كمساهمة لحل الأزمة بإعطاء المزيد من الصلاحيات إضافة إلى تبني أدوات سياسة نقدية جديدة واتساع مجال التنسيق والتعاون مع الحكومات الأوروبية لمنطقة اليورو . وفي ظل تلك الظروف الغير عادية تدخل البنك المركزي الأوروبي من خلال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي سنتطرق إليها من خلال المباحث التالية :

* **المبحث الأول:** التعريف بالبنك المركزي وتبيان عناصره الأساسية .

* **المبحث الثاني :** أدوات السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي .

* **المبحث الثالث:** برامج السياسة النقدية غير التقليدية في إطار السوق المفتوحة .

* **المبحث الرابع :** سياسة معدل الفائدة الصفري والتيسير الكمي في معالجة أزمة الديون السيادية وآثارها على الاقتصاد .

المبحث الأول : البنك المركزي الأوروبي .

البنك المركزي هو بنك البنوك و يلعب دورا محوريا في تحقيق التنمية في الاقتصاد من خلال الوظائف التي يقوم بها في إطار الإشراف على شؤون النقد و الائتمان ويعتبر البنك المركزي الأوروبي هو واحد من أهم البنوك المركزية في العالم وهو المسؤول الأول عن السياسة النقدية في منطقة اليورو ومن أهم مكونات هذه السياسة الحفاظ على قيمة اليورو أمام العملات الأخرى وبذلك أطلق على البنك المركزي الأوروبي بنك البنوك المركزية في منطقة اليورو.

المطلب الأول : نشأة و مهام البنك المركزي الأوروبي .

تأسس البنك المركزي الأوروبي في جوان 1998 وانطلق فعليا في العمل في جانفي 1999، ويقع مقر البنك في مدينة فرانكفورت بألمانيا ، تم إنشاؤه بموجب معاهدة ماستريخت* لإدخال و إدارة العملة الأوروبية الموحدة (اليورو) عن طريق عمليات الصرف الأجنبي و ضمان سلامة تشغيل أنظمة الدفع، البنك المركزي الأوروبي مسؤول أيضا عن وضع وتنفيذ السياسة الاقتصادية و النقدية للاتحاد الأوروبي.¹

أول رئيس للبنك المركزي الأوروبي كان **Wim Duisenberg**، أشرف على إطلاق اليورو في 1 جانفي 1999 و الأوراق النقدية والعملات الأوروبية في عام 2002 ، وحل محله **Jean-Claude Trichet** سنة 2003 وفي سنته الأولى تعرض البنك المركزي لانتقادات كبيرة بسبب انخفاض قيمة اليورو ، على الرغم من أن سعر الصرف مقابل الدولار في تلك الفترة تعافى بشكل جيد ، ومع ذلك فإن البنك المركزي هو من يتحمل غالبا مسؤولية ضعف النمو الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة في العديد من دول منطقة اليورو . في جوان 2011 تم التصويت على الإيطالي **Mario Draghi** ليكون الرئيس القادم للبنك المركزي الأوروبي من نوفمبر 2011 إلى أكتوبر 2019² .

¹Eric Davies, **Eropean central bank** ,cardiff university ,2013 , p2 .

²Will james , Rachel Maclean , **The european central bank** , civitas institute for the study of civil sosiety ,2015, England ,disponiblesur: <http://www.civitas.org.uk/eu-facts/>. Consulté le 06/05/2019 à 08 :20.

* **اتفاقية ماستريخت**: هي الاتفاقية المؤسسة للاتحاد الأوروبي تم الاتفاق عليها من قبل المجلس الاوروبي في مدينة ماستريخت الهولندية دخلت حيز التنفيذ ابتداء من 1993 ، ادخلت عدة تغييرات على مجموعة من قوانين المجموعة الاوروبية و شكلت أيضا أساس الدستور الأوروبي عام 2004.

ويمتلك هذا البنك كافة الأدوات و التقنيات التي تساعده على تحقيق أهدافه النقدية و دعم الاستقرار النقدي في دول الاتحاد ، ومخول بشكل كامل بسلطة الهيمنة على الضرائب و سياسات معدل التحويل دون أي تدخل من أي جهة ، ويتمتع بدرجة عالية من التنسيق المنتظم مع البنوك المركزية التابعة إلى الاتحاد الأوروبي ، ولقد حددت اتفاقية ماستريخت مهام البنك المركزي الأوروبي كالتالي¹:

- ❖ رسم و تنفيذ السياسة النقدية للاتحاد الأوروبي كتكتل اقتصادي ؛
- ❖ الإشراف على الاحتياطات الرسمية من النقد الأجنبي، وتحديد كيفية إدارة هذه الاحتياطات و توظيفها؛
- ❖ يتمتع البنك المركزي الأوروبي بمفرده بسلطة إصدار أوراق النقد في منطقة اليورو؛
- ❖ العمل على تدعيم موازين المدفوعات للدول الأعضاء وسياساتها الاقتصادية بما يحقق أهدافها التنموية؛
- ❖ القيام بعمليات الصرف الأجنبي ؛
- ❖ يقوم البنك المركزي الأوروبي بجمع المعلومات الإحصائية اللازمة لأداء مهام المجلس الاقتصادي و الاجتماعي، بمساعدة السلطات الوطنية المركزية، إما مع السلطات الوطنية مباشرة أو مع الوكلاء الاقتصاديين²؛
- ❖ البنك المركزي الأوروبي مسؤول عن الإشراف التحوطي لمؤسسات الائتمان المنشأة في منطقة اليورو والدول الأعضاء وغير الأعضاء في منطقة اليورو ضمن آلية الرقابة الفردية، والتي تضم أيضا السلطات الوطنية المختصة. وبالتالي فإنه يساهم في حماية وسلامة النظام المصرفي واستقرار النظام المالي، داخل الاتحاد الأوروبي وكل دولة عضو مشاركة³.

¹ مصطفى كامل، العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على واقع المصارف العربية ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، العدد 23 ، العراق ، 2007 ، ص 12 .

² <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.fr.html> .consulté le: 03/05/2019 , 10 :26.

³ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/ecb-mission/html/index.fr.html> consulté le:03/05/2019, 15 :03.

المطلب الثاني: رأس مال البنك المركزي الأوروبي.

يبلغ رأس مال البنك المركزي الأوروبي 50 مليار يورو، يقوم بدفعها الدول الأوروبية الأعضاء في البنك المركزي الأوروبي، ويتم تحديد حصة كل دولة بناء على مؤشرات حجم السكان و القوة الاقتصادية بإعطاء أوزان أهمية واحدة لكل عنصر من عناصر التخصيص¹.

حيث وصلت مساهمة هيئات التنسيق الوطنية لجميع الدول الأعضاء للاتحاد الأوروبي إلى 10.8 مليار يورو في 1 جانفي 2015. يتم احتساب أسهم BCN في رأس مال البنك المركزي الأوروبي على أساس مفتاح يعكس حصة البلدان المختلفة في إجمالي السكان و الناتج المحلي الإجمالي للاتحاد الأوروبي².

يقوم البنك المركزي الأوروبي بتعديل هذه الأسهم كل خمس سنوات وفي كل مرة تتضم دولة جديدة إلى الاتحاد الأوروبي، وعلى مدى السنوات الخمس الماضية تشهد بلدان شمال أوروبا زيادة حصتها النسبية، وبذلك ارتفع البوندسبنك (le Bundesbank) من 18 إلى 28.34 %، وبنك فرنسا من 14.18 إلى 14.21 %، والبنك الوطني البلجيكي من 2.48 إلى 2.53 %، من ناحية أخرى خفضت ولايات الجنوب من مشاركتها خاصة إيطاليا بنسبة 11.8 مقابل 12.31%، و البرتغال التي انخفضت من 1.74 إلى 1.64 % ، وبعد خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي، سوف يسترد بنك إنجلترا حصته بأكثر من 58 مليون يورو³.

تم تغيير مفتاح رأس المال للبنك المركزي الأوروبي سبع مرات منذ بداية المرحلة الثالثة من الاتحاد الاقتصادي و النقدي في 1 جانفي 1999 : تم إجراء مراجعة مدتها خمس سنوات في 1 جانفي 2004، 1 جانفي 2009 ، 1 جانفي 2014 و 1 جانفي 2019، تم إجراء تعديلات إضافية في 1 ماي 2004 عندما انضمت كل من الجمهورية التشيكية وإستونيا وقبرص ولينوتانيا والمجر ومالطا وبولندا وسلوفينيا وسلوفاكيا إلى الاتحاد الأوروبي، في 1 جانفي 2007 عند انضمام بلغاريا ورومانيا وفي 1 جويلية 2013 عندما انضمت كرواتيا إلى الاتحاد الأوروبي .

¹ فريد النجار ، اليورو العملة الأوروبية الموحدة ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، 2004 ، ص 49 .

²Eric Bocquet, Fabienne Keller et Richard yung, La Banque centrale Européenne face à la crise .rapport d'information ;SENAT,N°533,2015,p8.

³Guillaume Benoit ,La France et l'Allemagne progressent au capital de la BCE . publier le 03/02/18 .dinsponible sur : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/la-france-et-lallemagne-progressent-au-capital-de-la-bce-206725> consulté le : 04/05/2019 à 07 :32.

* مساهمة البنوك المركزية الوطنية في منطقة اليورو :

إجمالي الاشتراكات في رأس مال البنك المركزي الأوروبي المدفوع بالكامل من قبل البنك الأهلي المركزي في منطقة اليورو يبلغ إجماليها 7 536 110 121,69 يورو ويتم توزيعها كما يلي¹ :

الجدول رقم 06 : مساهمات البنوك المركزية في منطقة اليورو في رأس مال البنك المركزي الأوروبي .

Banque centrale nationale	Clé de répartition du capital (en %)	Capital libéré (€)
1) Du fait des arrondis, les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des chiffres indiqués.		
Banque nationale de Belgique (Belgique)	2,5280	273 656 178,72
Deutsche Bundesbank (Allemagne)	18,3670	1 988 229 048,48
EestiPank (Estonie)	0,1968	21 303 613,91
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (Irlande)	1,1754	127 237 133,10
Banque de Grèce (Grèce)	1,7292	187 186 022,25
Banco de España (Espagne)	8,3391	902 708 164,54
Banque de France (France)	14,2061	1 537 811 329,32
Banca d'Italia (Italie)	11,8023	1 277 599 809,38
Banque centrale de Chypre (Chypre)	0,1503	16 269 985,63
Latvijas Banka (Lettonie)	0,2731	29 563 094,31
Lietuvosbankas (Lituanie)	0,4059	43 938 703,70
Banque centrale du Luxembourg (Luxembourg)	0,2270	24 572 766,05
Central Bank of Malta / Bank Ċentrali ta' Malta (Malte)	0,0732	7 923 905,17
De Nederlandsche Bank (Pays-Bas)	4,0677	440 328 812,57
Oesterreichische Nationalbank (Autriche)	2,0325	220 018 268,69
Banco de Portugal (Portugal)	1,6367	177 172 890,71
Banka Slovenije (Slovénie)	0,3361	36 382 848,76
Národná banka Slovenska (Slovaquie)	0,8004	86 643 356,59
SuomenPankki – Finlands Bank (Finlande)	1,2708	137 564 189,84
Total	69,6176	7 536 110 121,69

Source : www.ecb.europa.eu consulté le : 04/05/2019 .

¹<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.fr.html>, consulté le : 04/05/2019, 16 :40.

نلاحظ من الجدول أن حوالي 70 % من إجمالي المشاركات في رأس مال البنك المركزي الأوروبي كانت من البنوك المركزية لدول الاتحاد الأوروبي ، فالنسبة الكبيرة من الاشتراكات ترجع لهذه الدول.

* مساهمة البنوك المركزية خارج منطقة اليورو :

يُطلب من البنوك المركزية التسعة غير التابعة لمنطقة اليورو المساهمة في تكاليف تشغيل البنك المركزي الأوروبي نتيجة لمشاركتها في النظام الأوروبي للبنوك المركزية من خلال إطلاق نسبة مئوية صغيرة من حصتها في رأس المال المشترك للبنك المركزي الأوروبي. منذ 29 ديسمبر 2010، تمثل مساهماتهم 3.75 % من إجمالي حصتهم في رأس المال المكتتب به. يبلغ رأس المال المدفوع إلى البنك المركزي الأوروبي من البنوك المركزية غير التابعة لمنطقة اليورو 123 333 635,55 يورو .

الجدول رقم 07 : مساهمات البنوك المركزية غير التابعة لمنطقة اليورو في رأس مال البنك المركزي الأوروبي.

Banque centrale nationale	Clé de répartition du capital (en %)	Capital libéré (€)
1) Du fait des arrondis, les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des chiffres indiqués.		
Българсканароднабанка (Banque nationale de Bulgarie) (Bulgarie)	0,8511	3 454 936,32
Českánárodníbanka (République tchèque)	1,6172	6 564 825,54
DanmarksNationalbank (Danemark)	1,4986	6 083 383,35
Hrvatskanarodnabanka (Croatie)	0,5673	2 302 884,94
Magyar Nemzeti Bank (Hongrie)	1,3348	5 418 457,29
Narodowy Bank Polski (Pologne)	5,2068	21 136 367,55
BancaNațională a României (Roumanie)	2,4470	9 933 297,11
SverigesRiksbank (Suède)	2,5222	10 238 562,31
Bank of England (Royaume-Uni)	14,3374	58 200 921,14
Total	30,3824	123 333 635,55

Source : www.ecb.europa.eu consulté le : 04/05/2019 .

نلاحظ من الجدول تبقى نسبة 30% من رأس مال البنك المركزي الأوروبي مساهماتها من دول الغير تابعة لدول الاتحاد الأوروبي.

المطلب الثالث : الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي .

- طبقا للمادة 92 من مبادئ النظام الأوروبي للبنوك المركزية (SEBC) يسهر الـ BCE على تنفيذ مهام النظام الأوروبي وهذا بالرجوع إلى وسائلها الخاصة أو بالرجوع إلى البنوك المركزية الوطنية .
- طبقا لهذا الدور فإن البنك الأوروبي (BCE) يؤدي العديد من المهام أبرزها ما يلي¹:
- يشكل الجهة الرئيسية لاتخاذ القرارات داخل النظام الأوروبي للبنوك المركزية (SEBC) والنظام الأوروبي.
 - ضمان تطبيق متجانس للسياسات الـ BCE .
 - القيام بإصدار القوانين مع إمكانية فرض العقوبات .
 - تملك حق المبادرة في مجال التشريعات الجماعية كما تقدم الإرشادات والتوجيهات لمختلف المؤسسات الأوروبية والدول الأعضاء في مجال القوانين.
 - يسهر على تطبيق ما جاء في المادتين 101 و 102 من معاهدة " ماستريخت " .
 - تنفيذ مهام مجلس النقد الأوروبي IME التي يجب استكمال تطبيقها في الرحلة الثالثة من الاتحاد النقدي الأوروبي حيث أن بعض دول الإتحاد الأوروبي لا تشارك في الإتحاد النقدي الأوروبي .

* الهيكل التنظيمي:

حددت المادة الثامنة من لائحة النظام الأوروبي للبنوك المركزية هيئات اتخاذ القرار في البنك المركزي الأوروبي والتي تدير كذلك النظام الأوروبي للبنوك المركزية. وهما المجلس التنفيذي ومجلس المحافظين بالإضافة إلى المجلس العام ويمكن إيجاز ذلك على النحو الآتي:

1/ المجلس التنفيذي² :

يتكون من رئيس ونائب رئيس البنك المركزي الأوروبي وأربع أعضاء آخرين ممن لديهم خبرة ودراية كافية بالشؤون النقدية. ويتم تعيينهم من طرف المجلس الأوروبي لرؤساء الدول والحكومات بتزكية من مجلس

¹Hanspeter K Scheller, **La banque centrale européenne: Histoire, Rôle et fonction**, BCE, 2^e Emme édition révisée, Allemagne, 2006, P.51.

²فضيلة بوطورة ، فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية للجامعة ، العدد 44 ، الجزائر ، 2015 ، ص 310 .

الوزراء وذلك بعد استشارة البرلمان الأوروبي ومجلس المحافظين ، لمدة عضوية تساوي ثماني سنوات غير قابلة للتجديد ، وتقتصر العضوية على ممثلي الدول الأعضاء في نظام اليورو فقط . ويتمتع كل عضو في المجلس التنفيذي بصوت واحد ، ويتم التصويت داخل مجلس القرارات بالأغلبية البسيطة ، أما في حالة التعادل فيتم ترجيح صوت رئيس المجلس . وتتمثل المهمة الرئيسية للمجلس التنفيذي في تنفيذ السياسة النقدية وفقا للتوجيهات والقرارات التي يتخذها مجلس المحافظين ، عن طريق إعطاء التعليمات للبنوك المركزية الوطنية . بالإضافة إلى ذلك فهو المسؤول عن الأعمال التجارية للبنك المركزي الأوروبي .

2/ مجلس المحافظين¹:

يتموقع مجلس المحافظين على قمة هرم البنك المركزي الأوروبي ويضم أعضاء المجلس التنفيذي وحافظي البنوك المركزية الوطنية للدول السبعة عشر المشاركة في الاتحاد النقدي . ولكل عضو صوت واحد ، ويمكن أيضا أن يشترك رئيس مجلس الاتحاد الأوروبي وعضوا من المفوضية الأوروبية في الاجتماعات ، إلا أنهما لا يملكان الحق في التصويت ، ويمكن اتخاذ معظم القرارات بما في ذلك القرارات المتعلقة بالسياسة الاقتصادية بالأغلبية البسيطة ، غير أن التصويت على القرارات التي تؤثر على مراكز البنوك المركزية الوطنية باعتبارها حملة أسهم النظام الأوروبي للبنوك المركزية (مثلا : المرتبطة باحتياجات رأس المال والعملات الأجنبية للبنك المركزي الأوروبي) أو توزيع الأرباح يتم ترجيحها بنصيب كل بنك مركزي وطني وفق مفتاح التوزيع النسبي لحصة كل بنك وطني في رأس مال البنك المركزي الأوروبي وتعطى أصوات أعضاء المجلس التنفيذي وزن صفر .

وتتمثل المهام الأساسية لمجلس المحافظين في إعداد السياسة النقدية الموحدة وتحديد التوجيهات الخاصة بتنفيذها ، كما يعتبر المسؤول على التنظيم الداخلي للبنك المركزي وهيئات اتخاذ القرارات . بالإضافة إلى دوره الاستشاري في مجال اختصاصه إلى جانب توقيع العقوبات على مخالفة قواعده والقرارات التي يمكن أن تنشر في الجريدة الرسمية للمجموعة الأوروبية .

¹ نوفل سمايلي ، إشكالية استقلالية البنك المركزي الأوروبي في ظل الأزمات المالية والمصرفية الراهنة، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية ، العدد 07 ، جامعة تبسة ، الجزائر ، ص 253 .

3/ المجلس العام¹:

يقوم المجلس العام بالربط بين النظام الأوروبي والبنوك المركزية الوطنية للدول الأعضاء التي لم تنظم بعد إلى منطقة اليورو ، ومن جهة أخرى سيزول مع انضمام كل دول الاتحاد الأوروبي إلى منطقة اليورو وتظهر مبادئ المجلس العام الأهمية البالغة التي أولتها معاهدة " ماستريخت " لقضية الحفاظ على الروابط والتعاون مع البنوك المركزية الوطنية لدول الاتحاد الأوروبي التي تتبين بعد اليورو .

يضم المجلس العام كل من رئيس الـ BCE ونائبه ومحافظي كل البنوك المركزية الوطنية التابعة للاتحاد الأوروبي ، ويمكن لباقي الأعضاء الأربعة المنتمين إلى مجلس الإدارة المشاركة في اجتماعات المجلس العام لكن دون التمتع بحق التصويت كما يمكن لرئيس مجلس الاتحاد الأوروبي ولأحد الأعضاء المفوضية المشاركة في اجتماعات المجلس العام دون حق التصويت .

ورث المجلس العام التي كان يؤديها المجلس النقدي الأوروبي (IME) ، فهو مكلف أساسا بتقديم رأيه في مجال التحضيرات اللازمة للانضمام إلى منطقة اليورو .

يسهر أيضا المجلس العام للـ BCE على متابعة السير الحسن لميكانيزم الصرف (MCEII) الهادف إلى ربط اليورو بعملات دول الاتحاد الأوروبي التي لم تنظم بعد منطقة اليورو ، كما يراقب أسعار صرف عملات دول الاتحاد خارج منطقة اليورو فيما بينها .

¹ محمد الأمين وليد طالب ، دور السياسات النقدية في معالجة الأزمات المالية ، حالة البنك المركزي الأوروبي والأزمة المالية 2007 ، 2008 ، أطروحة دكتوراة ، تخصص علوم اقتصادية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر ، 2015 - 2016 ، ص ص ، 287 ، 288 .

الشكل رقم 11 : الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي .



المصدر : رواق خالد ، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية ، مذكرة ماجيستر ، جامعة محمد

خضير، بسكرة ، الجزائر ، 2012/2013 ، ص 45 .

المطلب الرابع : استقلالية البنك المركزي الأوروبي .

أولاً : تعريف الاستقلالية :

يتمثل مفهوم استقلالية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية عن قيام الدولة بوضع القواعد الخاصة التي تحكم عمل البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية وعليه الالتزام بهذه القواعد¹.

يقصد باستقلالية البنك تحرر متخذ القرارات النقدية من النفوذ السياسي والحكومي المباشر على مزاولتهم السياسة النقدية ، وعدم ارتباط البنك المركزي بوزارة المالية أو السلطة التنفيذية ، فتكون مؤسسة قائمة بذاتها تعمل بموجب قانونها ، وتتولى السياسة النقدية بالكامل بما في ذلك اختيار الأدوات ، وكيفية إدارة العمليات لتحقيق الأهداف .

وهناك من يلخص استقلالية البنك المركزي في النقاط التالية²:

- استقلالية التعليمات والأوامر عن الحكومة والبرلمان (استقلالية مؤسسية) ؛
- إتاحة أدوات السياسة النقدية بالكامل والحرية السياسية والاقتصادية في استخدام هذه الأدوات (استقلالية الأدوات) ؛
- تعيين الأشخاص المكلفين بصناعة القرار من الأعضاء الذين يستقلون في آرائهم عن أي رأي خارج البنك المركزي (استقلالية الشخصية)، ومكوئهم في أماكنهم لفترة طويلة نسبياً.

ثانياً : استقلالية البنك المركزي الأوروبي في ظل الأزمات المالية والمصرفية³:

لقد تم إنشاء البنك المركزي الأوروبي وفق نموذج مدروس ومحدد ليكون أكثر النماذج تطوراً في تطبيق مبدأ الاستقلالية وذلك ما تضمنته معاهدة " ماستريخت " . وقد تم الاعتماد في تصميم البنك المركزي الأوروبي على النموذج الألماني -البندز بنك - من جهة والنموذج الأمريكي - نظام الاحتياطي الفيدرالي - من جهة أخرى ، فالنظام الأوروبي للبنوك المركزية المتشكل من البنك المركزي الأوروبي والسبعة عشر بنكاً مركزياً وطنياً للدول الأعضاء يمثل نظاماً فدرالياً منح أكبر قدر من الاستقلالية للبنك المركزي الأوروبي من

¹ إبياد عبد الفتاح السنور ، أساسيات الاقتصاد الكلي، دار صفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، الأردن ، 2014 ، ص 132 .

² بنابي فتحة ، علاقة استقلالية البنك المركزي بفعالية السياسة النقدية، معارف مجلة علمية دولية محكمة ، قسم العلوم الاقتصادية ،

العدد 22، مسيلة ، الجزائر ، 2017 ، ص 65 .

³ نوفل سمايلي ، مرجع سبق ذكره ، ص 256 .

ناحية ، واشترط حدودا دنيا من الاستقلالية في البنوك المركزية الوطنية للدول المنظمة للوحدة الأوروبية من ناحية أخرى . وعملية منح الاستقلالية لهذه السلطة الهائلة تتطلب جهودا كبيرة وإجراءات دقيقة واستراتيجيات حديثة ومتطورة وذلك لضمان استقلال عضوي ووظيفي وتنظيمي لبنك المركزي الأوروبي بصفة خاصة ، والنظام الأوروبي للبنوك المركزية بصفة عامة ، إلا أن الاستقلالية الكاملة والمثلثة تبقى أملا صعب المنال والتحقيق لأن أرض الواقع تفرض شروطها وقيودها خاصة في زمن الأزمات المالية والمصرفية .

وتعتبر استقلالية البنك المركزي الأوروبي شرطا أساسيا لقيام الاتحاد النقدي ويرجع ذلك لسببين :

- إذا أريد للعملة الموحدة أن تكون قوية ، وضمان معدل تضخم منخفض في منطقة اليورو ، يجب أن يتمتع البنك المركزي الأوروبي بالحرية المطلقة في تحديد معدل الفائدة في المدى القصير عند المستوى المطلوب بعيدا عن ضغوطات الحكومات ؛
- إذا كان كل عضو من مجلس المحافظين يعبر مباشرة على رغبة دولته ، وخصوصا حكومته ، يصبح المجلس مكانا للصراع وتضارب المصالح .

المبحث الثاني : أدوات السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي .

يقوم البنك المركزي الأوروبي وفقا لإستراتيجيته المتبناة في مجال السياسة النقدية بتوجيه سعر الفائدة قصير الأجل في الأسواق النقدية عبر إظهار توجه السياسة النقدية وإدارة السيولة داخل الأسواق، ومن خلال تغيير الشروط التي يتعامل بها النظام الأوروبي مع الأسواق النقدية.

المطلب الأول : أداة السوق المفتوحة .

يتم تعامل البنك المركزي في الأصول المالية خارج البنك في السوق ، ومن هذا أطلق على هذا التعامل عمليات السوق المفتوحة وهي الوظائف التقليدية التي استخدمتها البنوك المركزية للتأثير على حجم الائتمان والمقصود بعمليات السوق المفتوحة هو تدخل البنك المركزي في سوق المال بائعا أو مشتريا للأوراق المالية (الأسهم والسندات) أو السوق النقدي بائعا أو مشتريا لأدوات الخزينة والعملات الأجنبية¹ .

تعتبر عمليات السوق المفتوحة واحدة من أهم الأدوات المستخدمة في التحكم في عرض النقود وذلك لسرعة حدوث الأثر المطلوب وكذلك خلوها من أي آثار تضخم قد توجد في الأدوات الأخرى ، وتستخدم عادة البنوك المركزية عدة طرق لتنفيذ عمليات السوق المفتوحة ، ومنها البيع والشراء عن طريق التفاوض المباشر ، البيع والشراء عن طريق مزادات البيع الثابت ، ثم البيع والشراء عن طريق المزادات المفتوحة² .

عمليات السوق المفتوحة من الأدوات الأكثر مرونة والأكثر شيوعا والتي يستخدمها بنك الاحتياطي الفدرالي لتنفيذ السياسة النقدية و السيطرة عليها في الولايات المتحدة، ومع ذلك، يتم استخدام معدل الخصم ومتطلبات الاحتياطي، كما يمكن أن يستخدم بنك الاحتياطي الفدرالي أنواع مختلفة من عمليات السوق المفتوحة، لكن أكثر العمليات شيوعا هي عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية الحكومية، حيث يسمح شراء وبيع السندات الحكومية لبنك الاحتياطي الفيدرالي بالسيطرة على أرصدة التمويل الاحتياطي التي تحتفظ بها البنوك مما يساعد مجلس الاحتياطي الاتحادي على زيادة أو خفض أسعار الفائدة قصيرة الأجل حسب الحاجة³.

¹ زكريا الدوري ويسرى السامرائي ، مرجع سبق ذكره ، ص 234 .

² www.aljazairalyoum.com، تاريخ الاطلاع : 2019/05/12، . 22:30 .

³ <https://trading-secrets.guru> ، تاريخ الاطلاع : 2019/05/12 ، 22:45 .

وعمليات السوق المفتوحة من الأدوات الرئيسية للعمليات النقدية في الاتحاد الأوروبي ويتم إجراؤها في عدة أشكال مثل في شكل المعاملات العكسية والمعاملات الخاصة وزفي شكل إصدار شهادات الدين ومبادلات صرف أجنبي.

يمكن تقسيم عمليات السوق المفتوحة التي يؤديها البنك المركزي الأوروبي إلى أربعة أنواع و هذا حسب هدفها و ترددها و الإجراءات المتبعة¹:

1/ العمليات الرئيسية لإعادة التمويل: تعتبر هذه الأداة أبرز عمليات السوق المفتوحة حيث تشكل الأداة الرئيسية للسياسة النقدية الأوروبية، و تسمح هذه الأداة لتوفير السيولة اللازمة التي يحتاجها النظام البنكي وتلعب دورا رئيسيا في توجيه سعر الفائدة و في إدارة السيولة النقدية داخل الأسواق. تتم العمليات الرئيسية لإعادة التمويل بصفة أسبوعية تمتد على 7 أيام، وتنتج هذه العمليات عن مزاد عادي ينقذ حسب برنامج زمني محدد سلفا و تنفذ في أجل 24 ساعة يمكن لكل المتعاملين الذين يوفون بالشروط المشاركة في هذه العملية (كل مؤسسات الإقراض المتواجدة بمنطقة اليورو مقبولة مبدئيا للمشاركة في المزاد).

2/ عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل: هي عبارة عن عمليات إعادة تمويل شهرية مرفوقة بأجل استحقاق مدته ثلاثة أشهر، وتهدف هذه الأداة إلى تزويد النظام بتجديد كامل السيولة المتواجدة في السوق النقدي بشكل أسبوعي، كما تخضع عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل مثل العمليات الرئيسية لإعادة التمويل إلى مزاد عادي تشارك فيه كل مؤسسات الإقراض المستوفية للشروط .

3/ عمليات التعديل الطفيف: هي نوع من عمليات السوق المفتوحة التي يلجأ إليها الـ BCE في حالات معينة، وهي عبارة عن عمليات ضخ أو امتصاص للسيولة و لكن بكميات محدودة، وتهدف هذه الأداة إلى إدارة السيولة و توجيه معدل الفائدة في الأسواق النقدية و مواجهة التقلبات المفاجأة التي تقع في هذا الأخير.

نظرا لخصوصيات عمليات التعديل الطفيف فهي عادة ما تتم وفق مزاد سريع حيث لا يمر أكثر من ساعة بين الإعلان عن المزاد و الإعلان عن نتائج المزاد، كما أنه و لأسباب عملية يتم تحديد عدد محدود فقط من المتعاملين للمشاركة في عمليات التعديل الطفيف. يمكن لعمليات التعديل الطفيف أن تتم دون الرجوع إلى إجراء المزاد حيث قد يكفي قيام الـ BCE بإجراءات ثنائية مع متعامل واحد أو مجموعة من المتعاملين تتم عمليات التمويل الطفيف بطريقة لا مركزية إذ تنفذ من طرف البنوك المركزية، إلا أنه هناك بعض

¹ محمد الأمين وليد طالب ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 289، 290 .

الحالات التي قد يأمر المجلس التنفيذي للـ BCE بتنفيذ عمليات التمويل الطفيف بشكل مباشر من طرف الـ BCE.

4/ **العمليات الهيكلية:** يلجأ الـ BCE إلى استعمال هذه الأداة بغية تصحيح هيكل السيولة الخاص للنظام البنكي أي كمية السيولة المتوفرة في السوق على المدى الطويل، و يمكن أن تأخذ العمليات الهيكلية عدة أشكال أهمها عمليات تنازل مؤقتة و عمليات إصدار أوراق دين .

المطلب الثاني : أداة التسهيلات الدائمة (معدل الفائدة) .

يستعملها البنك المركزي الأوروبي بغية تمكين البنوك المركزية من الحصول على قروض لمدة 24 ساعة ، مقابل تقديم ضمانات و بمعدل فائدة محدد مسبقا ، وعادة ما يكون معدل الفائدة المطبق في التسهيلات الدائمة أكبر بكثير عن معدل الفائدة السائد في السوق ، ما يجعل مؤسسات الإقراض تستعمل هذا التسهيل إذا اقتضت فقط الضرورة لذلك ، إن ارتباط الحصول على هذا التسهيل بالضمانات المتوفرة يجعل من معدل فائدتها بمثابة الحد الأقصى لمعدلات الفائدة السائدة في السوق اليومي . أدى معدل الفائدة المطبق في هذا التسهيل إلى جعل استعماله جد محدود ، حيث بينت الإحصائيات بأن قيمته لا تتعدى 1 مليار يورو وهو ما يدل على أن استعمال هذا التسهيل جد محدود ومخصص بدرجة أولى للحالات الاستثنائية¹.

تهدف هذه التسهيلات إلى تحقيق الاستقرار الذاتي لمنطقة اليورو وتحدد سياستها النقدية ، كما أنها تخفض نقص السيولة أو عدم استقرار أسعار الفائدة السائدة داخل السوق .يأخذنا التطرق لأداة التسهيلات الدائمة الى التطرق لسياسة الائتمان (تحديد معدلات الفائدة الرئيسية) التي تعتمد على ثلاث معدلات رئيسية وهي :

1/ **المعدل الرئيسي لإعادة التمويل Le taux de refinancement**²:

يستخدم هذا المعدل لقروض البنك المركزي الأوروبي للبنوك التي تحتاج إلى سيولة قصيرة (أسبوع واحد) يمكنهم طلب ذلك كل أسبوع شرط أن يسددوا القرض في الأسبوع السابق، من المفترض أن تقوم البنوك بتطوير الحد الأدنى لسعر إعادة التمويل على أسعار الفائدة التي تمنحها لعملائها أو الأفراد أو

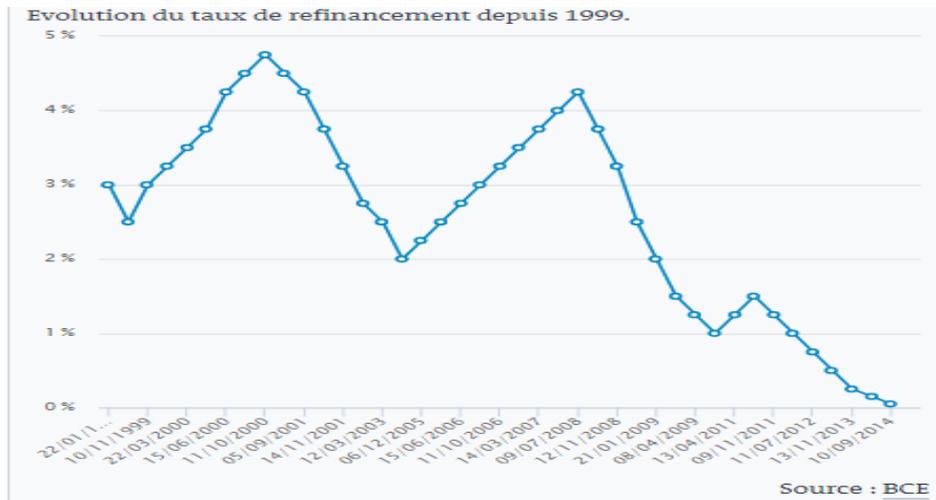
¹محمد الأمين وليد طالب ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 290، 291 .

²Alexandre Pouchard , C'est quoi les taux directeurs de la BCE ? https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2016/03/10/c-est-quoi-les-taux-directeurs-de-la-bce_4880844_4355770.html, consulté le 07/05/2019 à 18 :15.

الشركات ، هذا يعني أنه إذا خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة إلى ما يقارب الصفر كما يوضحه الشكل (رقم 12) في الأسفل فإنه يريد تفضيل القروض وبالتالي زيادة الاستثمار حيث إذا زاد ذلك فهناك خطر التضخم (الكثير من الأموال تتداول و الأسعار ترتفع بسرعة كبيرة) ، مع معدل صفر ستكون البنوك قادرة على تمويل نفسها دون رسوم من البنك المركزي الأوروبي ، وبالتالي ينبغي أن تخفض الأسعار التي يمارسونها مع عملائها الذين يذهبون إلى الدين ولن تتحقق استثمارات المدخرين مع البنوك أي شيء ، مما يشجعهم على الاستهلاك بدلا من التخزين.

والمنحنى التالي يبين تطور معدل إعادة التمويل الرئيسي :

الشكل رقم 12 : تطور معدل إعادة التمويل الرئيسي من 1999 إلى 2014 .



المصدر : <https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2016/03/10/c-est-quoi-les-taux-directeurs-de-la->

:bce_4880844_4355770.html consulté le : 07/05/2019.

2- المعدل الرئيسي لتسهيلات الإيداع :¹ taux de facilité de dépôt

هو المعدل الذي يكافئ به البنك المركزي الأوروبي الإمكانات التي يمكن للبنوك إقراضها دون تحديد المبلغ أو المدة ، يتم تعيينه عند مستوى أقل من سعر الفائدة الرئيسي (معدل إعادة التمويل) وإلا سيكون هناك احتمال للمراجعة خلال عملية إعادة التمويل الرئيسية ، حيث سيكون كافيا إيداع الأموال التي تم الحصول عليها أثناء إعادة شراء الأوراق المالية بهذا السعر عادة ما يكون أقل بمقدار نقطة واحدة (إما 1 % أو 100 نقطة أساس) .

¹<http://www.iotafinance.com/Definition-taux-de-la-facilite-de-depot.html>, consulté le: 06/05/2019 à 21:30.

وتعتبر تسهيلات الإيداع تسهيلا دائما على عكس معدل إعادة التمويل الرئيسي التي يتم إطلاقها بواسطة البنك المركزي.

3- المعدل الرئيسي لتسهيلات الإقراض Le taux de prête Marginal :

هو المعدل الذي تدفعه البنوك عندما تقترض السيولة من البنك المركزي الأوروبي لمدة 24 ساعة، يجب على البنوك تقديم ضمانات مثل الأوراق المالية لضمان سداد الأموال المقترضة¹.
إنه أعلى من معدل إعادة التمويل، حيث يمكن للبنوك الوصول إلى هذا التسهيل دون قيود وبالتالي دون سيطرة فورية على حجم إعادة التمويل من قبل البنك المركزي الأوروبي وعادة ما يكون الفائض نقطة واحدة و هذا التسهيل دائم على عكس معدل إعادة التمويل².

ويبين المنحنى في الأسفل تطور المعدل الرئيسي لتسهيلات الإقراض من 1999 إلى 2015 :

حيث نلاحظ من خلال الشكل الموجود في الأسفل أن معدل التمويل الرئيسي بدء في الانخفاض منذ أزمة 2008 ليصل إلى حدود أقل من 2% ليستمر في الانخفاض خاصة بعد أزمة المديونية في منطقة اليورو ليصل إلى ما يقارب الصفر .

الشكل رقم 13 : تطور المعدل الرئيسي لتسهيلات الإقراض .



المصدر : http://webstat.banque-france.fr/fr/quickview.do?SERIES_KEY=255.FM.M.U2.EUR.4F.KR.MLF.LE

Consulté le : 07/05/2019.

¹Qu'est-ce que le taux de la facilité de prête Marginal ? disponible sur : https://www.ecb.europa.eu/explainers/tellme/html/marginal_lending_facility_rate.fr.html, consulté le : 07/05/2019 à 10:28.

²<http://www.iotafinance.com/Definition-taux-de-la-facilite-de-pret-marginal.html>, consulté le : 07/05/2019 à 15 :30 .

المطلب الثالث : أداة الاحتياطي الإلزامي .

ويقصد به إجراء نقدي تلزم البنوك المركزية بموجبه المصارف التجارية بالاحتفاظ بنسبه معينه من ودائعها لديه لحماية المودعين من مخاطر الإفلاس والأزمات من ما يؤثر على قدرة المصارف التجارية على تشكيل الائتمان، في حالة قيام البنك المركزي بزيادة العرض النقدي وذلك بتحرير بعض ودائع المصارف لديه كتخفيض نسبة الاحتياطي مثلا ، مما يؤدي إلى زيادة الموجودات النقدية لدى المصارف وبالتالي ستحاول العمل على توظيفها فتقوم بتوسيع الائتمان المقدم لقطاع الأعمال وبافتراض أن سوق الائتمان المصرفي في حالة توازن من حيث المبدأ فإن زيادة معينة في الرغبة في الإقراض من طرف المصارف، وبفرض استقرار الطلب على الائتمان فان ذلك يؤدي إلى حال فائض في سوق الائتمان المصرفي وهذا الفائض سيؤدي إلى خفض أسعار الفائدة على القروض المصرفية وهذا ما سيؤدي إلى سعر فائدة أدنى من الوضع التوازني وتتوفر مقادير كبيرة من القروض وبالتالي سيرتفع مستوى الودائع المصرفية التي تمكن من توسع الائتمان الهدف من التعديل السنوي لنسبة الاحتياطي الإلزامي لتعويض عن اثر التضخم ، وتعد الاحتياطات خط الدفاع الأول للمصارف لمواجهة الخسائر التي من الممكن أن تتعرض لها كما أنها من مستلزمات السياسة النقدية ولكن عليها أن لا تتبالغ بحجم الاحتياطات لان ذلك ينعكس بآثار سلبية على عوائدها ، وقد استعملت هذه الوسيلة لأول مرة من قبل البنك الاحتياطي الفدرالي سنة 1933¹.

يمكن تعريف احتياطي المصرف أيضاً بأنه نسبة تفرض على الودائع من قبل البنك المركزي على البنوك لحماية أصحاب الودائع من إفلاس هذه البنوك في المستقبل من ناحية احترازية، ومن ناحية أخرى تستخدم هذه النسبة التحكم في الاقتصاد وكمية النقد في الأسواق عن طريق زيادة النسبة أو تقليلها².

تعتبر إحدى الأدوات التي تستطيع الدولة السيطرة بها على كمية النقد في الأسواق بواسطة البنك المركزي، فإذا أرادت الدولة تشجيع الاستثمار أو تقليل قيمة العملة محليا تعمل على تخفيض هذه النسبة مما يؤدي الزيادة كمية النقد في البنوك فتستطيع الأخيرة على إعطاء كمية أكبر من القروض للأفراد، وبالتالي زيادة النقود في الأسواق فتزيد القوة الشرائية في الأسواق فتتخفف قيمة العملة وبالعكس، إذا أرادت الدولة زيادة قيمة العملة أو وجود مشاكل اقتصادية في الأسواق تعمل الدولة بواسطة البنك المركزي على زيادة نسبة

¹ آية عادل حسين ،أثر الاحتياطي الإلزامي في النشاط الائتماني للمصارف،رسالة ماجستير ، قسم الدراسات المالية / المصارف ، جامعة بغداد ، العراق ، 2016 ، ص 30 .

²https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D8%AD%D8%AA%D9%8A%D8%A7%D8%B7%D9%8A_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B5%D8%B1%D9%81 . consulter le : 30/05/2019 , 06 :35 .

النقد الإلزامي فعندها تقل كمية النقد في البنوك فيقل الاقتراض من البنوك فيؤدي إلى تقليل كمية النقد في الأسواق فتقل القوة الشرائية في الأسواق ينتج عن ذلك زيادة قيمة العملة.

تحدد البنوك المركزية نسبة محددة، على البنوك العاملة في الدولة أن تودعها لدى المركزي دون الحصول على عائد - فائدة - مقابل هذه الأموال، وهذه النسبة تكون على إجمالي الودائع الموجودة في كل بنك سواء كانت الودائع بالعملة المحلية أو العملات الأجنبية، والمشهور هو أن البنك يفرض هذه النسبة باعتباره إجراء احترازي، لحماية أصحاب الودائع من إفلاس قد يحدث لهذه البنوك في المستقبل.

تلجأ البنوك لتحريك نسبة الاحتياطي الإلزامي بالزيادة أو الخفض للسيطرة على كمية النقود المتداولة، ففي حال كانت نسبة النقود في السوق كبيرة وتوسعى الدولة لخفضها، يتدخل البنك المركزي لزيادة نسبة الاحتياطي الإلزامي بهدف زيادة قيمة العملة وحل المشاكل الاقتصادية في الأسواق بسبب زيادة السيولة، فيؤدي هذا الإجراء إلى تقليل كمية النقد في البنوك، ويتراجع الاقتراض، فتكون النتيجة هي انخفاض كمية النقد في الأسواق. على الجانب الآخر في حال كان الاقتصاد يعاني من نقص السيولة أي انخفاض في كمية النقود في السوق تتجه الدولة من خلال البنك المركزي لخفض نسبة الاحتياطي الإلزامي، وهذا الإجراء يؤدي إلى زيادة كمية النقد في البنوك، وهو ما يمكنها من توفير كمية أكبر من القروض للأفراد، وبالتالي تزيد كمية النقود في الأسواق¹.

يجبر الـ BCE بواسطة هذه الأداة البنوك المركزية الوطنية على الاحتفاظ باحتياطات إجبارية لديه، و يتم تحديد قيمة الاحتياط لكل بنت انطلاقا من وعائه من الاحتياطات مضروب في نسبة الاحتياطي يحدد وعاء احتياطات كل بنك مركزي وطني لنا على المطلوبات قصيرة الأجل الواردة في ميزانيته مع الإشارة إلى أن مطلوباته اتجاه مؤسسات الإقراض الخاضعة إلى نظام الاحتياطي الإلزامي ومطلوباته اتجاه الـ BCE و باقي البنوك المركزية الأخرى لا تدخل في حساب وعاء الاحتياطات².

إن الدور الأول الذي تؤديه أداة الاحتياطي الإلزامي هو المحافظة على استقرار أسعار الفائدة في السوق النقدي، و يتم تحقيق هذا الهدف عبر آلية التأسيس المتوسط و التي تعني ارتباط الاحتياطي الإجباري لمؤسسات الإقراض بمتوسط الأرصد اليومية لحساباتها المتعلقة بالاحتياطات خلال مدة زمنية مقارنة لشهر (30 يوم)، و تمكن هذه الآلية مؤسسات الإقراض من تخفيف حدة التقلبات اليومية للسيولة وكذلك

¹ <https://www.sasapost.com/chinas-policy-of-reducing-the-mandatory-reserve-of-banks/> . consulter le : 30/05/2019 , 06 :30 .

² محمد الأمين وليد طالب ، مرجع سبق ذكره ، ص 291 .

الاختلالات المؤقتة في الاحتياطات، و تسمح أيضا آلية التأسيس المتوسط لمؤسسات الإقراض بالاستفادة من عوائد القروض الممنوحة في الأسواق المالية و بإظهار عجز في الاحتياطات كلما كان معدل الفائدة قصير الأجل في السوق النقدي أكبر من ذلك المتوقع خلال فترة التأسيس .

أما الدور الثاني الذي تؤديه أداة الاحتياطي الإلزامي هو زيادة عجز النظام البنكي من السيولة، حيث أن إلزامية تكوين مؤسسات الإقراض الاحتياطات لدى البنوك المركزية سيؤدي إلى ارتفاع طلب إعادة التمويل على مستوى البنوك المركزية، وهو ما سيسهل عملية توجيه ال **BCE** لمعدل الفائدة في السوق النقدي-

تم إنشاء أداة الاحتياطي الإلزامي بطريقة لا تجعلها عبء على النظام البنكي لمنطقة اليورو من جهة ولا تعرقل التوزيع الجيد للموارد من جهة أخرى، حيث يمنح ال **BCE** عوائد على الاحتياطات الإلزامية للمؤسسات الإقراض المودعة لديه و هذا وفق معدل فائدة قريب من معدل الفائدة قصير الأجر السائد في السوق النقدية .

المبحث الثالث : برامج السياسة النقدية غير تقليدية في إطار السوق المفتوحة .

للبنك المركزي الأوروبي دور هام ومتجدد في التخفيف من وطأة والتداعيات السلبية لأزمة الديون السيادية الأوروبية حيث تدخل في الأسواق المالية كمساهمة لحل الأزمة إضافة إلى تبني منذ سنة 2009 مجموعة من البرامج المؤقتة معظمها ساعد في التخفيف من حدة الأزمة.

المطلب الأول : برنامج شراء السندات المحمية .

السندات المغطاة هي سندات دين صادرة عن بنك أو مؤسسة رهن وضماتها ضد مجموعة من الأصول التي ، في حالة فشل المصدر ، يمكن أن تغطي المطالبات في أي وقت. يخضعون التشريعات محددة لحماية حاملي السندات. على عكس الأوراق المالية المدعومة بالأصول التي تم إنشاؤها في التوريق ، تستمر السندات المغطاة كالالتزامات للمصدر¹.

اعتمد البنك المركزي في تنفيذ برنامج شراء السندات المحمية على مرحلتين :

1/ البرنامج الأول لشراء السندات المحمية CBPP1 :

من بين أهم أدوات التمويل لدى البنوك داخل منطقة اليورو نجد السندات المحمية ، وبعد انهيار بنك "المان برادر" تعرضت هذه البنوك إلى الخطر، فقام البنك المركزي الأوروبي بالتدخل من خلال إعادة تنشيط الأسواق من خلال الإعلان عن البرنامج الأول لشراء السندات المحمية².

تم إطلاقه في ماي 2009 من قبل 16 بنك مركزي للنظام النقدي الأوروبي من بينها البنك الفرنسي ، انتهى كما هو مخطط له في 30 جوان 2010 ، حيث تم الحصول على 60 مليار من السندات المحمية(المغطاة) صادرة عن مؤسسات الائتمان في منطقة اليورو، يسعى هذا البرنامج إلى تقليل الهوامش ، استعادة سيولة السوق الأولية و الثانوية و مساعدة البنك في تمويل الاقتصادي ، و بالفعل حقق هذا البرنامج الأهداف المرجوة حيث أن حصة السوق الأولية سجلت 27 % في جوان 2010 في حين ان المتوسط السنوي هو 25 % ، كانت هناك سندات مغطاة بقيمة 150 مليار يورو صدرت خلال 12 أشهر الأخيرة ، كما شهدت انتشار الهوامش بشكل عام .كانت البنوك الفرنسية قبل الأزمة تغطي 20 % من احتياجاتها

¹https://en.wikipedia.org/wiki/Covered_bond consulté le : 10/05/2019, à 09 :30.

² نبيلة دودو ، فوزي عبد الرزاق ، **التيسير الكمي لمواجهة الأزمات المالية -دراسة التجربة الأمريكية الأوروبية-**، مجلة الاقتصاد و المالية ، المجلد 05 ، العدد 01، الجزائر، 2019، ص 217 .

التمويلية عن طريق إصدار دين السندات المضمونة (السندات المغطاة) ومع إفلاس بنك "ليمان برادرز" انخفضت الثقة في سوق السندات المضمونة¹.

يمكن القول أن برنامج شراء السندات المحمية في بعض الدول كان فعالا في المرحلة الأولى عندما كانت دول منطقة اليورو تعاني من مشاكل في سوق السندات المحمية؛ وعندما أصبح غير مبرر وذلك بعد أن أصبحت الاختلالات في سوق السندات المحمية ناتجة عن مشاكل في المالية العامة لبعض الدول².

2/البرنامج الثاني لشراء السندات المحمية CBPP2³:

أعلن البنك المركزي الأوروبي في تاريخ 03 نوفمبر 2011 عن تبني ثاني برنامج له لشراء السندات المحمية بقيمة اسمية حددت بـ 40 مليار يورو، وقد حددت تاريخ 31 أكتوبر 2012 كآخر أجل لتنفيذ هذا البرنامج .

هدف البنك المركزي الأوروبي عبر هذا البرنامج إلى دفع معدلات الفائدة المتوسطة و الطويلة الأجل نحو الانخفاض وإلى تحسين شروط تمويل البنوك والمؤسسات، وإلى أيضا تسهيل عملية الإقراض والسيولة داخل سوق الديون الخاصة.

لم يحقق هذا البرنامج الأهداف المرجوة حيث أنه كان يهدف إلى شراء سندات محمية بقيمة 40 مليار يورو لكنه لم يسمح بشراء سوى ما قيمته 16.42 مليار يورو من السندات المحمية ، ومن بين العوامل التي أدت إلى فشل هذا البرنامج :

- تنامي المخاوف و الشكوك داخل منطقة اليورو بسبب تنامي أزمة الديون السيادية .

- تزامن CBPP2 مع تبني الـ BCE لإجراء آخر اندرج في إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية ألا وهو عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل LTRO والتي وفرت قرابة 1000 مليار يورو و جعلت من عملية إصدار السندات المحمية عملية مكلفة .

¹ Marché Européen de coveredbonds ,CNO(Comité de Normalisation Obligataire/The French Bond Association) 17/04/2012, paris , p6.

² نبيلة دودو، فوزي عبد الرزاق، مرجع سبق ذكره ، ص 218 .

³ محمد الأمين وليد طالب ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 326-327.

المطلب الثاني : برنامج شراء السندات السيادية .

هو أحد أدوات تطبيق السياسة النقدية الخاصة بالبنك المركزي الأوروبي (يندرج تحت السياسة الكمية و هو نوع من أنواع عمليات السوق المفتوحة) ويعني حقوق الشراء مباشرة من السوق الثانوي و بدون قيود و يطلق عليه "التعاملات النقدية المباشرة" و يعرف اصطلاحا باللغة الانجليزية **Outright Monetary Transactions (OMTs)** وهو عبارة عن برنامج لشراء السندات السيادية من دول منطقة اليورو في السوق الثانوي . الهدف الأساسي للبرنامج هو خفض تكلفة الاقتراض أو معدل العائد على السندات السيادية في السوق الثانوي. يستهدف شراء السندات ذات أجل (استحقاق) من سنة واحدة إلى ثلاث سنوات، و كذا السندات طويلة الأجل التي بقي من عمرها ثلاث سنوات فأقل . والبنك المركزي الأوروبي هو الوحيد صاحب القرار النهائي فيما يتعلق بإدارة البرنامج و قيمة الشراء و تبعية السندات لدولة ما و الحق في إلغاء عملية الشراء ووقف أو تعليق البرنامج كلياً¹.

حتى يتم تفعيل البرنامج يجب على الدولة التي تحتاج إلى ذلك البرنامج أن تتقدم بشكل رسمي لطلب المساعدة من "صندوق الاستقرار المالي الأوروبي (EFSF) صندوق آلية الاستقرار المالي الأوروبي (ESM) و بعد أن تحصل على الموافقة يقوم البنك الأوروبي بتفعيل البرنامج و شراء سندات تلك الدولة، و يشترط أن تخضع الدولة لإصلاحات مالية (خفض الدين العام و عجز الموازنة) جادة و أن تلتزم بتلك الإصلاحات و في حالة التقاعس يحق للبنك إيقاف البرنامج على الفور .

جدير بالذكر أن البرنامج يحتوي على شقين الأول إصلاح مالي و اقتصادي كامل بالنسبة للدول التي حصلت بالفعل على مساعدات من صندوق الاستقرار الأوروبي على غرار اليونان البرتغال و إيرلندا، أما الشق الثاني وهو أقل في الشروط (البرنامج الوقائي) وهو أقل صرامة عن البرنامج الأول موجه لدول المساعدات مثل إيطاليا و إسبانيا.

تم الإعلان عنه يوم 10 ماي 2010 بعد سلسلة أحداث هامة بدأت من اليونان التي تأثرت بشدة من جراء حدوث أزمة السيولة من جراء انهيار بنك ليمان براذرز في الولايات المتحدة الأمريكية في سبتمبر عام 2008 (انفجار الأزمة المالية العالمية) و أدى ذلك إلى ارتفاع العائد على السندات السيادية الأوروبية و بالتبعية على سندات اليونان الحكومية هذا بجانب ضعف الارتباط بين العائد على السندات الأوروبية و

¹ محمد جلال ، برنامج شراء السندات الأوروبي: هل هو برنامج إنقاذ حقيقي أم مجرد شراء للوقت؟، متاح على :

<https://alpha.argaam.com/article/detail/89618?fbclid=IwAR0zXFtmhJw4xC9tvhtNNKpD40BkSdUXGBq6L8e6>

. تاريخ الاطلاع : 2019/05/11 على : 11:25. AhIOZFoSYkYKdgYbeL0

مثيلتها اليونانية بعد أن كانت الأخيرة تتبعها لعقود أي أصبحت السندات اليونانية تسير في اتجاه منفصل عن مثيلتها الأوروبية ومن ثم ازدادت فروق العائد بينها و بين مثيلتها الأوروبية. احتدم الأمر في أبريل 2010 عندما لم يعد بإمكان الحكومة اليونانية الحصول على ائتمان من الأسواق المالية في الوقت الذي يتوجب عليها أن تسدد ديون جاء معاد استحقاقها في الربع الثاني من عام 2010 وهنا دق ناقوس خطر إفلاس أحد أعضاء منطقة اليورو ، الأمر استدعى اجتماعا على المستوى الدولي بين الاتحاد الأوروبي و البنك المركزي الأوروبي و صندوق النقد الدولي لوضع حلول للأزمة من ضمنها فرض خطط تقشفية يجب على الحكومة اليونانية، و بات من الواضح أن الأزمة ليست فقط في اليونان بل امتد ارتفاع العائد على السندات السيادية لكلا من البرتغال و أيرلندا (جميع هذه الدول حصلت على حزم مساعدات دولية فيما بعد) وهو ما زاد من عدم ثقة المستثمرين في السندات السيادية الأوروبية و بالتالي بداية موجة تصاعدية للعائد على السندات. وفي نهاية البداية استقر القادة الأوروبيين على إنشاء "صندوق الاستقرار المالي الأوروبي (EFSF) في التاسع من ماي 2010 و بعدها بيوم واحد أعلن البنك المركزي الأوروبي عن برنامج شراء الأصول السندات السيادية (SMP).

في عام 2012 ، أطلق البنك المركزي الأوروبي بالفعل برنامجًا لتقديم قروض رخيصة للبنوك ، ولكن هذا البرنامج كان محدودًا جدًا في الواقع بحيث لم يكن له أي تأثير. في عام 2015 ، عندما أطلق ماريو دراغي ، الرئيس الإيطالي الشهير للبنك المركزي الأوروبي ، "بازوكا" الشهير في السوق: عمليات شراء غير محدودة للسندات والسندات الحكومية وفقًا لمفتاح التوزيع المحدد بين البلدان ، ولكن أيضا السندات من البلدان الأوروبية المحرومة. ولد هذا البرنامج النتائج التالية¹:

1/ انخفضت الفائدة ، التي اضطرت هذه الدول إلى دفعها بمعدلات عالية للحصول على القروض. ساعد هذا التدخل على منع خطر إفلاس بعض الدول ، وكذلك تأثير الدومينو على الأسواق المالية ؛

2/ أدت عمليات شراء السندات إلى انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل. أصبحت القروض ذات السعر الثابت أكثر بأسعار معقولة .

في عام 2016 ، ذهب دراغي إلى أبعد من ذلك. من ذلك التاريخ ، وضع أنظاره على سندات الشركات. لم يسمع به وكان السوق مندهشًا جدًا. تمكنت العديد من الشركات من إعادة تمويل ديونها بأسعار أقل.

¹<https://www.axabank.be/fr/blog/bce-annonce-fin-politique-achat-obligations>, consulté le 11/05/2019, à 22 :35 .

في عام 2017 ، أشار البنك المركزي الأوروبي بالفعل إلى نيته التخلي عن عمليات الشراء الضخمة للسندات ، لكن البنك المركزي الأوروبي قد خطط على الفور لحل احتياطي، بمجرد أن ينخفض التضخم، أو إذا تباطأ الاقتصاد ، فلن يتردد في إعادة تشغيل البرنامج مرة أخرى .

المطلب الثالث : عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل LTRO/TLTRO.

1/عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل (LTRO(Longue Term Refinancing Operation) :

يرمز هذا المختصر إلى البرنامج المعروف تحت اسم عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل، وهي عملية سوق مفتوحة عادية ينفذها نظام اليورو في شكل صفقة عكسية، قام البنك المركزي الأوروبي بتنفيذها بشكل جديد من أجل معالجة أزمة الديون السيادية ، وتنطوي هذه العملية في الأساس على قيام البنك المركزي بإقراض المال بسعر فائدة منخفض جدا للبنوك في منطقة اليورو وهو الأمر الذي أدى إلى بروز مصطلح المال المجاني ويعني ضخ الأموال الرخيصة ويمكن للبنوك استخدامها لشراء الأصول ذات العوائد المرتفعة و تحقيق أرباح أو توفير السيولة للشركات و المستهلكين ،والذي يساعد على عودة الاقتصاد إلى مسار النمو الحقيقي .

وهو قرض طويل الأجل منحه البنك المركزي الأوروبي للبنوك عامي 2011 و 2012 ، تم توزيع 1100مليار يورو على المؤسسات المالية في منطقة اليورو على مدى ثلاث سنوات ، هذا هو تحول نموذجي كبير للسياسة النقدية و التي عادة ما تقدم نفسها للبنوك على المدى القصير للغاية، حيث في بداية الأزمة المالية في عام 2007 كانت القروض تبدو بالفعل ثورة¹.

يهدف LTRO إلى سقي البنوك خاصة تلك الموجودة في البلدان الطرفية(إيطاليا، إسبانيا، البرتغال، اليونان) حتى يتمكنوا من إقراض عملائهم وبنوك أخرى بسهولة أكبر².

على وجه الخصوص في 21 ديسمبر 2011 طرح البنك المركزي الأوروبي مزادا بقيمة حوالي 489.19 مليار يورو من تاريخ انتهاء الصلاحية في 29جانفي 2015 مع خيار دفع مقدم لعام واحد، تم تحديد معدل عرض السيولة بمعدل مرجعي 1 % و تم توسيع نطاق الأصول التي يمكن أن تضعها البنوك الأوروبية كضمان لهذه القروض . في 29 فيفري 2012 قدم البنك مزاد آخر بسيولة إضافية للبنوك بحوالي 529.53

¹Romarc Godin ,Le LTRO arme anti crise de la BCE, mode d'emploi , disponible sur :

<https://www.latribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/20131002trib000788420/le-ltro-arme-anti-crise-de-la-bce-mode-d-emploi.html> consulté le : 07/05/2019 à 13 :30.

²<https://www.cafedupatrimoine.com/lexique/definition/ltro>,consulté le 08/05/2019 à 23 :03.

مليار يورو بتاريخ استحقاق 26 فيفري 2015 ، كان الهدف هو رسم معايير الائتمان في منطقة اليورو وتجنب حدوث أزمة ائتمانية . تم تشجيع البنوك بشكل أساسي على إعادة شراء جزء من الديون السيادية الأوروبية التي سجلت معدلات مرتفعة تلك الأشهر ، ومع ذلك استخدمت البنوك جزءا كبيرا من هذه القروض لإعادة شراء سنداتها وإعادة هيكلة رأس مالها لتوحيد نظام الائتمان الأوروبي¹.

الهدف من البنك المركزي الأوروبي هو تزويد البنوك بالسيولة حتى يتمكنوا من بناء وسادة وتحويل بعضها إلى قروض ، والتي من الأفضل استخدامها للديون السيادية. تحظر معاهدة لشبونة فعليا على البنك المركزي الأوروبي شراء ديون الدولة (المادة 123). أو على نحو أكثر دقة ، لا يمكن أن تتدخل في السوق الأولية (أي شراء سندات خلال إصدارها) ، وهو ما خرق فيه التدخل للتدخل في السوق الثانوية. بدأت في شراء سندات حكومية في مايو 2010 ولديها الآن محفظة بقيمة 219 مليار يورو. ولكن على عكس توقعات **Mario Dragi** ، فإن أول شيء كانت البنوك حريصة على القيام به مع النقدية التي حصلوا عليها هو إعادتها إلى البنك المركزي الأوروبي. في أعقاب المعاملة ، وصلت الودائع إلى 776.9 مليار يورو قبل أن تصل إلى ذروتها عند 820 مليار يورو في 2 مارس ، أو 345.6 مليار يورو أكثر من يوم العملية. لذلك تفضل البنوك الاقتراض بنسبة 1.00% والعودة إلى 0.25% بدلاً من الإقراض للولايات².

¹<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193.htm> consulté le : 09/05/2019a 14:45.

²<https://www.contrepoints.org/2012/03/06/71978-bce-de-la-creation-monetaire-profitable-pour-les-banques>, consulté le : 09/05/2019 a 15 :30.

الشكل رقم 14 : تأثير شراء الأصول لبرنامج LTRO على إيرادات الخزينة .



المصدر: <https://www.contrepoints.org/2012/03/06/71978-bce-de-la-creation-monetaire-profitable-pour-lebanques>

Consulté le :09/05/2019

من خلال الشكل نلاحظ أن شراء الأصول في إطار برنامج LTRO قد ارتفع بعد جانفي 2012 وهذا راجع إلى اعتراض مختلف الدول لشراء سندات الخزينة للدول التي تعاني من عجز في تسديد ديونها، إلى جانب انتشار عدم الثقة في سندات الخزينة العامة للدول المدينة في منطقة اليورو بسبب حصول هذه السندات على تنقيط سيء من طرف وكالة التصنيف الائتماني، وهذا ما دفع بالبنك المركزي الأوروبي التوسيع في شراء سندات الخزينة في إطار ما يعرف ببرنامج LTRO وهذا ما يعكسه الشكل رقم 14.

2/ عمليات إعادة التمويل المستهدفة (TLTRO (Targeted Longue Term Refinancing Operation) :

تعد عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل المستهدفة واحدة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي، تتيح TLTROs قروضا طويلة الأجل للبنوك وبالتالي تشجعها على زيادة نشاط الإقراض لصالح الشركات و المستهلكين في منطقة اليورو، فهي تساعد على خفض معدلات التضخم إلى معدلات أقل من 2% على المدى المتوسط . تم إطلاق أول سلسلة TLTRO سنة 2014 وتم تقديم السلسلة الثانية و التي تسمى TLTROII في مارس 2016 حيث تكون مدة سداد القروض أطول من 4 سنوات لذلك تتمتع البنوك بتمويل مستقر وآمن في فترة من عدم يقين السوق¹.

اقتضت بنوك منطقة اليورو مبلغا صغيرا فقط من البنك المركزي الأوروبي في ديسمبر 2014 كجزء من عملية إعادة التمويل المستهدفة طويلة الأجل TLTRO، وهذا النجاح المختلط دعة لاتخاذ تدابير جديدة تشمل شراء الديون السيادية ، خصص الـ BCE مبلغ 129.84 مليار يورو لـ 306 مؤسسة مالية في عملية إعادة التمويل هذه لمدة 4 سنوات بمعدل منخفض جدا يقدر بـ 0.15% ، و تم اعتبار عمليات إعادة التمويل الاستثنائية هذه من الأسلحة الجديدة الرئيسية التي يستخدمها الـ BCE في محاولة لإنعاش اقتصاد منطقة اليورو ومنع الانكماش².

المطلب الرابع : برنامج المعاملات النقدية الصريحة³ .

ظهر برنامج المعاملات النقدية الصريحة في أوت 2012 عندما بدأت عدة أشهر من ارتفاع علاوة المخاطر على السندات السيادية الإسبانية والإيطالية تهدد قدرة منطقة اليورو على البقاء وتعرض الاقتصاد العالمي للخطر. وفي محاولة لاستعادة الثقة وكسب الوقت للحكومات للحد من الاقتراض تعهد رئيس البنك المركزي الأوروبي ماريو دراغي بالقيام "بكل ما يلزم" للحفاظ على منطقة اليورو، وكان هذا يعني مشتريات غير محدودة من سندات حكومات البلدان الأعضاء المتعثرة في منطقة اليورو .

¹ <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/tltro.fr.html> ,consulté le :12/05/2019 à 20:02 .

² John O'Donnellet Paul Carrel ,La BCE incitée à agir par le succès limité des TLTRo, disponible sur : <https://www.capital.fr/economie-politique/la-bce-incitee-a-agir-par-le-succes-limite-des-tltro-997938> consulté le : 12/05/2019 à 20 :21 .

³ أشوكا مودي ، مقال البنك المركزي الأوروبي والسندات المتعثرة ، متاح على : <http://www.jbcnews.net/article/44766> يوم : 13/05/2019 ، 17.30 .

ونجح إعلان دراغي في استحثاث انخفاض حاد في علاوات المخاطر في مختلف اقتصاديات منطقة اليورو المتعثرة. لكن ينس ويدمان رئيس البنك المركزي الألماني وعضو مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي سارع إلى الطعن في برنامج المعاملات النقدية الصريحة، مؤكداً أن البرنامج تجاوز صلاحيات البنك المركزي الأوروبي وخالف المادة 123 من معاهدة لشبونة التي تحظر التمويل النقدي للديون السيادية المتعثرة.

وقبل تفعيل البرنامج ذهب ويدمان بدعواه إلى المحكمة الدستورية الألمانية، وصُنع أنصار برنامج المعاملات النقدية الصريحة إزاء سعي ويدمان، ذلك أن مجرد الإعلان عن البرنامج كان بمثابة الغوث للحكومات التي تواجه الأزمة ولعله كان سينقذ الاتحاد النقدي، ولو مؤقتاً على الأقل. والواقع أن ماريو دراغي وصف برنامج المعاملات النقدية الصريحة بجرأة، قائلاً "ربما كان هذا البرنامج التدبير الأكثر نجاحاً على الإطلاق في عالم السياسة النقدية في الآونة الأخيرة".

مخالفة معاهدة لشبونة :

وعلى الرغم من أن التأثير الإيجابي الذي خلفه برنامج المعاملات النقدية الصريحة على الأسواق المالية كان دليلاً على نجاحه، فإنه لم يسلم من الهجوم الشرس من قِبَل عامة الناس والأحزاب السياسية وخبراء الاقتصاد في ألمانيا. ويبين استطلاع حديث للرأي أن ثلث الألمان فقط يفضلون هذا البرنامج الآن، في حين يعارضه غالبيتهم. والآن يُطلب من المحكمة الدستورية أن تصدر قراراً بإلغائه. حيث يزعم معارضو برنامج المعاملات النقدية الصريحة بألمانيا أنه غير دستوري، لأنه لا يشكل سياسة نقدية،

بل سياسة مالية تهدف إلى تمويل حكومات منطقة اليورو المفلسة والكسولة. كما يزعمون أنه ليس من مهام البنك المركزي الأوروبي أن ينقذ اليورو أو يمنع الدول من الخروج من الوحدة النقدية¹.

والمحكمة الدستورية الألمانية لم تحسم الأمر بشكل قاطع، ورغم حجبها للحكم النهائي احتراماً لمحكمة العدل الأوروبية فإنها أيدت وجهة نظر البنك المركزي الألماني بأن برنامج المعاملات الصريحة في هيئته الحالية يخالف معاهدة لشبونة. وقد يتمكن البرنامج من البقاء، لكن إذا حدث هذا فمن المرجح أن يتم تخفيفه على النحو الذي يسمح للمشاكل التي دعت إلى إنشائه بالعودة إلى الظهور. ولم يكن البرنامج مصمماً بصورة جيدة، كما كان الترويج له أشبه بألعاب الحواة، وكانت المحكمة محقة في التشكيك في الأسس الواقعية التي استند إليها البنك المركزي الأوروبي في زعمه بأن علاوات المخاطر تعكس مخاوف لا أساس

¹<https://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2013/6/22/> . consulter le ; 30/05/2019 ; 07 :17 .

لها في السوق، والواقع أن الدفاع عن البرنامج شعبيا يستند إلى افتراض وجود ضغوط المضاربة التي لا أساس لها.

لكن تصميم البرنامج يسلم رغم ذلك بأن تقديرات السوق للجدارة الائتمانية كانت تعكس خطرا حقيقيا يتمثل في العجز عن السداد. وبوصفه الملاذ الأخير لإقراض جهات سيادية يتعين على أي بنك مركزي أن يكون على استعداد لشراء الديون السيادية دون قيد أو شرط من أجل تحييد التأثيرات المترتبة على التقلبات المؤقتة في السوق.

لكن برنامج المعاملات النقدية الصريحة كان الغرض منه أن يعمل على نحو أقرب إلى أسلوب صندوق النقد الدولي في الإقراض، وهذا يعني إنقاذ حكومة بعينها شريطة أن تتبنى تدابير التقشف المالي.

لكن إذا كان البنك المركزي الأوروبي على اقتناع حقا بأن علاوات المخاطر كانت مرتفعة إلى حد المبالغة وأن ديون البلدان المتعثرة في نطاق قدرتها على السداد فإن فرض الشروط سيصبح بلا ضرورة.

وعلاوة على ذلك، فقد أنشأ برنامج المعاملات النقدية الصريحة مشكلة جديدة بالتصدي لخطر العجز عن السداد: ذلك أن الدائنين من القطاع الخاص -الذين اطمأنوا إلى أن البنك المركزي الأوروبي سوف يمنع الحكومات من التخلف عن السداد- تشجعوا على تقديم المزيد من القروض، وكانت قراءة الانخفاض في علاوات المخاطر كإشارة إلى تجدد ثقة السوق في الجدارة الائتمانية للجهات السيادية المتعثرة بمثابة سوء تفسير آخر يخدم مصلحة ذاتية. ففي عصر ما قبل اليورو تسبب دعم الليرة الإيطالية في نشوء ضغوط مضاربة شديدة، ومع زوال الليرة فإن الإبقاء على العائدات على الديون السيادية كان ليعد تفكيراً ساذجاً.

وتماما كما تنتهي أسعار الصرف المبالغ في تقديرها إلى الانخفاض حتما، فإن التخلف عن السداد يصبح ضروريا في حالات الديون السيادية المفرطة، وتتجلى أهمية هذا بشكل خاص في ضوء عزوف البنك المركزي الأوروبي عن التراجع عن الشروط شبه الانكماشية التي تؤدي إلى زيادة أعباء سداد الديون الفعلية.

ويحذر المحاميان في مجال الديون السيادية لي بوشيه وميتو جولاتي من أن الأسواق قد "تختبر بلا رحمة مدى استعداد البنك المركزي الأوروبي للاستمرار في شراء كميات غير محدودة من الديون السيادية المستحقة على البلدان المتعثرة".

برنامج المعاملات النقدية الصريحة قد يقوض مصداقية البنك المركزي الأوروبي واستقلاله الذي ناله بشق الأنفس، وهي النتيجة التي قد لا تتمكن منطقة اليورو معها من النجاة. وسوف يكون هذا الاختبار قاسيا بشكل خاص إذا أصبحت المشتريات محدودة في الواقع مع انصياع البنك المركزي الأوروبي للمحكمة الدستورية الألمانية.

يتعين على منطقة اليورو أن تسمح بحالات انتقائية من التخلف عن سداد الديون السيادية، حيث يعمل البنك المركزي الأوروبي كملاذ أخير للإقراض للحكومات القادرة على سداد ديونها، وبطبيعة الحال قد يكون تقييم القدرة على السداد صعباً أثناء الأزمة، ولكن التظاهر بأن الجهات السيادية لا تعجز عن سداد ديونها أبداً لن يؤدي إلا إلى تفاقم المشكلة. وكما أشارت المحكمة الألمانية فإن احتمال التخلف عن السداد يساعد في الحفاظ على انضباط الأسواق المالية.

لقد انزلق البنك المركزي الأوروبي إلى مستنقع سياسي عندما حاول خلق علاج سريع لمشاكل منطقة اليورو العميقة الجذور، وحتى إذا قررت محكمة العدل الأوروبي إحاطة برنامج المعاملات النقدية الصريحة بالشكوك فقط فإن شرعية البرنامج سوف تظل محل تساؤل، وهو ما من شأنه أن يدفع البنك المركزي الأوروبي -ولو من وراء الكواليس- إلى الخوض في مناورات سياسية مع الجهات السيادية المتعثرة. إن الخط الفاصل بين الجرأة والغطرسة دقيق للغاية، وبدلاً من النظر إليه باعتباره قضية نجاح عظيمة فإن برنامج المعاملات النقدية الصريحة قد يتحول في ذاكرتنا إلى خطأ تولد عن مطلب ملح. والأسوأ من هذا أنه قد يقوض مصداقية البنك المركزي الأوروبي واستقلاله الذي ناله بشق الأنفس، وهي النتيجة التي قد لا تتمكن منطقة اليورو معها من النجاة.

المبحث الرابع : سياسة معدل الفائدة الصفري والتسيير الكمي في معالجة أزمة الديون السيادية وأثرها على الاقتصاد المحلي و العالمي .

بعدما رأى البنك المركزي الأوروبي استمرار الأسعار في الانخفاض على أساس سنوي في منطقة اليورو ، قرر إطلاق العنان لنفس الأداة المستخدمة من قبل المصرف المركزي الياباني و البنك الفيدرالي الأمريكي ، فقد قام البنك المركزي الأوروبي بإغراق النظام المصرفي بأموال جديدة عن طريق شراء سندات للشركات والأهم تلك السيادية التي تنفخ جوف البنوك ، وهذا في سبيل تحقيق هدف واحد وهو رفع التضخم وإعادة الائتمان.

المطلب الأول : سياسة معدل الفائدة الصفري .

تعتبر أسعار الفائدة أو معدلات الفائدة على أنها تكلفة اقتراض الأموال من البنك المركزي للبنوك التجارية، وتقترن معدلات الفائدة باقتصاد الدول وتعتبر إحدى أهم الأدوات التي تستخدمها البنوك المركزية للتحكم بالوضع الاقتصادي في البلاد كونها تمثل تكلفة اقتراض الأموال لصالح البنوك التجارية والاستثمارية من البنك المركزي ، وعلى ذلك تعتبر أهم العوامل المؤثرة على قيمة عملة الدولة وبالتالي فيما يرتبط بتجارة العملات فإن معدلات الفائدة التي نتحدث عنها هي لا تقتصر على مفهوم الفائدة البسيط ، الفائدة هي العائد على رأس المال المستمر من خلال النسبة التي يحصل عليها المرء نتيجة تنازله عن حق التصرف في هذه الأموال لفترة زمنية محددة وإنما يتسع المفهوم ليشمل أداة فعالة بيد البنك المركزي للتحكم بكمية النقود المتداولة في الدولة .

أصبحت السياسة النقدية في السنوات الست الأخيرة تمارس بأدوات غير تقليدية على نحو متزايد، حيث نفذت البنوك المركزية سياسات سعر الفائدة الصفري، والتسيير النقدي الكمي، والتسيير الائتماني، والتوجيه المسبق، والتدخل بلا حدود في أسعار الصرف. ولكن الآن وصلنا إلى الأداة الأكثر بعدا عن الأساليب التقليدية، وهي أسعار الفائدة الاسمية (هي معدلات الفائدة قبل احتساب نسب التضخم السلبية)، وهذه الأسعار السلبية هي السائدة حاليا في منطقة اليورو وسويسرا والدنمارك والسويد. وليست الأسعار القصيرة الأجل فقط هي التي أصبحت الآن سلبية وفق القيمة الاسمية، فقرابة ثلاثة تريليونات دولار من

الأصول في أوروبا واليابان بمواعيد استحقاق تناهز عشر سنوات (مثل سندات الحكومة السويسرية) أصبحت أسعار الفائدة عليها سلبية في الوقت الراهن ¹.

إن البنوك التي تحتفظ بالأموال النقدية تتجاوز الاحتياطات المطلوبة ليس لها أي خيار غير قبول أسعار الفائدة السلبية التي تفرضها البنوك المركزية بل إنها لا تستطيع أن تحتفظ بهذه الاحتياطات الزائدة وتديرها وتنقلها إذا كانت في هيئة أموال نقدية وليس في حساب ذي عائد سلبي لدى البنك المركزي وعلى كل حال لا يستقيم هذا الأمر إذا كان سعر الفائدة الاسمي ليس سلبيا للغاية، إلا فإن التحول إلى ادخار النقد ، رغم تكاليف تخزينها وتأمين سلاماتها ، تصبح أكثر منطقية.

في سويسرا والدنمارك يريد المستثمرون الإقبال على العملية من المتوقع أن ترتفع قيمتها الاسمية ، فإذا كانت تحتفظ بأصول مقومة للفرنك السويسري بعائد اسمي سلبي قبل أن يتخلى البنك المركزي عن ربطه باليورو في منتصف يناير كانون الثاني الماضي ، فهذا يعني أنها حققت عائدا بنسبة 20 % بين عشية وضحاها ، والعائد الاسمي السلبي ثمن زهيد تدفعه في مقابل مكسب رأس مالي ضخم ، ومع هذا عائدات السندات السلبية تحدث أيضا في بلدان ومناطق حيث تشهد قيمة العملة انخفاضا ، على غرار ألمانيا ودول أخرى في قلب اليورو وفي اليابان أيضا .

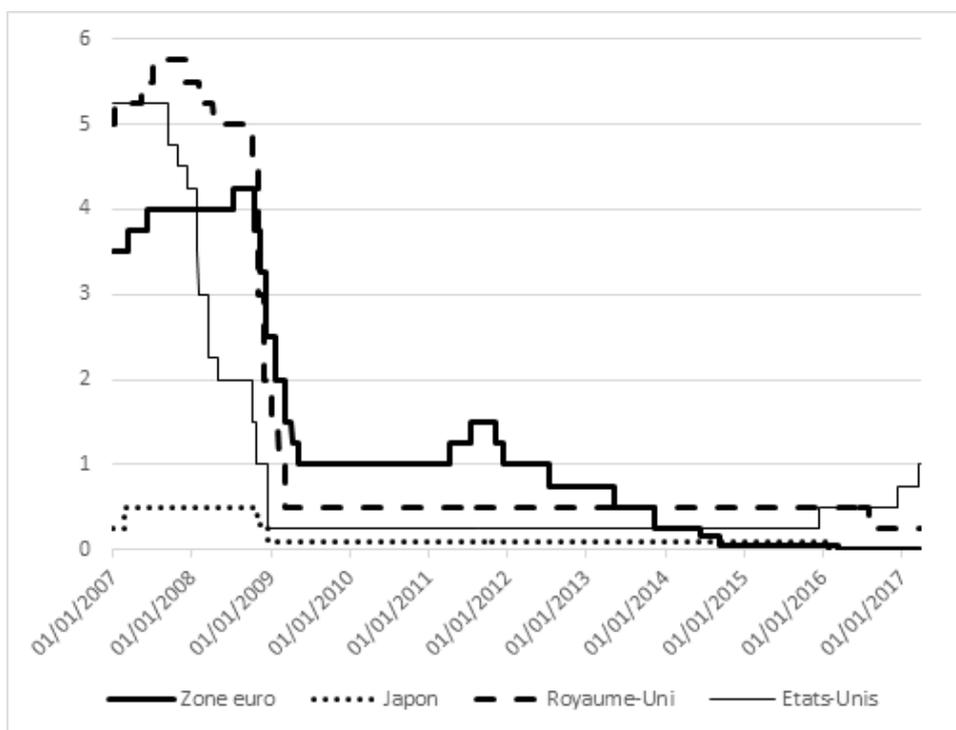
إن العديد من المستثمرين على الأجل الطويل ، مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد لا يجدون بديل فهم مطالبون بالاحتفاظ بسندات أكثر أمانا ، وبطبيعة الحال تتسبب العائدات السلبية في جعل موازناتهم العمومية أقل استقرارا ، فخطط التقاعد المحدد الفائدة تحتاج لعائدات إيجابية لتحقيق التعادل وعندما تحقق أغلب أصولها عائدا اسميا سلبيا فإنها تحقق مثل هذه النتائج يصبح متزايد الصعوبة ، وتتسبب العائدات السلبية في جعل موازناتهم العمومية أقل استقرارا وبسبب الالتزامات الطويلة الأجل المفروضة على هؤلاء المستثمرين (القروض والفوائد) فإن تفويضهم يتلخص في الاستثمارات أساسا في السندات والتي هي أقل مخاطرة من الأسهم وغير ذلك من الأموال المتقلبة ، وحتى إذا كانت العائدات الاسمية سلبية لا بد أن من ذلك طلبا للسلامة . وهذا أيضا ما يزيد من التقليل من الادخار وزيادة الإنفاق وهذا هو على وجه التحديد الهدف من أسعار الفائدة الصفرية والسالبة.

¹ نوريل رويني ، سياسة الفائدة الصفرية سبيل سيئ لحفر النمو . <https://www.aljazeera.net/news/ebusiness> تاريخ

الاطلاع : 2019/05/19 على : 10:15 .

إن المستثمرين رحبوا لفترة طويلة بالعائدات المترتبة عن أسعار الفائدة بالقيمة الحقيقية (عكس الاسمية) ، فعندما تحتفظ بحساب الشيكات أو حساب جاري في البنك بسعر الفائدة صفر كما يفعل أغلب الناس في الاقتصاديات المتقدمة ، يصبح العائد الحقيقي سلبيا (عائد معدل الفائدة الصفري الاسمي مع خصم نسبة التضخم) ، بعد عام من الآن تشتري لك أرصدتك كما من السلع أقل مما يمكن شراؤه اليوم و وضعت باعتبارك الرسوم التي تفرضها العديد من البنوك على هذه الحسابات فيتبين لك أن العائد الاسمي الفعال كان سلبيا بالفعل حتى قبل أن تتبنى البنوك المركزية أسعار الفائدة الاسمية والسلبية ويقبل المستثمرين بالعائدات السلبية بأنها تعفيهم من مشقة الاحتفاظ بأرصدتهم نقدا ، وبهذا المعنى لا جديد في الأسعار الاسمية السلبية. لقد تبني البنك المركزي الأوروبي سياسة تحقيق معدل الفائدة إلى ما يقارب الصفر بعد تأثره بعدوى أزمة الرهن العقاري إلى جانب ظهور أزمة الديون حيث انزلق اقتصاد دول من منطقة اليورو من تباطؤ معدل النمو إلى ما يقارب الصفر على الرغم من أنه تأخر في تبني هذه السياسة بعد وقوعه في أزمة الركود، وبذلك فقد انزلق الاقتصاد الأوروبي إلى مصيدة السيولة منذ بداية 2008 كما يوضح الشكل 15 في الأسفل:

الشكل رقم 15: أسعار الفائدة الرئيسية للبنوك المركزية الكبرى.



المصدر: [http://ses.ens-lyon.fr/articles/le-renouvellement-de-la-politique-monetaire-i-quelle-place-pour-la-](http://ses.ens-lyon.fr/articles/le-renouvellement-de-la-politique-monetaire-i-quelle-place-pour-la-politique-monetaire-non-conventionnelle-dans-le-futur)

[politique-monetaire-non-conventionnelle-dans-le-futur](http://ses.ens-lyon.fr/articles/le-renouvellement-de-la-politique-monetaire-i-quelle-place-pour-la-politique-monetaire-non-conventionnelle-dans-le-futur)

Consulté le : 20/05/2019 .

المطلب الثاني : سياسة التيسير الكمي .

على الرغم من المعارضة الألمانية المستميتة لبرنامج التيسير الكمي، باعتباره يدفع الدول الأوروبية المتعثرة إلى الخمول وإهمال الإصلاحات المطلوبة منها للخروج من أزمات ديونها، إلا أن البنك المركزي الأوروبي اتخذ قرار بدء برنامج موسعا لشراء الأصول و السندات وهو ما يعرف بالتيسير الكمي¹.

يعتبر برنامج التيسير الكمي من الأدوات النقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، يتم استخدامها بعد الأزمات المالية و الركود الاقتصادي العميق. حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد عبر شراء سندات الدين الحكومية وسندات الشركات المهمة للاقتصاد. ويتميز هذا الأسلوب عن السياسة النقدية المعتادة بأكثر شراء أو بيع للأصول المالية من أجل الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند القيمة المستهدفة (معدلات فائدة صفرية)².

ويتجه البرنامج الكمي الأوروبي إلى شراء سندات حكومية وخاصة بقيمة 60مليار يورو شهريا بداية من مارس 2015، نسبة 80% من هذا الحجم ديون سيادية، ويهدف برنامج التيسير الكمي إلى تحفيز النمو الاقتصادي ومواجهة انخفاض التضخم الذي سجل 0.2% في ديسمبر 2014 عبر ضخ أموال مباشرة في خزائن حكومات منطقة اليورو من خلال شراء سندات الديون لمساعدتها على زيادة الإنفاق . كما يعمل البرنامج على شراء سندات الشركات الرئيسية والمهمة لاقتصاديات منطقة اليورو، حتى تتمكن من الاستثمار وتمويل مشاريع جديدة أو توسيع مشاريعها القائمة، ومن النقاط المهمة لهذا البرنامج توسيع الكتلة النقدية وهو ما يعني عمليا انخفاض قيمة اليورو التي تعمل على زيادة حجم الصادرات، ويتضمن البرنامج شراء سندات حكومية بنسبة 8 % وسندات مؤسسات لأوروبية خاصة مثل بنك الاستثمار الأوروبي بنسبة 12% وبالتالي تتوزع الأخطار بإجمالي 20% وتتحمل البنوك المركزية للدول الأعضاء في منطقة اليورو 80% من الخسائر المحتملة حال وقوع تعثر في سداد الديون في دولة ما، وستقوم البنوك المركزية الوطنية بشراء سندات الدين الحكومية وسندات الشركات في دولتها لصالح البنك المركزي الأوروبي وبالتالي يتحمل كل بنك مركزي الخسائر التي سترتب من مشتريات السندات في بلده ،عادة ما تستخدم سياسة التيسير الكمي عندما تكون

¹ سعدة الصابري ، البنك المركزي الأوروبي يخصص أكثر من 1000مليار يورو لبرنامج التاريخي، متاح على :

<https://www.mc-doualiya.com/articles/20150122-> تاريخ الاطلاع : 2019/05/14، 12:14.

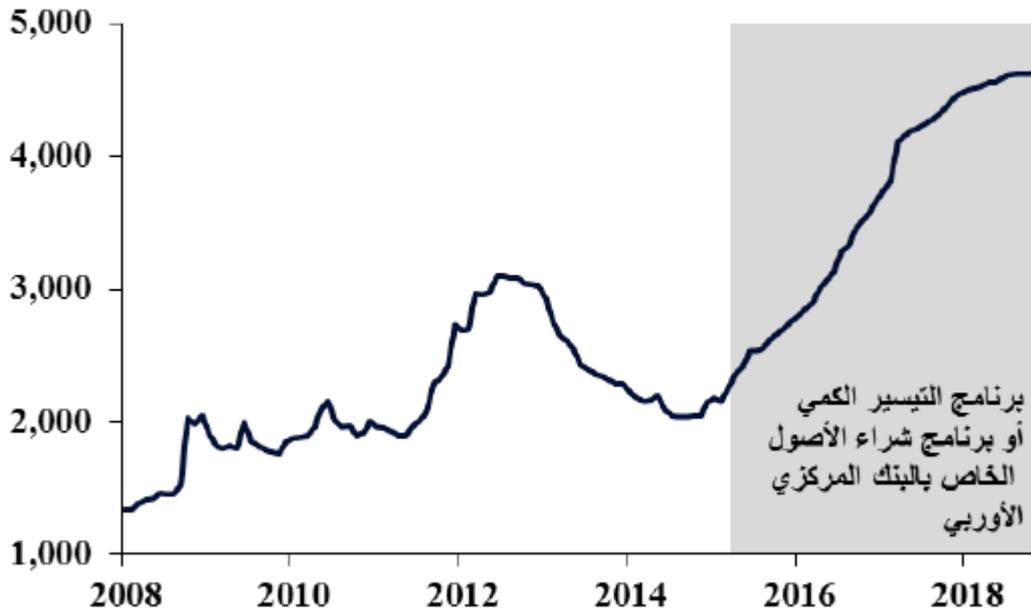
² صاري علي ، البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية ، مجلة الاقتصاد والمالية ،الجزائر، ص9.

الفائدة قرب الصفر، وهذا ما نلاحظه في قرار الـ BCE الذي أبقى على الفائدة الرئيسية عند 0.05% دون تغيير¹.

ويبين الشكل التالي إجمالي أصول البنك المركزي الأوروبي خلال الفترة 2008-2018 :

الشكل رقم 16: إجمالي أصول البنك المركزي الأوروبي

إجمالي أصول البنك المركزي الأوروبي (مليون يورو)



المصادر: بلومبيرغ وتحليل قسم الاقتصاد في QNB

المصدر: البنك المركزي الأوروبي يمضي قدما في تطبيع سياسته النقدية، تقرير QNB، 2018، ص 1.

هذا الحال استمر من 2015 إلى 2017 بعد ذلك خفض الـ BCE حجم مساهمته في شراء الديون إلى 30 مليار يورو، بعدما بدأت الأمور تدخل في نطاق التحسن في أغلب بلدان منطقة اليورو التي استفادت من سياسة التيسير الكمي، وكان الدافع وراء اتخاذ البنك المركزي الأوروبي قرار شراء سندات ديون حكومية وخاصة هو تراكم الديون على بعض الأنظمة في بلدان اليورو وفي طليعتها إيطاليا، وكذلك تراجع معدلات النمو في الاقتصاديات الأكثر نشاطا مثل ألمانيا وفرنسا، وأيضا تدني معدل التضخم الذي قارب الصفر بالمئة بينما المعدل الوسطي المستهدف من قبل البنك هو 2 %، فقرر الـ BCE اتباع هذه السياسة متبعا في ذلك النهج الأمريكي في الاحتياطي الفيدرالي الذي نجح في تجربته واستطاع أن يعيد الاقتصاد

¹ موسى مهدي، التيسير الكمي أحد الكبسولات لإنقاذ أوروبا من الإفلاس ، متاح

على: <https://www.alaraby.co.uk/economy/2015/3/12> ، يوم 14/05/2019، 17:02.

الأمريكي إلى سكة النمو وتبع في ذلك عودة إلى رفع الفائدة المصرفية الأمريكية. فاتخذ الـ BCE قرار شراء السندات الحكومية وفي المقابل ضخ السيولة اللازمة واتخذ على عاتقه استرداد الديون لأجل وحقق من ذلك أرباحاً لا يستهان بها وبلغت عام 2017 أكثر من مليار وربع المليار يورو، أما حجم الديون التي اشتراها الـ BCE من القطاعين العام و الخاص تعدت 4500 مليار يورو متخطياً بذلك سياسة التيسير الكمي في أمريكا وأيضاً في اليابان، وإذا نظرنا إلى العام 2015 فقط أي بداية اعتماده هذه السياسة نجد أن حجم المشتريات من الديون بلغ أكثر من 2400 مليار يورو¹. ويوضح الشكل التالي مسار برنامج التيسير الكمي لغاية 2017:

الشكل رقم 17: مسار برنامج التيسير الكمي لغاية 2017.

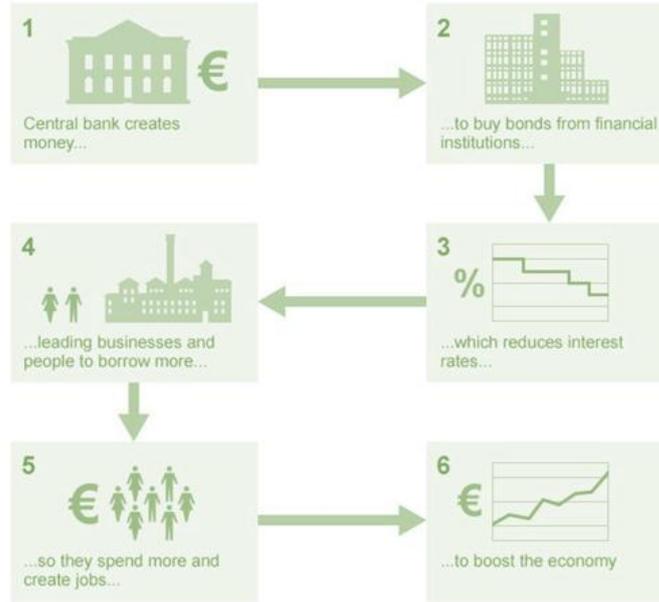


المصدر: equiti: تقرير أداء الاقتصاد العالمي النصف الأول من عام 2017، ص 14.

¹مازن محمود ، البنك المركزي الأوروبي يعلن قرابة نهاية سياسته لدعم اقتصاديات اليورو، العدد 451، باريس، فرنسا، لا توجد صفحة

الشكل التالي يوضح آلية ومراحل عمل برنامج التيسير الكمي¹ :

الشكل رقم 18: آلية و مراحل التيسير الكمي .



المصدر:

<http://www.uabonline.org/en/magazine/158315851575158715751578/15751604157616061603157516041605158516031586161015/53993/0>

Consulté le : 15/05/2019.

في البداية يقوم البنك باستحداث نقود إلكترونية أو "طباعة المال"، على الرغم من عدم إنشاء أي أموال نقدية.

كخطوة ثانية، يقوم بشراء أسهم متعددة. يتضمن الشكل الكلاسيكي للتيسير الكمي قيام البنك المركزي بشراء السندات الحكومية، والمعروفة أيضا باسم سندات الخزينة. يحصل حاملو السندات على الكاش ويضيف البنك السندات إلى الميزانية العامة كأصول. ومع ذلك، فإن سندات الخزينة ليست الشكل الوحيد من الأسهم التي يمكن للبنك المركزي شراؤها. على سبيل المثال، اشترى البنك المركزي الأوروبي سندات القطاع الخاص. وكان البنك الاحتياطي الفيدرالي بدوره، يقوم بشراء قروض الرهن المدعومة عقاريا.

ضع في اعتبارك أن البنوك المركزية لا تقوم بشراء السندات مباشرة من الحكومة. تلك الحالة تعرف بتسييل الديون (التمويل النقدي) وهي غير قانونية في السياسات النقدية للاقتصاديات الكبرى. بخلاف ذلك،

¹<https://fbs.ae/analytics/guidebooks/%D8%B3%D9%8A%D8%A7%D8%B3%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B3%D9%87%D9%8A%D9%84-%D8%A7%D9%84%D9%83%D9%85%D9%8A-240>consulté le : 19/05/2019 à 13 :50.

تقوم البنوك المركزية بشراء السندات أو القروض من كبار المستثمرين، مثل البنوك أو صناديق الاستثمار. عندما يتم "ضخ" المال في الاقتصاد، فإنه يزيد من حجم الأموال القابلة للاستخدام في النظام المالي.

وفقا للقانون الاقتصادي الأساسي، يؤدي تدفق الأموال إلى توفير الأموال الرخيصة (cheap money)، وبالتالي، تقلل البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى أسعار الفائدة لتشجيع الشركات والمستهلكين على الاقتراض أكثر. إذا أنفق المستهلكون والمستثمرون أكثر، فإن هذا يؤدي إلى ارتفاع مستويات العمالة والتضخم. لذلك، فإنه يعزز النمو الاقتصادي. عندما يتوقف البنك المركزي عن شراء سندات جديدة، فإنه يحتفظ بتلك الموجودة في ميزانيته العامة. إذا كانت هذه السندات مستحقة يتم استبدالها بسندات جديدة إضافة لذلك يمكن للبنك أن يترك للسندات اختيار استحقاق دون استبدالها أو أن يقوم ببيعها للسوق .

حقق البنك المركزي الأوروبي الهدف الرئيسي من سياسة التيسير الكمي و هو استقرار الأسعار عند 2 %، الهدف الآخر هو تخفيض نسبة الفائدة على السندات الحكومية المطروحة في الأسواق، وبالتالي تخفيف الضغط عن كاهل المالية الحكومية، وهذا ما حصل بالفعل، لدرجة أن بعض البلدان شهد معدلات فائدة سلبية على سندات الحكومة في الأسواق كألمانيا وفرنسا، لكن هذه الإيجابية قد تحجب وراءها قلق حدوث فقاعة في سوق السندات، باعتبار أن السندات الحكومية لبعض بلدان اليورو لم تعد موضع رغبة لدى المستثمرين، كما أن إقبال البنك المركزي الأوروبي خلال السنوات الثلاث الماضية على السندات الحكومية لم يترك منها الكثير في الأسواق للمستثمرين الآخرين. هذه النقطة بالذات تسببت حتى الآن في قلق من حصول مخاطر تتعلق في السندات التي نتكلم عنها، حيث إن الأمر متعلق بأصول مالية الأكثر ضماناً في تحصيلها وهذا كان السبب في استبعاد أصول اليونان من السباق، إنما إصرار البنك المركزي الأوروبي في الإقبال على الأصول الموثوق بها وعدم ترك الكثير منها في الأسواق قد يدفع بالمستثمرين للإقبال على السندات المشكوك باستردادها. وهنا تكون الأمور قد فلتت من سيطرته ويصبح الخطر وارداً في الأسواق¹.

واستمر اقتصاد منطقة اليورو في إظهار مدى تحسنه على مدار الفترة الماضية، حيث تجاوز نمو المنطقة بشكل جزئي النمو المحقق في الولايات المتحدة وبريطانيا خلال الربع الأول من العام الجاري، ونما الاقتصاد بنسبة 0.5% أو أكثر للربع الثالث على التوالي وذلك لأول مرة على مدار عقد من الزمن. وتؤكد الأرقام المختلفة أن الاقتصاد أخذ في النمو سواء كانت الثقة الاقتصادية أو البطالة أو الإنتاج الصناعي،

¹ مازن محمود، مرجع سبق ذكره ، لا توجد صفحة .

الأمر الذي يدعم توقعات البنك المركزي الأوروبي بأن الضغوط السعرية آخذة في الارتفاع، لذا يستعد صانعو السياسة لمناقشة مستقبل التيسير الكمي قرينا، والأمر الذي قد يكون غير ملحوظ إلى حد كبير أن أداء منطقة اليورو يتفوق بشكل كبير على أداء الاقتصاد الأمريكي، وإذا ما لاحظنا خلال عام 2015 وفي أوج الأزمة اليونانية تجاوز النمو الإجمالي لمنطقة اليورو النمو في الولايات المتحدة على مدار العامين ونصف الأخيرين، حيث سجلت منطقة اليورو نموا بنسبة %5.1 خلال هذه الفترة مقارنة بنسبة %4.6 في الولايات المتحدة.¹

في 2017، أعلن البنك المركزي الأوروبي عن نيته في بدئ تخفيض أو التخلي التدريجي عن صافي مشترياته من الأصول. ومؤخرا، أكد البنك المركزي الأوروبي أنه سيوقف صافي المشتريات بعد ديسمبر 2018. وفي حين ينتظر الإفصاح عن مزيد من التفاصيل بشأن خطة التخفيض، سيواصل البنك المركزي الأوروبي إعادة استثمار الأرباح المتحققة من السندات التي تحل تواريخ استحقاقها لمدد زمنية إضافية. وهناك أربعة أسباب تشرح قرار البنك المركزي الأوروبي بالتوجه نحو تطبيع السياسة النقدية²:

أولا: حققت السياسة النقدية غير التقليدية هدفا الرئيسي جزئية. كما وفرت مدد الاستثمار القصيرة وعلاوات المخاطر ظروفا مالية ملائمة، مما دعم الأنشطة الاقتصادية. وقاربت معدلات البطالة وطاقة الإنتاج الصناعي الاحتياطية أدنى مستويات لها في عشر سنوات حيث بلغت %8.1 و%16.1 على التوالي. وقد تم تحييد مخاطر الانكماش الاقتصادي بالكامل في الوقت الراهن.

ثانيا: هناك قيود على المشتريات الإضافية من سندات القطاع العام تفرضها قواعد مبطنة مرتبطة بأحكام معاهدة ماستريخت حول تمويل البنك المركزي الأوروبي للدول الأعضاء. وحيث ينبغي أن يتناسب تكوين مشتريات الأصول مع الناتج المحلي الإجمالي (المعيار الرئيسي)، فإن البنك المركزي الأوروبي يقترب من حدود ملكيته من السندات (ثلث الديون لكل بلد عضو) في عدد من البلدان. وإذا لم يقم البنك المركزي الأوروبي بتخفيض برنامج التيسير الكمي، فإن السندات التي بمقدوره شراءها ستنتفد قريبا في ألمانيا وسلوفاكيا وفنلندا.

¹ محمد هشام، محمد جهمي ، التعافي الاقتصادي يمهّد الطريق لتشديد السياسة النقدية، تقرير أداء الاقتصاد العالمي ، equiti ، لندن، 2017، ص 14 .

² لويس بينتو ، عبد الرحمن الجهني، البنك المركزي الأوروبي يمضي قدما في تطبيع سياسته النقدية ، تقرير تحليل اقتصادي في QNB، الدوحة ، قطر ، 2018، ص،ص1، 2 .

ثالثا : من المتوقع أن يدفع تخفيض برنامج التيسير الكمي إلى زيادة تطبيع السياسة النقدية من خلال جولات من رفع أسعار الفائدة، مما سيتيح للسياسة النقدية التحوط لأي تراجع اقتصادي محتمل في المستقبل. وتكمن أهمية ذلك بالخصوص في كون الاقتصاديات المتقدمة الرئيسية بلغت حقا المراحل الأخيرة من دوراتها الاقتصادية وما يلوح في الأفق من ركود خلال السنوات القادمة.

رابعا : لم يتمكن برنامج التيسير الكمي من تحقيق التضخم المستهدف من قبل البنك المركزي الأوروبي ، كما أن الآثار الجانبية لبرنامج شراء الأصول خلقت مخاوف بشأن الاستقرار المالي وتقويض أنظمة المعاشات التقاعدية. ولا يزال التضخم، وخاصة التضخم الأساسي، منخفضة عند مستوى 1.9 % و 1.1% على التوالي. لقد أدى التخفيف المفرط للسياسة النقدية إلى تضخم أسعار الأصول وتحفيز مزاج السوق بشكل أكبر من اللازم مع بروز خصائص مشابهة للفقاعات. علاوة على ذلك، وحيث أن الصناديق التقاعدية تعتمد على العائدات طويلة الأمد من أجل استيفاء الالتزامات المستقبلية، فإن تقليص الأوراق المالية طويلة الأجل يتسبب في حدوث أثر سلبي دائم على برامج التقاعد الأوروبية.

باختصار، لقد تمكن البنك المركزي الأوروبي من منع حدوث انكماش من خلال تدابير النقدية غير العادية، وكان برنامج التيسير الكمي أكثرها أهمية.

القرار الأخير الذي قضى بالبداية في إنهاء برنامج التيسير الكمي هو عبارة عن المرحلة الثانية لبرنامج التيسير الكمي حيث يقوم البنك المركزي الأوروبي ببيع السندات في الأسواق المالية .

المطلب الثالث : أثر السياسات النقدية غير التقليدية على الاقتصاد المحلي و العالمي .

أولا: أثر سياسة التيسير الكمي¹:

تتطوي عملية استخدام سياسة التيسير الكمي على مجموعة من الأهداف الايجابية للمتغيرات الاقتصادية خاصة في الظروف الصعبة كحالة الأزمات، لكن في نفس الوقت وعلى المدى المتوسط والطويل تنعكس محاسن سياسة التيسير الكمي إلى أثار سلبية وربما أزمات جديد تلحق بالاقتصاد المعني.

1/ الآثار الايجابية لسياسة التيسير الكمي:

تهدف سياسة التيسير الكمي إلى خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل على الأدوات المالية ذات العائد الثابت مثل السندات الحكومية وغير الحكومية، وبالتالي تصبح هذه السندات غير جاذبة للاستثمارات، لأن العائد

¹صاري علي ، تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات ، الآفاق للدراسات الاقتصادية ، العدد الخامس ، الجزائر ، ص ص 174 - 176.

عليها ضئيل مقارنة بالعوائد الاستثمارية المتغيرة في الأسهم والقطاعات الإنتاجية وإقراض الشركات، بهذه الحيلة يأمل رئيس مصرف الاحتياط الفيدرالي أن يجبر البنوك الأميركية على الاستثمار في القطاعات الإنتاجية عبر زيادة القروض إليها وإلى القطاع الخاص والشركات، وبالتالي يتمكن من رفع معدل النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة لجيوش العاطلين عن العمل في أميركا الذين قارب معدلهم 10% من القوة العاملة.

- تهدف سياسة التيسير الكمي عموماً إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية، أولها تغيير مسار التدفقات المالية من أدوات الاستثمار الثابتة إلى القطاعات الإنتاجية التي توفر فرص عمل وترفع من حجم الصادرات، وثانية خفض سعر صرف العملة لزيادة القوة التنافسية للبضائع الوطنية مقارنة بنظيراتها من الدول الأخرى في السوق المحلية والعالمية. ووفقاً للمنطق الاقتصادي، كلما زاد المعروض النقدي من عملة ما، انخفض سعر صرف العملة حسب معادلة العرض والطلب، وكلما كانت عملة الدولة ضعيفة، كانت بضاعتها أرخص وثالثة تسهيلات الائتمان البنكي وتوفيره بما يكفي لبعث النشاط الاقتصادي (إنتاج، تشغيل، تصدير...) ونسبة فائدة مغرية (تقريباً معدومة أو معدومة) لطالبي القروض البنكية، وهو ما يعزز الثقة المفقودة في النظام المالي.

- تقليل حجم أقساط الديون القومية التي تدفعها للدائنين؛ خصوصاً بالنسبة إلى الاستثمارات الأجنبية في سندات الخزينة الأميركية، إذ أشارت توقعات وحدة الأسواق العالمية في مصرف «سي آي بي سي»، إلى أن عائدات هذه السندات مقبلة على انخفاض تتراوح نسبته بين 5 و8 في المائة نهاية عام 2012، فقد بلغت قيمة الاستثمارات الأجنبية في سندات الخزينة الأميركية أربعة تريليون دولار في أوت 2012، لكنها في الواقع تتجاوز 10 تريليون دولار، مع الأخذ في الاعتبار سندات المؤسسات شبه الحكومية العاملة في مجال الرهن العقاري، وسندات الشركات الأميركية وأسهمها.

- إن من الأهداف الخفية الأساسية في خطة التيسير الحالية هي أنه من المتوقع أن يترتب عليها تغيير واضح في الأوضاع النسبية لل عملات العالمية بالنسبة للدولار، وهو ما ينعكس على القدرات التنافسية لعدد كبير من الدول بما فيها الصين، حيث ستؤدي خطة التيسير الكمي إلى تزايد الضغوط على اليوان نحو الارتفاع، وهو الأمر الذي حاولت الصين جاهدة طوال السنوات السابقة أن تتجنبه، وذلك من خلال التدخل المكثف في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على اليوان أقل من قيمته الحقيقية.

2- الآثار السلبية لسياسة التيسير الكمي على الاقتصاد المحلي والعالمى:

- أسهمت هذه السياسة بشكل مباشر في إضعاف الدولار كما رفعت أسعار السلع و على رأسها النفط والذهب والمعادن الأخرى ،

ويقول اقتصاديون، وعلى رأسهم رئيس البنك المركزي الأميركي السابق آلان غرينسبان، إن سياسة التيسير الكمي ستعمل على رفع التضخم لمعدل قياسي سيكون من الصعب السيطرة عليه في المستقبل ؛

- كما أن بعض الاقتصاديين، وعلى رأسهم رئيس البنك الدولي، يرى أن سلبات سياسة «التيسير الكمي الثانية» ضخمة، خاصة أثارها في الاقتصاديات الناشئة. حيث يقول إن التدفقات الدولارية على الأسواق الناشئة نتيجة سياسة التيسير الكمي، لأنه ستندفق هذه الاستثمارات بسبب الفارق في معدلات النمو، وبالتالي الفارق في العائد الأعلى الذي ستحققه الشركات الأميركية في أسواق آسيا والأسواق الناشئة مقارنة بالسوق الأميركية ؛

- ويقول اقتصاديون أميركيون إنه رغم مخاطر سياسة التيسير الكمي المتمثلة في إضعاف الدولار واحتمالات «التضخم الجامح» الذي سيأكل القيمة الحقيقية لمخزونات ودخول مواطني أميركا، لا تمنح السياسة ضمانات بشأن إنعاش الاقتصاد وتنشيط الإقراض للأعمال التجارية الصغيرة والمتوسطة ؛

أن الخطر الحقيقي لخطط التيسير الكمي ليس على معدلات التضخم في الولايات المتحدة، بقدر ما هو على معدلات التضخم العالمى؛ حيث من المتوقع أن تأخذ أسعار السلع التجارية الدولية في الارتفاع، مثلما حدث بالنسبة لأسعار النفط، ارتفاع أسعار السلع التجارية يعرض معظم دول العالم لصدمة تضخم مستورد، الأمر الذي سيرفع من درجة عدم التأكد ومن ثم يؤثر سلبيًا في الآفاق المستقبلية للنمو في العالم ؛

- في الدول التي تحتفظ باحتياطيات ضخمة من الدولار، التي تشعر الآن أنها في ورطة كبيرة، مثل الدول الناشئة، بصفة خاصة الصين، التي تجد نفسها في موقف لا تحسد عليه؛ من وجهة نظر الصين فإن خطة التيسير الكمي ستؤدي إلى تحقيق أضرار أكثر من المنافع المتوقعة لها، والحقيقة عندما نحلل الآثار المحتملة للتيسير الكمي في الصين ستجد أن مخاوف الصين مبررة إلى حد كبير، فاحتياطياتها الضخمة من الدولار تتراجع في القيمة، بينما تجد أن الخيارات المتاحة أمامها للتعامل مع هذه المواقف محدودة جدًا، حيث لا تستطيع للأسف أن تفعل شيئًا في الأجل القصير، لأن أي تحرك على نطاق واسع من جانب الصين للتخلص من احتياطياتها الدولارية يمكن أن يترتب عليه انخفاض كبير في قيمة الدولار تدفع ثمنه الصين وليس الولايات المتحدة ؛

- أسوأ نتائج التيسير الكمي، سيكون على الدول الفقيرة، حيث تمثل السلع الأولية مثل الغذاء، عماد الرقم القياسي للأسعار في تلك الدول، وبالتالي من المتوقع أن تواجه تلك الدول فاتورة غذاء ضخمة في موازين مدفوعاتها، فضلا عن تزايد الضغوط التضخمية، مع تراجع قيمة الدولار؛

- أن هناك مخاوف حقيقية بأن تلجأ بعض دول العالم، بصفة خاصة الدول الناشئة، في محاولة منها للدفاع عن أسواق الأصول بها، إلى وضع قيود على تدفقات رؤوس الأموال لتفادي التدفقات الضارة للرؤوس الأموال الساخنة، بصفة خاصة الدولارية، على أسواق المال بها، حيث يمكن أن يتسبب ذلك في فقاعة؛

- أن هناك مخاوف حقيقية بأن تلجأ بعض دول العالم، بصفة خاصة الدول الناشئة، في محاولة منها للدفاع عن أسواق الأصول بها، إلى وضع قيود على تدفقات رؤوس الأموال لتفادي التدفقات الضارة للرؤوس الأموال الساخنة، بصفة خاصة الدولارية، على أسواق المال بها، حيث يمكن أن يتسبب ذلك في فقاعة أصول في هذه الدول، ولا شك أن تقييد تدفقات رؤوس الأموال عبر العالم سيؤثر سلبا في معدلات النمو الكامن، و باختصار شديد، العالم كله، غنيه وفقيره، يقع الآن في مرمى النيران التي أطلقها الاحتياطي الفيدرالي في إطار خطته للتيسير الكمي ،

- وعلى الجانب الآخر، ستواجه دول الاقتصاديات الناشئة مشكلة التعامل مع هذه السيولة الضخمة التي ستندفق إلى اقتصادياتها، وذلك بسبب بحث المستثمرين عن عائد أكبر، بالطبع ليس كل تدفق رأسمالي ذا عائد إيجابي على الاقتصاد، خصوصا إذا كانت طبيعته قصيرة الأجل؛ نتيجة ذلك سيحدث ارتفاعا في أسعار صرف عملات هذه الدول، وانخفاض تنافسية منتجاتها، في مقابل رخص منتجات الدول التي تتبنى عملية التيسير الكمي، وزيادة تنافسية صادراتها. وهذا بالطبع ما يجعل الكثير من دول الاقتصاديات الناشئة تتخذ إجراءات مضادة لذلك من خلال فرض القيود على تدفقات رأس المال، وهو ما حدا بوزير مالية البرازيل القول إن الحزمة الثالثة من التيسير الكمي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو عبارة عن إعلان حرب عملات.

ثانياً : أثر السياسة النقدية الجديدة على العملة الموحدة "اليورو"¹:

وعلى صعيد العملة، فإن ارتفاع حجم الطلب المحلي يدفع بالبلاد في مرحلة أولى إلى زيادة وارداتها لتلبية الفائض من الطلب، ما يعني زيادة الطلب على العملات الأجنبية مقابل اليورو الذي ينخفض سعره أمام تلك العملات لاسيما الدولار الذي يعتبر العملة الأولى في التداولات والمبادلات التجارية العالمية. ويصب ذلك في مصلحة الصادرات الأوروبية في مرحلة لاحقة.

ومن المفترض إذا جرت الأمور كما هو مخطط لها، أن يقوم البنك المركزي الأوروبي، حال تعافي اقتصاد منطقة اليورو، بإعادة بيع جميع الأصول التي اشتراها. وبذلك يسحب كامل الأموال التي ضخها في الاقتصاد ويبعدها عن النظام المالي تماماً.

¹ سعدة الصابري ، مرجع سبق ذكره .

خلاصة الفصل :

وضعت الأزمة المالية و الاقتصادية الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو في عدد ضخم من الاختبارات المتنوعة إذ تفجرت الأزمة السيادية اليونانية في المنطقة من نهاية 2009 و انتشرت إلى البرتغال و ايرلندا و اسبانيا ، قبل أن تتمكن منطقة اليورو من اكتساب الفعالية اللازمة بعد الأزمة المالية العالمية مهددة النظام المالي و الإقليمي، مما أدى إلى لجوء البنك المركزي الأوروبي في رده على الأزمة ومحاولته لعلاجها إلى استعمال أدوات سياسة نقدية غير تقليدية أهمها أداة التيسير الكمي و التي سعى من ورائه إلى توفير السيولة اللازمة داخل منطقة اليورو، كما أن أسعار الفائدة المفروضة حددت عند الصفر ما سميت بسعر الفائدة الصفرية وهذا للحد من الاختلالات الخارجية و تعزيز النمو للخروج من الأزمة في منطقة اليورو .

خاتمة

شهدت منطقة اليورو أزمة ديون سيادية زعزعت الترابط الاقتصادي والمالي للمنطقة ، حيث بدأت الأزمة في اليونان وتعتبر من أكثر الدول التي كانت فيها خطورة الأزمة كبيرة حيث وصلت إلى حالة الإفلاس . ولعل مساهم في ذلك هو أنها تقدم إحصائيات غير حقيقية عن اقتصادها بغية الانضمام إلى منطقة اليورو وهو ما يدفعنا للقول أن اتفاقية ماستريخت قد فشلت في فرض قواعدها بشكل صحيح وسليم وانتقلت فيما بعد إلى دول منطقة اليورو من الدول الأوروبية التي عانت من مشكلة الديون السيادية، ايرلندا ، اسبانيا ، ايطاليا ، البرتغال .

لنتشهد بذلك المنطقة ككل انخفاضاً في مستوى الأداء الاقتصادي مع إفلاس العديد من البنوك وفقدان المؤسسات لجزء كبير من أسهمها وتحملها خسائر مالية كبيرة وهذا في ظل عجز الحكومات والمؤسسات الدولية على احتواء الأزمة .

ولتجاوز آثار أزمة الديون السيادية باليونان على منطقة اليورو قام القادة الأوروبيين بعدة إجراءات للخروج من تلك الأزمة واحتوائها ، وعلى رأس هذه الإجراءات آليات تدخل البنك المركزي الأوروبي غير سياسات نقدية غير تقليدية تتمثل في مجموعة برامج حديثة في إطار عمليات السوق المفتوحة .

اختبار الفرضيات :

❖ **الفرضية الأولى مؤكدة** ، حيث يعتبر التسيير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تستخدم في زمن الأزمات ، حيث تلجأ إليه البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية مثل الأزمة الحالية .

❖ **الفرضية الثانية مؤكدة** ، إذ ساهمت أزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية بشكل كبير في الكشف عن ضعف اقتصاديات العديد من دول منطقة اليورو عبر تداعياتها التي مست جميع أطراف الاقتصاد العالمي ، الشيء الذي جعل آثارها تكون مضاعفة على اقتصاديات منطقة اليورو ، حيث أدخلتها في ركود اقتصادي وهذا دليل على ضعف اقتصادياتها .

❖ **نفي الفرضية الثالثة** ، إذ لم تكن السياسات النقدية غير التقليدية حلاً أساسياً وحيداً لإنعاش منطقة اليورو وذلك لأن معالجة أزمة الديون السيادية لم يتطلب تدخل البنك المركزي الأوروبي وحده بل تطلب إجراءات أخرى من بينها تدخل صندوق النقد الدولي وسياسة النقشف .

النتائج المتوصل إليها :

يمكن الوصول إلى مجموعة من النتائج يمكن استخلاص أهمها فيما يلي :

- ❖ قدمت الأدوات الجديدة للبنك المركزي الأوروبي من برنامج الأصول وبرنامج السندات السيادية العديد من المزايا الإيجابية لتجاوز الأزمة ، هذه البرامج جزء من حل الأزمة أو عامل مساعد فقط وليس هو الحل الكامل للأزمة التي بلغ عمرها أكثر من ثلاث سنوات ، وإنما مجرد شراء المزيد من صبر المستثمرين ومن ثم لا بد أن ننتظر حتى نرى تأثير البرامج على العائد على السندات ونعيد النظر مرة أخرى في تقييم هذه البرامج الجديدة لإدارة الأزمة .
- ❖ أهم القرارات التي تم اتخاذها من قبل المسؤولين في منطقة اليورو هو إعطاء المزيد من الصلاحيات للبنك المركزي الأوروبي وذلك بالسماح للبنك المركزي بالإشراف على بنوك منطقة اليورو .
- ❖ تعزز دور البنك المركزي لملجأ أخير للإقراض من خلال تدخله لشراء سندات حكومية تقدر بنحو 240 مليار أو رو من بلدا كاليونان ، ايطاليا ، واسبانيا ، بعضها فقد قيمته الائتمانية أو سيكون البنك المركزي الأوروبي معرض لخسائر أخرى في تلك السندات إذا ما تخلفت الحكومات عن السداد أو انهيار الاتحاد النقدي ، وبدون شك فإن مختلف الأدوات المستحدثة الهادفة إلى شراء السندات السيادية من السوق الثانوية تعتبر تسييل للديون وتعني بمفهومها البسيط تمويله لعجز الحكومة ، وعند الأزمة يصبح البنك المركزي الملاذ الوحيد للتمويل والإقراض .
- ❖ تعددت أسباب تعاضم الدين السيادي لكل من اليونان ، ايرلندا ، اسبانيا والبرتغال ، وكان أهم سبب هو عدم التزام هذه الدول بشروط الانضمام إلى منطقة اليورو ، وعدم الانضباط وإصدار هذه الحكومات معلومات أو تقارير مغلوطة حول اقتصادياتها .
- ❖ ساهمت أزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية بشكل كبير في الكشف عن ضعف اقتصاد العديد من دول منطقة اليورو .
- ❖ عدم فاعلية السياسات النقدية التقليدية في إدارة الأزمات أدى إلى تبني البنوك المركزية لسياسات جديدة سميت بالسياسات النقدية غير التقليدية تتغير مؤشراتنا حسب الوضع المالي للأزمة .
- ❖ إن أزمة الدين العام أي أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو تطورت وانتشرت بسبب عدم إعطائها أهمية من البداية من طرف الهيئات المشرفة على تسيير الاتحاد النقدي الأوروبي وتحركها بوتيرة متباطئة جعل الإجراءات المتبعة غير فعالة لاحتواء الأزمة في ظرف وجيز .

التوصيات :

- ❖ ضرورة إنشاء هيئة رقابية مستقلة وذلك بهدف الحد أو التقليل من الأزمات .
- ❖ الاهتمام أكثر بدراسة نتائج التقارير المتعلقة بسياسة الدولة في الإفراض الحكومي وكيفية سداد هذه الديون .
- ❖ بذل اليونان والدول الأخرى مزيدا من الجهد لحل الأزمة ، لأن انهيار أحدها أو خروجه سيعني انهيار كاملا للإتحاد الأوروبي وتفككه .
- ❖ ضرورة ضمان استقرار الاقتصاد لجميع الأعضاء في التكتل وسرعة مواجهة أي هزات قد تضعف اقتصاد أي دولة عضو وذلك لأن التكتل الاقتصادي الذي يضم اقتصاديات قوية وأخرى ضعيفة يكون التكتل هش وعرضة لانتشار العدوى بين أعضائه .
- ❖ عدم نجاح سياسة التسيير الكمي في الإتحاد الأوروبي الذي لا يزال يعاني نسب نمو ضعيفة ومعدلات تضخم قليلة لا تصل إلى المعدل المحدد ، وهو 2 % قد يكون سببا لإتباع الإتحاد الأوروبي سياسة نقدية موحدة لمنطقة اليورو بينما تعد السياسات المالية الأمر الذي يتطلب توحيد السياسات المالية في دول منطقة اليورو .

آفاق الدراسة :

- تناولنا دراسة السياسة النقدية غير التقليدية في الإتحاد الأوروبي في ظل أزمة الديون السيادية ، وهذه الدراسة جزء بسيط يحول الكثير من التعقيد ، حيث هناك العديد من الأسئلة بحاجة إلى الدراسة والتحليل . ويمكن اعتبارها أبحاثا مستقبلية نذكر بعضها فيما يلي :
- ❖ أثر سياسة الخروج من التسهيل الكمي من طرف البنك المركزي الأوروبي على الأسواق المالية .



قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية :

1/ الكتب :

- 1/ أشرف السيد حامد قبال ، المعاملات المصرفية والمدفوعات الالكترونية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر .
- 2/ أحمد جلال ، إدارة الأزمات المالية ، دار خالد اللحياني للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
- 3/ إياد عبد الفتاح النصور ، أساسيات الاقتصاد الكلي ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان، الأردن ، 2014 .
- 4/ بلعزوز بن علي ، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية ، الطبعة الثالثة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، الجزائر، 2008 .
- 5/ حمد فواز الدليمي و أحمد يوسف دودين ، إدارة الأزمات الدولية والمالية والاقتصادية، دار جليس الزمان، الطبعة الأولى، عمان، 2011.
- 6/ زكرياء الدوري ويسرى السمرائي ، البنوك المركزية والسياسات النقدية ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، بيروت ، لبنان ، 2013.
- 6/ زكريا الدوري ويسرى السامرائي ، البنوك المركزية والسياسات النقدية ، دار الباروري العلمية للنشر والتوزيع ، الطبعة العربية ، الأردن، 2005 .
- 7/ زينب صالح الأشوح وصلاح الدين فهمي محمود ، الأزمة الاقتصادية المالية ، هبة النيل العربية للنشر والتوزيع ، مصر ، 2010 .
- 8/ سامر عبد الهادي ، شادي الصرايرة ، نضال عباس ، مبادئ الاقتصاد الكلي ، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013 .
- 9/ سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق، مشروع 13، 02، 2012.
- 10/ صالح مفتاح ، النقود و السياسات النقدية ، دار الفجر ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 2005 .
- 11/ عادل رزق، إدارة الأزمات المالية العالمية ، مجموعة نيل العربية ، الطبعة الأولى، مصر، 2010.
- 12/ عبد القادر خليل ، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزء الثاني ، 2012.

قائمة المراجع

- 13/ عبد الله رزق ، الاقتصاد العالمي في زمن الأزمات المتناسلة، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، بيروت، 2012.
- 14/ فريد النجار ، اليورو العملة الأوروبية الموحدة ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، 2004 .
- 15/ محب خلق الله ، الاقتصاد النقدي و المصرفي ، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامع، الإسكندرية، 2011 .
- 16/ محمد سحنون ، الاقتصاد النقدي والمصرفي ، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، جامعة منتوري قسنطينة ، الجزائر ، 2003 .
- 17/ محمود جاد الله ، إدارة الأزمات ، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن ، 2010 .
- 18/ موسى اللوزي وآخرون ، الأزمة المالية العالمية و الآفاق المستقبلية ، مكتبة المجمع العربي . ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2011 .
- 19/ نبيل جعفر عبد الرضا ، عدنان فرحان الجوارين، تاريخ الأزمات المالية الاقتصادية في العالم ، دار الكتاب الجامعي ، الطبعة الأولى، الإمارات ، 2014.
- 20/ نزار كاظم الخيكاني ، حيدر يونس الموسوي ، السياسات الاقتصادية ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية ، بيروت ، لبنان، 2015 .
- 21/ هيل عجمي الجنابي ورمزي ياسين أرسلان ، النقود والمصارف والنظرية النقدية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2009 .
- 22/ يوسف أبو فارة ، الأزمات المالية والاقتصادي بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008 ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، الأردن ، 2015 .

2/ المقالات والمجلات :

- 1/ بالكور نور الدين، أزمة الدين السيادي في اليونان الأسباب و الحلول، مجلة الباحث ، عدد 13 ، 2013، الجزائر .
- 2/ بلحسن صارة، أزمة الديون اليونانية جذورها، انعكاساتها وحلول الإنقاذ، الجزائر.
- 3/ بنابي فتيحة ، علاقة استقلالية البنك المركزي بفعالية السياسة النقدية . معارف مجلة علمية دولية محكمة ، قسم العلوم الاقتصادية ، العدد 22، مسيلة ، الجزائر ، 2017.
- 4/ بن عاشور أم الخير ، مناقر نور الدين ، أثر أزمة الديون السيادية الأوروبية على الاقتصاديات المتوسطة ، مجلة المؤشر الاقتصادية ، المجلد 01، العدد 02 ، ماي 2017، الجزائر .

- 5/ بوزرب خير الدين، معيزي نجا، الإصلاحات التنظيمية المصرفية في منطقة اليورو بعد أزمة الديون السيادية، مجلة جديد الاقتصاد، الجزائر، العدد 13، ، 2018.
- 6/ حنان رحمون ، حسين بورعدة ، دور صندوق النقد الدولي في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية - دراسة حالة اليونان - . العدد 45 ، مارس 2016، جامعة سطيف، الجزائر .
- 7/ رمزي محمود ، التسيير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي ، دار التعليم الجامعي ، 2012.
- 8/ زراز العياشي و مداحي محمد ، فعالية التكتلات الاقتصادية في مواجهة أثر الأزمات المالية و الاقتصادية العالمية - أزمة الديون السيادية نموذجا -، مجلة المستقبل الاقتصادي .
- 9/ سفيان خوجة علامة ، قايد مريم ، أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية ، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي ، المسيلة ، العدد 3 ، مارس 2018 .
- 10/ سليمان شيبوط ، تداعيات أزمة الديون الأوروبية على الاقتصاديات المغربية ، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 06، جوان 2014، الجزائر.
- 11/ شنايت مراد ، دراسة تحليلية لأزمة الديون السيادية ، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية ، جامعة الوادي ، الجزائر ، العدد 08 ، المجلد 03.
- 12/ صاري علي ، السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية ، جامعة سوق أهراس، الجزائر ، مجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية ، عدد 4 ، 2013 .
- 13/ صاري علي ، البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية ، مجلة الاقتصاد والمالية ، الجزائر.
- 14/ صاري علي ، تقييم فعالية سياسة التسيير الكمي في تخفيف أثر الأزمات، الآفاق للدراسات الاقتصادية، العدد الخامس ، الجزائر .
- 15/ عبدات عبد الوهاب ، فعالية السياسة النقدية وآثارها في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية. الجزائر .
- 16/ عبد العزيز شويش عبد الحميد وبشرى الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية ، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية ، جامعة تكريت ، المجلد رقم 03 ، العدد رقم 02 ، 2013.
- 17/ غراية زهير، معزوز لقمان ، أزمة الديون بمنطقة اليورو 2010 جذورها وتداعياتها وآليات إدارتها، مجلة دفاتر اقتصادية، الجزائر، العدد 02.

قائمة المراجع

- 18/ غريبي أحمد، ركي أحسن ، أزمة الديون السيادية لمنطقة الأورو وتداعياتها على الاقتصاد القبرصي، الجزائر .
- 19/ عمر عبدو ، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد ، مجلة الرياضة لاقتصاديات العمل ، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر - 2019 .
- 20/ عزيزة بن سمينة، ليندة رزقي، أثر الأزمات الاقتصادية الحالية على جهود مكافحة الفقر- أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو- ، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، الجزائر، العدد 03 .
- 21/ فضيلة بوطورة ، فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية للجامعة ، العدد 44 ، 2015 ، الجزائر .
- 22/ كبير سمية، أزمة الديون السيادية و سيناريوهات الحلول، مجلة علوم الاقتصاد و التسيير و التجارة، العدد 29 ، 2014 .
- 23/ مازن محمود ، البنك المركزي الأوروبي يعلن قرابة نهاية سياسته لدعم اقتصادات اليورو، العدد 451، باريس، فرنسا.
- 24/ محمد عماد عبد العزيز وسعد صالح عيسى ، الأزمة المالية والمصرفية والسيادية الناجمة عن الأزمة المالية العالمية لعام 2008 ، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية ، جامعة تكريت ، كلية الإدارة والاقتصاد ، مجلد رقم 11 عدد 13 ، 2015 .
- 25/ مداحي محمد ، خلخال منال ، أزمة الدين السيادي في اليونان و أثرها على منطقة اليورو واقتصاديات الدول العربية ، العدد 07 ، أبريل 2017 ، الجزائر .
- 26/ مراد يونس ، سياسة مصيدة السيولة والتسهيل الكمي كحلول للإنعاش الاقتصادي الأمريكي في ظل عدم اليقين بعد أزمة الرهن العقاري ، مجلة الجامعة للدراسات الاقتصادية ، العدد 08 ، الجزائر .
- 27/ مصطفى كامل ، العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على واقع المصارف العربية ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، العدد 23 ، العراق 2007 .
- 28/ نبيلة دودو ، فوزي عبد الرزاق ، التيسير الكمي لمواجهة الأزمات المالية -دراسة التجربة الأمريكية الأوروبية-، مجلة الاقتصاد و المالية ، المجلد 05 ، العدد 01 ، الجزائر، 2019 .
- 29/ نوفل سمايلي ، إشكالية استقلالية البنك المركزي الأوروبي في ظل الأزمات المالية والمصرفية الراهنة، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية ، العدد 07 ، جامعة تبسة ، الجزائر .

- 30/ يرقى حسين ، غزاري عماد ، عدوى الأزمات المالية دراسة حالة أزمة اليونان ، العدد 26 ، 2012 .
- 3/ الرسائل الجامعية :
- 1/ آية عادل حسين ، أثر الاحتياطي الإلزامي في النشاط الائتماني للمصارف ، رسالة ماجستير ، قسم الدراسات المالية / المصارف ، جامعة بغداد ، العراق ، 2016 .
- 2/ أحميمة خالد ، أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على موازين مدفوعات دول المغرب العربي، دراسة حالة الجزائر خلال 2005-2011 رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة .
- 3/ بهية بوكروح ، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية ، دراسة تحليلية للأسباب والتداعيات والحلول (2007 ، 2010) ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، جامعة الجزائر 3 ، كلية العلوم الاقتصادية التجارية والتسيير قسم علوم التسيير فرع نقود مالية ، 2010/2011 .
- 4/ بوعشي صوراية ، مستقبل اليورو في ظل أزمة الديون السيادية الأوروبية ، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي ، جامعة جيجل ، 2016/2017 .
- 5/ داودي ميمونة ، ظهور الأزمات المالية ، دراسة أزمة الكساد الكبير (1929 - 1933) والأزمة المالية (2007 - 2008) ، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد دولي ، جامعة وهران ، 2013-2014.
- 6/ رواق خالد ، أثر أزمة الديون السيادية على واقع و مستقبل الوحدة النقدية الأوروبية ، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2012/2013 .
- 7/ مناصرية أنور ، انعكاسات أزمة اليونان على دول منطقة اليورو ، مذكرة الماستر في علوم التسيير ، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ، 2016/2017 .
- 8/ محمد الأمين وليد طالب ، دور السياسات النقدية في معالجة الأزمات المالية ، حالة البنك المركزي الأوروبي والأزمة المالية 2007 ، 2008 ، أطروحة دكتوراه ، تخصص علوم اقتصادية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة الجزائر ، 2015 - 2016 .
- 9/ وردة رواج وبريزة رواج ، واقع التنسيق بين السياستين النقدية والمالية ودوره في أزمة الديون السيادية، مذكرة ماستر ، قسم علوم اقتصادية تخصص مالية وبنوك ، جامعة جيجل .

4/التقارير :

1/ تقرير إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول ،ديون الدول الأوروبية وتأثيرها على أداء سوق الكويت للأوراق المالية،3 جوان 2010 .

2/ عبد اللطيف درويش ، الأزمة المالية اليونانية جذورها وتداعياتها، تقرير مركز الجزيرة للدراسات، 11 جويلية 2012.

3/ محمد هشام، محمد جهمي ، التعافي الاقتصادي يمهد الطريق لتشديد السياسة النقدية ،تقرير أداء الاقتصاد العالمي ، equiti ، لندن،2017.

4/ لويس بينتو ، عبد الرحمن الجهني، البنك المركزي الأوروبي يمضي قدما في تطبيع سياسته النقدية، تقرير تحليل اقتصادي في QNB،الدوحة ، قطر ، 2018.

5/ المواقع الإلكترونية :

1/ أشوكا مودي ، مقال البنك المركزي الأوروبي والسندات المتعثرة ،متاح على :
<http://www.jbcnews.net/article/44766>

2/ محمد جلال ، برنامج شراء السندات الأوروبي: هل هو برنامج إنقاذ حقيقي أم مجرد شراء للوقت؟:

<https://alphabeta.argaam.com/article/detail/89618?fbclid=IwAR0zXFtmhJw4xC9tvhtNNKpD40BkSdUXGBq6L8e6AhIOZFoSYkYKdgYbeL0>

3/ سعدة الصابري ، البنك المركزي الأوروبي يخصص أكثر من 1000مليار يورو لبرنامج التاريخي، متاح على :
<https://www.mc-doualiya.com/articles/20150122->

4/ موسى مهدي، التيسير الكمي أحد الكبسولات لإنقاذ أوروبا من الإفلاس ،متاح على
<https://www.alaraby.co.uk/economy/2015/3/12:>

5/ نوريلرويني ،سياسة الفائدة الصفرية سبيل سيئ لحفر النمو .

<https://www.aljazeera.net/news/ebusiness>

6/ Will james , Rachel Maclean , **The european central bank** , civitas institute for the study of civil society ,2015, England ,disponiblesur:

<http://www.civitas.org.uk/eu-facts/>.

7/ Guillaume Benoit ,La France et l'Allemagne progressent au capital de la BCE .

publier le 03/02/18 .[https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-](https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/la-france-et-lallemagne-progressent-au-capital-de-la-bce-206725)

[financiers/la-france-et-lallemagne-progressent-au-capital-de-la-bce-206725](https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/la-france-et-lallemagne-progressent-au-capital-de-la-bce-206725)

- 8/ Alexandre Pouchard , C'est quoi les taux directeurs de la BCE ? https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2016/03/10/c-est-quoi-les-taux-directeurs-de-la-bce_4880844_4355770.html
- 9/ **Qu'est-ce que le taux de la facilité de prêle Marginal ?** disponible sur : https://www.ecb.europa.eu/explainers/tellme/html/marginal_lending_facility_rate.fr.html
- 10/ Romaric Godin ,**Le LTRO arme anti crise de la BCE, mode d'emploi** , disponible sur : <https://www.latribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/20131002trib000788420/le-ltro-arme-anti-crise-de-la-bce-mode-d-emploi.html>
- 11/ John O'Donnelle Paul Carrel ,**La BCE incitée à agir par le succès limité des TLTRo**, disponible sur : <https://www.capital.fr/economie-politique/la-bce-incitee-a-agir-par-le-succes-limite-des-tltro-997938>
- 12/ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.fr.html>
- 13/ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/ecb-mission/html/index.fr.html>
- 14/ <https://www.axabank.be/fr/blog/bce-annonce-fin-politique-achat-obligations>
- 15/ www.aljazairalyoum.com
- 16/ <https://trading-secrets.guru>
- 17/ <http://www.iotafinance.com/Definition-taux-de-la-facilite-de-depot.html>
- 18/ <http://www.iotafinance.com/Definition-taux-de-la-facilite-de-pret-marginal.html>
- 19/ <https://ar.wikipedia.org/>
- 20/ <https://www.sasapost.com/chinas-policy-of-reducing-the-mandatory-reserve-of-banks/> .
- 21/ https://en.wikipedia.org/wiki/Covered_bond
- 22/ <https://www.cafedupatrimoine.com/lexique/definition/ltro>
- 23/ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193.htm>
- 24/ <https://www.contrepoints.org/2012/03/06/71978-bce-de-la-creation-monetaire-profitable-pour-les-banques>
- 25/ <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/tltro.fr.html>
- 26/ <https://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2013/6/22/>

- 27/ <https://fbs.ae/analytics/guidebooks/%D8%B3%D9%8A%D8%A7%D8%B3%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B3%D9%87%D9%8A%D9%84-%D8%A7%D9%84%D9%83%D9%85%D9%8A-240>
- 28/ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.fr.html>

ثانيا: باللغة الأجنبية :

1/Livre :

- 1/Hanspeter K Scheller, **La banque centrale européenne: Histoire, Rôle et fonction**, BCE, 2 Emme éditionrévisée, Allemagne, 2006.
- 2/Laurent Braquet , David Mourey , **économie monétaire et financière** . juin 2018 , paris .
- 3/Martin H Wolfson, **Financial Crises**, library of corgress cataloging in publication data ,united states of America,1986.

2/ Rapport :

- 1/Eric Bocquet, Fabienne Keller et Richard yung, **La Banque centrale Européenne face à la crise** .rapport d'information ;SENAT,N°533,2015.
- 2/Eric dovies,**Eropean central bank**,cardiff university ,2013.
- 3/Marché Européen de coveredbonds ,CNO (Comité de Normalisation Obligataire/The French Bond Association) 17/04/2012, paris.

المأخذ

الملخص :

بعد انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة الأمريكية إلى اقتصاديات منطقة اليورو وظهور أزمة الديون السيادية ، تبني البنك المركزي الأوروبي سياسات نقدية غير تقليدية لإنعاش اقتصاده وذلك بعد استنفاد استخدام السياسة النقدية غير التقليدية إلى جانب عدم القدرة على تبني سياسة مالية توسعية من أجل إنعاش اقتصاده بسبب ارتفاع الديون واستخدام سياسة النقشف للحد من الارتفاع المستمر للمديونية ودول منطقة اليورو .

الكلمات المفتاحية : السياسات النقدية ، منطقة اليورو ، الديون السيادية .

Résumé :

Après la propagation de la crise des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis dans les économies de la zone euro et le début de la crise de la dette souveraine, la BCE a adopté des politiques monétaires non conventionnelles pour relancer son économie après avoir épuisé l'utilisation de la politique monétaire traditionnelle et l'incapacité d'adopter une politique budgétaire expansionniste pour relancer son économie. En raison de l'endettement croissant et du recours à la politique d'austérité pour freiner la montée continue de l'endettement et des pays de la zone euro .

Mots clés: *politique monétaire, zone euro, dette souveraine .*

Summary :

After the US subprime mortgage crisis spread to the Euro Zone economies and the onset of the sovereign debt crisis, the ECB adopted unconventional monetary policies to revive its economy after exhausting the use of traditional monetary policy and the inability to adopt an expansionary fiscal policy to revive its economy. Due to rising debt and the use of austerity policy to curb the continued rise of indebtedness and eurozone countries .

Key words: *monetary policy, euro area, sovereign debt .*