

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس - سطيف 1-

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تحت عنوان:

## فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو

إشراف الأستاذ الدكتور:

فوزي عبد الرزاق

إعداد الباحثة:

نبيلة دودو

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة سطيف 1	أ.د بودرامة مصطفى
مشرفا ومقررا	جامعة سطيف 1	أ.د فوزي عبد الرزاق
مناقشا	جامعة سطيف 1	د. رضوان سليم
مناقشا	جامعة المسيلة	د. عبد الصمد سعودي
مناقشا	المدرسة العليا للمحاسبة	د. بن نعمون حمادو
مناقشا	جامعة قسنطينة 2	أ.د بوعتروس عبد الحق
مدعوة	جامعة سطيف 1	د. بوروية كاتية

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر وتقدير

الحمد لله حمدا كثيرا مباركا فيه والصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم، وبعد:

مع اكتمال هذا العمل، لا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بجزيل الشكر والامتنان للأستاذ المشرف "الدكتور عبد الرزاق فوزي" لإشرافه على إنجاز هذه الأطروحة، وعلى كل ما قدمه لي من نصائح وتوجيهات قيمة.

كما أتقدم بجزيل الشكر للسادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذا العمل المتواضع.

كما أتقدم بالشكر الجزيل لكل من ساعدني في إنجاز هذه الأطروحة.

# إِهْدَاء

أهدي هذا العمل الى التي كل نجاحاتي في الحياة من أجلها "أمي"

الغالية أطال الله في عمرها

الى روح أبي "دودو الطاهر" الطاهرة

الى روح أختي "سامية" الطاهرة

الى زوجي وأبنائي قرة عيني وفرحة قلبي "أنس" و"هبة"

الى اخوتي واخواتي

الى كل الزميلات والزملاء

## قائمة المختصرات

## قائمة المختصرات

المختصر	معنى المختصر	المدلول باللغة العربية
BCE	Banque Centrale Européenne	البنك المركزي الأوروبي
FED	La Réserve Fédérale Des Etats-Unis	البنك الاحتياطي الفدرالي
BOJ	Bank Of Japan	بنك اليابان
BOE	Bank Of England	بنك إنجلترا
Benelux	،Belgium Luxuburg·Netherlands	بلجيكا، هولندا، لكسومبورغ
ECU	European Currency Unit	وحدة النقد الاوروبية
ESCB	European System of Central Banks	النظام الأوروبي للبنوك المركزية
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices	الرقم القياسي المتسق لأسعار المستهلك
QE	Quantitative Easing	التيسير الكمي
ZIRP	Zero Interest Rate Policy	سياسة أسعار الفائدة الصفرية
FG	Forward Guidance	أداة توجيه استباقات المتعاملين
MRO	Major Refinancing Operations	عمليات إعادة التمويل الرئيسية
LTROs	Long-Term Refinancing Operations	عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (3سنوات)
TLTROs	the Targeted Longer-Term Refinancing Operations	عمليات إعادة التمويل المستهدفة طويلة الأجل

## قائمة المختصرات

السندات المدعومة بالرهن العقاري	Mortgage Backed Security	MBS
سندات محمية مضمونة بأصول	Asset-Backed Security	ABS
برنامج شراء السندات المحمية	the covered bond purchase programme	CBPP

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

.....	كلمة شكر وتقدير
.....	الإهداء
.....	قائمة المختصرات
VIII-I.....	فهرس المحتويات
(أ-ش).....	المقدمة العامة

### الفصل الأول: السياسة النقدية غير التقليدية

2.....	تمهيد
4.....	المبحث الأول: السياسة النقدية
4.....	لمطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية ومراحل تطورها
4.....	الفرع الأول: مفهوم السياسة النقدية
6.....	الفرع الثاني: مراحل تطور السياسة النقدية
7.....	الفرع الثالث: أنواع السياسة النقدية
8.....	المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية
9.....	الفرع الأول: الأهداف الأولية
9.....	الفرع الثاني: الأهداف الوسيطة
11.....	الفرع الثالث: الأهداف النهائية
13.....	المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية وقنوات انتقالها

## فهرس المحتويات

- 13..... الفرع الأول: أدوات السياسة النقدية.....
- 16..... الفرع الثاني: قنوات انتقال آثار السياسة النقدية.....
- 20..... المطلب الرابع: فعالية السياسة النقدية.....
- 26..... المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول السياسة النقدية غير التقليدية.....
- 26..... المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية.....
- 27..... الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية.....
- 29..... الفرع الثاني: شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية.....
- 30..... المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية غير التقليدية.....
- 32..... المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وأهم التجارب على المستوى العالمي..
- 32..... المطلب الأول: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.....
- 32..... الفرع الأول: التيسير الكمي.....
- 40..... الفرع الثاني: التيسير النوعي.....
- 41..... الفرع الثالث: أسعار الفائدة المنخفضة والسالبة.....
- 44..... الفرع الرابع: أداة توجيه استباقات المتعاملين.....
- 45..... المطلب الثاني: أهم التجارب العالمية في استخدام السياسة النقدية غير التقليدية.....
- 45..... الفرع الأول: التجربة اليابانية.....
- 47..... الفرع الثاني: التجربة البريطانية.....

49..... خلاصة الفصل الأول

**الفصل الثاني: منطقة اليورو**

51..... تمهيد

52..... المبحث الأول: مراحل تأسيس الاتحاد الأوروبي

53..... المطلب الأول: الاتحاد الجمركي الأوروبي

54..... المطلب الثاني: السوق الأوروبية المشتركة

56..... المطلب الثالث: التأسيس المباشر للاتحاد الأوروبي

60..... المبحث الثاني: تأسيس منطقة اليورو

60..... المطلب الأول: الجانب النظري للاتحادات النقدية

60..... الفرع الأول: نظرية المناطق المثلى للعملة

62..... الفرع الثاني: منافع وتكاليف تشكيل منطقة عملة مثلى

63..... المطلب الثاني: دوافع قيام الوحدة النقدية الأوروبية

65..... المبحث الثالث: مراحل تأسيس منطقة اليورو

65..... المطلب الأول: اتفاقية الهوامش الأوروبية المشتركة

67..... المطلب الثاني: النظام النقدي الأوروبي

71..... المطلب الثالث: اتفاقية ماستريخت (1992)

72..... الفرع الأول: أهم ما نصت عليه معاهدة ماستريخت

72..... الفرع الثاني: مراحل التوصل إلى الوحدة النقدية الأوروبية

## فهرس المحتويات

75.....	المطلب الرابع: العملة الأوروبية الموحدة "اليورو".
75.....	الفرع الأول: انشاء اليورو.
78.....	الفرع الثاني: انعكاسات اليورو على دول المجموعة الأوروبية.
81.....	الفرع الثالث: انعكاسات اليورو على النظام الاقتصادي والنقدي الدولي.
83.....	خلاصة الفصل الثاني.

### الفصل الثالث: أزمة الديون السيادية الأوروبية

85.....	تمهيد.
86 .....	المبحث الأول: الأزمة المالية العالمية 2008.
86.....	المطلب الأول: جذور الازمة المالية العالمية 2008 وأسبابها.
86.....	الفرع الأول: جذور الأزمة المالية العالمية.
87.....	الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية.
94.....	المطلب الثاني: مراحل تطور الازمة المالية العالمية 2008 وتداعياتها.
94.....	الفرع الأول: مراحل تطور الأزمة المالية العالمية.
100.....	الفرع الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008.
105.....	المطلب الثالث: تدويل الأزمة المالية العالمية.
106.....	الفرع الأول: قنوات انتقال الأزمة المالية العالمية عالميا.
108.....	الفرع الثاني: قنوات انتقال الأزمة المالية العالمية 2008 أوروبا.
113.....	المبحث الثاني: نشأة، أسباب وآثار أزمة الديون السيادية الأوروبية.

## فهرس المحتويات

المطلب الأول: نشأة أزمة الديون السيادية الأوروبية.....	113
الفرع الأول: أزمة منطقة اليورو هي أزمة ديون سيادية.....	114
الفرع الثاني: أزمة اليورو هي نتيجة أخطاء في تكوين الاتحاد النقدي الأوروبي.....	115
المطلب الثاني: أسباب أزمة الديون السيادية الأوروبية.....	117
المطلب الثالث: آثار الأزمة على المؤشرات الاقتصادية لمنطقة اليورو والاتحاد الأوروبي....	122
الفرع الأول: النمو الاقتصادي، سعر صرف اليورو.....	122
الفرع الثاني: التضخم، معدل البطالة.....	125
الفرع الثالث: التجارة الدولية، الاستثمار.....	127
<b>المبحث الثالث: قنوات انتقال أزمة الديون السيادية الأوروبية وبعض الحلول المقترحة لإدارتها.....</b>	
المطلب الأول: قنوات انتقال أزمة الديون السيادية الأوروبية.....	130
المطلب الثاني: بعض الحلول المقترحة لإدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية.....	132
الفرع الأول: انشاء آلية الاستقرار الأوروبي.....	132
الفرع الثاني: صياغة معاهدة الانضباط المالي الجديدة.....	133
الفرع الثالث: خطط الإنقاذ لبعض دول منطقة اليورو.....	135
خلاصة الفصل الثالث.....	138

الفصل الرابع: تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو ومدى فعاليتها

تمهيد.....	140
المبحث الأول: البنك المركزي الأوروبي.....	142
المطلب الأول: انشاء البنك المركزي الأوروبي.....	142
المطلب الثاني: رأسمال، الهيكل التنظيمي، ومهام البنك المركزي الأوروبي.....	144
الفرع الأول: رأسمال البنك المركزي الأوروبي.....	144
الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي.....	146
المطلب الثالث: السياسة النقدية (التقليدية) المتبعة في منطقة اليورو.....	148
المبحث الثاني: أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في منطقة اليورو لادارة أزمة الديون السيادية الاوروبية.....	151
المطلب الأول: أهداف البنك المركزي الأوروبي من تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية....	151
المطلب الثاني: أولى إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية عقب أزمة الديون السيادية.....	153
الفرع الأول: عمليات تبادل العملات swap.....	153
الفرع الثاني: توسيع قائمة الأصول المقبولة بضمان.....	153
المطلب الثالث: التيسير النوعي (الائتماني) الأوروبي.....	154
الفرع الأول: تيسير ائتماني غير مباشر من خلال عمليات إعادة التمويل طويلة الاجل LTRO <sub>s1</sub> وLTRO <sub>s2</sub> .....	154

## فهرس المحتويات

الفرع الثاني: تسيير ائتماني غير مباشر من خلال عمليات إعادة التمويل المستهدفة طويلة الأجل	
155..... TLTRO <sub>s</sub>	
المطلب الرابع: التيسير الكمي الأوروبي.....	156.....
الفرع الأول: برنامج شراء السندات المحمية CBPP <sub>1</sub> .....	157 .....
الفرع الثاني: برنامج شراء السندات المحمية الثاني CBPP <sub>2</sub> .....	157.....
الفرع الثالث: شراء سندات السيادية لحكومات منطقة اليورو.....	158.....
الفرع الرابع: شراء السندات الخاصة إلى جانب السندات السيادية.....	161.....
الفرع الخامس: تخفيض المبلغ المخصص لشراء السندات.....	162.....
المطلب الخامس: سعر الفائدة المنخفضة والسالبة الأوروبية.....	164.....
الفرع الأول: إجراءات تطبيق سعر الفائدة المنخفضة في منطقة اليورو.....	164.....
المبحث الثالث: نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو ومدى	
فعاليتها.....	167.....
المطلب الأول: نتائج تطبيق التيسير الكمي الأوروبي ومدى فعاليته.....	167.....
المطلب الثاني: نتائج تطبيق أسعار الفائدة المنخفضة والسالبة الأوروبية ومدى فعاليته.....	170.....
المبحث الرابع: مقارنة التجربة الأوروبية والأمريكية في مجال تطبيق التيسير الكمي.....	173.....
المطلب الأول: تطبيق التيسير الكمي الأمريكي.....	173.....
المطلب الثاني: مراحل التيسير الكمي الأمريكي.....	175.....
المطلب الثالث: نتائج التيسير الكمي الأمريكي.....	177.....

## فهرس المحتويات

---

177.....	الفرع الأول: التأثير على سعر الفائدة في الاجل الطويل
178.....	الفرع الثاني: ارتفاع السيولة
178.....	الفرع الثالث: ارتفاع التضخم
179.....	المطلب الرابع: مقارنة بين التجربة الأوروبية والتجربة الامريكية
182.....	خلاصة الفصل الرابع
(193-184).....	الخاتمة
(211-195).....	قائمة المراجع
(214-213).....	قائمة الأشكال
216.....	قائمة الجداول
(236-218).....	الملاحق
238.....	الملخص باللغة العربية
239.....	الملخص باللغة الإنجليزية

# مقدمة عامة

إن أهم ما يميز الاقتصاد العالمي اليوم هو الاتجاه المتسارع نحو تحرير التجارة وتطور عوامل الابتكار العلمي والتكنولوجي، تعاظم دور الشركات متعددة الجنسيات؛ الأمر الذي أدى الى تعدد اشكال العلاقات الاقتصادية بين الدول وزيادة نسب تبادل السلع والخدمات وسرعة انتقال رؤوس الأموال، كما أن العمل على زيادة القدرة الإنتاجية للدول عن طريق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية وخلق فرص جديدة للاستثمار أدى بالعديد من الدول الى إقامة اتحادات اقتصادية وحتى نقدية فيما بينها، وظهر العديد من التجارب أهمها الاتحاد الأوروبي. ومما لا شك فيه أن منطقة اليورو تعد اثباتا لنجاح المسار التكاملي للاتحاد الأوروبي؛ حيث سعت الدول الأعضاء الى تنسيق السياسات النقدية وتنظيم المدفوعات بهدف التوصل الى العملة الموحدة "اليورو" وبنك مركزي واحد هو البنك المركزي الأوروبي.

تعتبر مرحلة نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين منعطفًا حاسمًا في حركية النظام الاقتصادي العالمي؛ حيث أصبح العالم لا يعترف بالاقتصادات الصغيرة والمجزأة خاصة في ظل العولمة الاقتصادية، وتكريس بوادرها المتمثلة في تفكيك الحواجز بين الدول وزيادة التشابك بينها من خلال تعاظم التجارة العالمية وما ينتج عنه من زيادة حجم التبادلات المالية الدولية، فإلى جانب الآثار الإيجابية الناتجة عن هذه التحولات كانت هناك آثارًا سلبية أهمها اتساع نطاق الأزمات المالية العالمية التي أصبحت ملازمة للنظام الاقتصادي العالمي وتهدد الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول.

وقد شكل تكرار الازمات المالية ظاهرة مثيرة للاهتمام من قبل الاقتصاديين بالإضافة الى عدوى هذه الازمات لتشمل دولًا نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي وزيادة ترابط الأسواق المالية العالمية، ومن أهم هذه الازمات نجد الازمة المالية العالمية عام 2008 الناتجة عن أزمة الرهن العقاري الأمريكية، والتي تعتبر أكبر تحدي واجهه العالم في جميع النواحي بداية من سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية مرورًا بالأسواق المالية

## مقدمة عامة

والبنوك، ثم القطاعات الصناعية والانتاجية، وتأثيرها على المؤسسات الاقتصادية والمالية والشركات العالمية، ومن ثم انتقالها الى أوروبا وباقي دول العالم خاصة دول منطقة اليورو محدثة بذلك أزمة ديون سيادية في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي ككل.

إن حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية وتفاقم مشكلة عجز الموازنات العامة في معظم دول الاتحاد الأوروبي خاصة منطقة اليورو أدى الى تهديد الاستقرار الاقتصادي الأوروبي وحتى العالمي، وتوقعت بعض الكتابات الاقتصادية الى أن هذه الأزمة يمكن أن تؤدي الى انهيار الاتحاد النقدي الأوروبي؛ حيث واجهت منطقة اليورو تحديات اقتصادية كبيرة منها ارتفاع مستويات الديون وضعف في النظام المصرفي الأوروبي، والركود الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة، بالإضافة الى تحديات سياسية تتمثل في إيجاد الحلول والآليات المقترحة للخروج من الأزمة، وعليه لم يعد هناك مجال أمام أصحاب القرار السياسي لدول الاتحاد الأوروبي سوى البحث في كيفية إدارة هذه الأزمة، والعمل على الحد من آثارها السلبية والخروج منها بأقل الخسائر؛ من خلال اتخاذ الإجراءات اللازمة والسياسات الاقتصادية المناسبة لاحتواء مخلفات أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو وباقي دول الاتحاد الأوروبي.

إن تأثير السياسات الاقتصادية على النشاط الاقتصادي خلال فترة الازمات يعد من المواضيع المهمة؛ حيث يرى بعض المحللين الاقتصاديين أن السياسة الاقتصادية وبصفة خاصة السياسة النقدية ضرورية لإدارة الازمات المالية؛ من خلال التأثير على أهم المؤشرات الاقتصادية بهدف الرفع من الناتج المحلي الإجمالي وتحقيق عدد من الأهداف الاقتصادية، إلا أنه بعد حدوث الازمة المالية العالمية 2008 اتجهت البنوك المركزية في الاقتصادات الأكثر تقدماً خاصة البنك المركزي الأوروبي الى اتباع "سياسة نقدية غير تقليدية" في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو؛ من خلال تطبيق أدوات حديثة وغير تقليدية شكلت تحدياً جديداً تواجهه منطقة اليورو للخروج من الأزمة بأقل الخسائر وبأهداف محققة،

## مقدمة عامة

وهو ما يعكس مدى فعالية هذه السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو.

### 1. إشكالية الدراسة:

تعتبر السياسة النقدية من أهم الأدوات التي تملكها الدول سواء متقدمة أو نامية والتي تستخدمها لتحقيق الأهداف الاقتصادية كاستقرار الأسعار وتحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة، تخفيض معدلات البطالة، تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، وكذا تحقيق الاستقرار الاقتصادي، خاصة خلال فترات الازمات، وبما أن الاتحادات النقدية هي عبارة عن مجموعة من الدول تتعامل بعملة موحدة ولها بنك مركزي موحد؛ فهي بدورها تقوم باستخدام السياسة النقدية في إدارة الازمات المالية التي تتعرض لها والعمل على التخفيف من حدتها.

وبعد حدوث أزمة الرهن العقاري 2008 وانتقالها الى باقي دول العالم اتجهت الاقتصادات الأكثر تقدما وعلى رأسها دول منطقة اليورو الى اتباع سياسة نقدية غير تقليدية الهدف منها ضخ السيولة وتقديم المزيد من الحوافز للاقتصاد للتصدي لأزمة الديون السيادية الأوروبية.

من خلال هذا الطرح وفي إطار الهدف العام للدراسة ارتأينا صياغة الإشكالية في التساؤل الرئيسي التالي:

**ما مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو؟**

ويندرج ضمن هذا التساؤل مجموعة التساؤلات الفرعية والتي نسعى للإجابة عنها من خلال هذه الدراسة، تتمثل فيما يلي:

1- ما هي أولى الإجراءات غير التقليدية للسياسة النقدية المستخدمة في منطقة اليورو عقب أزمة الديون السيادية الأوروبية؟

## مقدمة عامة

2- متى تطبق السياسة النقدية غير التقليدية، في فترات معينة أم في كل الحالات الاقتصادية؟

3- ما الأداة الأكثر فعالية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو؟

4- هل كان لتدخل البنك المركزي الأوروبي دور فعال في معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية؟

5- هل تم الاعتماد في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية على السياسة النقدية غير التقليدية فقط أم هناك أدوات وعوامل أخرى لعبت دوراً مهماً في الخروج من أزمة منطقة اليورو؟

6- هل تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية يكون أكثر فعالية في منطقة عملة موحدة أم في دولة منفردة، وذلك بالنظر إلى التجربة الأوروبية وإدارة أزمة الديون السيادية والتجربة الأمريكية وإدارة أزمة الرهن العقاري الأمريكية؟

### II. فرضيات الدراسة:

تقودنا الإجابة عن هذه التساؤلات إلى طرح الفرضيات التالية:

1- تمثلت أولى الإجراءات غير التقليدية المستخدمة في منطقة اليورو عقب أزمة الديون السيادية الأوروبية في التيسير الكمي.

2- تطبق السياسة النقدية غير التقليدية في الفترات الاستثنائية فقط أي في حالة الازمات المالية.

3- الأداة الأكثر فعالية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو هي التيسير الكمي.

4- كان لتدخل البنك المركزي الأوروبي دور فعال في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية.

5- تم الاعتماد في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية على السياسة النقدية غير التقليدية فقط.

## مقدمة عامة

6- تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية يكون أكثر فعالية في منطقة عملة موحدة.

### III. أسباب اختيار الموضوع:

من بين أهم الأسباب التي دفعت بنا لاختيار هذا الموضوع ما يلي:

- حداثة الموضوع وبروزه على الساحة الاقتصادية باعتباره يمس أهم اتحاد نقدي على الساحة الاقتصادية الدولية وهو منطقة اليورو؛
- البحث في أسباب حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو، وأهم النتائج المترتبة عنها ومختلف الإجراءات المتخذة لإدارتها باستخدام السياسة النقدية غير التقليدية؛
- تسليط الضوء على موضوع السياسة النقدية غير التقليدية ومعرفة مدى فعاليتها في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية.

### IV. أهمية الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة من خلال الاهتمام المتزايد بموضوع الأزمات المالية التي لازالت الدول تتعرض لها الى يومنا هذا، كما تتجلى أهمية الدراسة بشكل عام في معرفة الأدوات الأكثر فعالية لإدارة هذه الأزمات باستخدام السياسة النقدية الغير تقليدية خاصة في مناطق العملة الموحدة؛ من خلال التطرق الى تجربة منطقة اليورو ومدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية.

كما تظهر أهمية الدراسة أيضا في محاولة دراسة وتحليل النقاط التالية:

- أهمية منطقة اليورو كتجربة رائدة في مجال إقامة الاتحادات النقدية ومدى قدرتها على إدارة الازمات المالية من خلال عرض تجربة الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية؛

## مقدمة عامة

- أهمية السياسة النقدية غير التقليدية على اعتبار أنها موضوع حديث على الساحة الاقتصادية الدولية، ومساهمتها في إدارة الازمات المالية داخل منطقة اليورو؛
- مساهمة البحث في توضيح مدى قدرة الدول المندرجة ضمن الاتحادات النقدية على إدارة الازمات المالية عن طريق السياسة النقدية غير التقليدية؛ وبالتالي أخذ العبرة من التجربة الأوروبية.

### V. الهدف من الدراسة:

يتمثل الهدف الأساسي من الدراسة في محاولة معرفة مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية كأداة لإدارة الازمات المالية من قبل دول الاتحادات النقدية؛ من خلال عرض تجربة منطقة اليورو عند تعرضها لازمة الديون السيادية الأوروبية.

كما نهدف من خلال دراستنا لهذا الموضوع الى تحليل النقاط التالية:

- دراسة منطقة اليورو وتطور الاحداث بها الى يومنا هذا وتحليل اقتصاد الدول الأعضاء المندرجة ضمنها؛
- التطرق بالدراسة والتحليل لأزمة الديون السيادية الأوروبية عن طريق التعرف على أسباب حدوثها وانعكاساتها على دول منطقة اليورو بصفة خاصة والاتحاد الأوروبي بصفة عامة.
- معرفة السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة من قبل دول منطقة اليورو عن طريق البنك المركزي الأوروبي خلال أزمة الديون السيادية الأوروبية ومدى فعاليتها في إدارة هذه الأخيرة والتخفيف من حدتها.
- التوصل إلى مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة عملة موحدة أم في دولة منفردة وذلك بمقارنة التجربة الأوروبية والأمريكية في مجال تطبيق التيسير الكمي.

### VI. المنهج المتبع:

تحقيقا لهدف الدراسة وفي ضوء طبيعتها وأهميتها وحتى نتمكن من الإجابة على أسئلة البحث، والالمام بكل جوانبه واختبار صحة فرضياته سوف نتبع المنهج الوصفي التحليل لوصف أزمة الديون السيادية الأوروبية، والتوصل الى مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية المتبعة من قبل البنك المركزي الأوروبي لإدارة الازمة، كما سنستعين بالمنهج المقارن لمقارنة التجربة الأوروبية مع التجربة الامريكية في مجال استخدام التيسير الكمي، بالإضافة الى الاستعانة بالمنهج التاريخي لسرد مراحل انشاء منطقة اليورو ووقائع حدوث أزمة الديون السيادية بها والتي كان لها تأثيرا بالغا على الدول الأعضاء في منطقة اليورو.

### VII. الدراسات السابقة:

تم تناول موضوع الأزمات المالية وبالأخص أزمة الديون السيادية الأوروبية بشكل واسع في العديد من الأبحاث والدراسات والرسائل الجامعية، وأيضا الدراسات الخاصة بالاتحاد الأوروبي عامة ومنطقة اليورو بصفة خاصة؛ إلا أنه هناك ندرة في الدراسات التي تناولت موضوع السياسة النقدية غير التقليدية ومساهمتها في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية، وتمثلت أهم الدراسات السابقة التي تناولت ولو جانب معين من موضوعنا فيما يلي:

1- الدراسة التي تناولتها رحال فاطمة تحت عنوان "تداعيات أزمة منطقة اليورو على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول الاتحاد الأوروبي -دراسة حالة فرنسا- ، وهي أطروحة دكتوراه من جامعة محمد خيضر بسكرة خلال سنة 2018-2019 ، تنصب إشكالية الدراسة حول: ماهي انعكاسات أزمة منطقة اليورو على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الى دول الاتحاد الأوروبي بصفة عامة وفرنسا بصفة خاصة؟، تهدف الدراسة الى ما يلي:

## مقدمة عامة

- تسليط الضوء على منطقة اليورو ومعرفة آثارها على التجربة التكاملية للاتحاد الأوروبي؛
- إبراز دور السياسات الاقتصادية على اعتبارها مجموعة أدوات تمثل مؤشرا حقيقيا عن اقتصادات الدول ودورها في تحقيق تعاون مشترك وتكامل اقتصادي يكون له الدور الفعال في مواجهة الصراعات؛
- توضيح ازمة الديون السيادية وما يتعلق بالتنبؤ بها والفرص الاستثمارية المتاحة في ظلها.

وقد توصلت الدراس الى أن زيادة وتنوع الحوافز والتسهيلات والامتيازات لا يعني ان تؤدي حتما الى زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية وانما هناك عوامل أخرى أهمها استقرار سعر صرف العملة وانخفاض معدلات التضخم، كما ان توصلت الى ان الانخفاض الكبير في حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الى فرنسا سببه تراجع رغبة الشركات متعددة الجنسية على التوسع في الخارج وهذا نسبة لعدم استقرار الاقتصاد العالمي وضعف الطلب العالمي وأزمة الديون السيادية.

2-دراسة لمحمد الأمين وليد طالب بعنوان: "دور السياسة النقدية في معالجة الازمات المالية-حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) والازمة المالية 2007-2008"، وهي أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية من جامعة محمد خيضر-بسكرة-للسنة الجامعية 2015-2016؛ حيث كانت إشكالية البحث: كيف تساهم البنوك المركزية عبر أدوات سياستها النقدية في معالجة الازمات المالية؟ وكيف كان رد فعل البنك المركزي الأوروبي BCE على الأزمة المالية 2007-2008؟، وكان يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة الى تسليط الضوء على السياسة النقدية التي يتم اللجوء الى ادواتها المختلفة للحفاظ على الاستقرار المالي ولصد مختلف الأزمات مع الإشارة الى دور البنك المركزي

## مقدمة عامة

- الأوروبي ودوره في التصدي للأزمة باستعمال أدوات حديثة، وكانت أهم النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة ما يلي:
- عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية عن معالجة الأزمة المالية العالمية اضطر معظم البنوك المركزية الى اللجوء الى أدوات جديدة سميت بالأدوات غير التقليدية؛
  - في بداية الأزمة لجأ البنك المركزي الأوروبي الى استعمال الأدوات التقليدية للسياسة النقدية وبعدها انتقل الى الأدوات غير التقليدية؛
  - نتيجة تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية كانت فعالة في بدايتها لكن سرعان ما قلت فعاليتها وهذا راجع لعدم وجود استراتيجية شاملة لمعالجة المشكلات الأساسية داخل منطقة اليورو.

3-دراسة لنسيمة أوكيل تحت عنوان: **الازمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها-دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا-وهي أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية من جامعة يوسف بن خدة الجزائر عام 2008** وتمثلت إشكالية البحث في: هل يمكن إيجاد مؤشرات ودلائل تنبؤ بقرب حدوث أزمة مالية في اقتصاد ما قصد الحد من آثارها خاصة في ظل العولمة؟ وكيف يمكن الاستفادة من الأزمة الآسيوية لتوقي الأزمات المالية؟ وكانت الباحثة تهدف من وراء هذه الدراسة الى تسليط الضوء على ظاهرة العولمة المالية بشكل خاص ودورها في تكريس الازمات المالية، وأيضا تقديم المؤشرات التي تسبق حدوث الازمات المالية قصد التخفيف من حدة آثارها.

وتوصلت الباحثة الى النتائج التالية:

- عادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي سببها الرئيسي تدفق رؤوس الأموال ضخمة للداخل يرافقها توسيع مفرط وسريع في الإقراض؛

## مقدمة عامة

- كشفت الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا أنه هناك خلل كبير في النمو المالي والنمو الاقتصادي الفعلي في قطاعات انتاج السلع والخدمات؛

- يمكن مواجهة الأزمات المالية من خلال ضرورة السعي للتعاون والتضامن والتكامل الاقتصادي فيما بين الدول خاصة النامية؛

4-دراسة لبوعروج لمياء تحت عنوان " الاقتصاديات الأوروبية في مواجهة الأزمة المالية وأزمة الديون السيادية " وهي مقال منشور في مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب العدد 47 جوان 2017، وكانت إشكالية الدراسة تنصب حول: ما هي أهم الأزمات التي مست الناحية الاقتصادية للبلدان الأوروبية في السنوات الأخيرة منذ سنة 2008، وكيف كانت تطوراتها وأثارها وكيف تمت محاولة معالجتها من قبل هذه الدول.

وتهدف هذه الدراسة الى معرفة السياسات التي حاولت اتباعها الدول الأوروبية لمواجهة الأزمة المالية، وكذا تحليل التداعيات التي مست الدول الأوروبية والميكانيزمات المستخدمة لتقييم هذه السياسات العلاجية.

وقد توصلت الدراسة الى أن هذه الأزمات وضعت دول الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو في مواجهة نفسها، كما توصلت أيضا الى مدى تباين رغبة الدول الأقوى اقتصاديا في المشاركة الفعلية في استمرار الوحدة النقدية، كما أن السياسات التوسعية (ضخ الأموال) لا يعد حلا دون تبعات سيئة.

5-دراسة لصاري علي بعنوان: السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف، وهي مقال في المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 4، 2013، حيث تمثلت إشكالية الدراسة في: فيما تكمن أهداف السياسة النقدية غير التقليدية؟ وما هي أدوات تحقيقها؟.

## مقدمة عامة

وكانت من أهم نتائجها أن اتخاذ البنوك المركزية لتدابير غير تقليدية واسعة النطاق للسياسة النقدية سمة مميزة للأزمة المالية العالمية 2008، كما يرى البعض أن هذه التدابير هي استمرار للسياسة النقدية المعتادة (التقليدية) فبمجرد أن يصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة إلى مستويات أدنى (أقل من الصفر) تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى غير تقليدية.

6-دراسة لـ Kouame Desire Kanga بعنوان: **Essai sur l'impact des mesures de**

**politique monétaire non conventionnelle dans la zone euro** وهي أطروحة

دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة Orléans فرنسا في سنة 2017 وكانت إشكالية الدراسة حول أثر معايير السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو، وتهدف الدراسة إلى تقييم آثار أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو لأحدى عشرة دولة في منطقة اليورو هي: بلجيكا، ألمانيا، إيرلندا، إسبانيا، فرنسا، إيطاليا، هولندا، النمسا، البرتغال، فنلندا واليونان، وأهم النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة هو أن ردود الأفعال الدول الأعضاء في منطقة اليورو كانت متنوعة من دولة إلى أخرى؛ أما رد فعل البنك المركزي الأوروبي لمواجهة الأزمة سمح بعدم الانقسام المالي داخل المنطقة، ولكنه يبقى غير كاف، كما توصل الباحث إلى أن السياسات النقدية غير التقليدية ساهمت بشكل عام في تخفيض تكلفة التمويل، ومع ذلك فإن آثارها على النشاط الاقتصادي وشروط العرض والطلب وعلى الائتمان كانت بطيئة في بعض دول منطقة اليورو.

ما يميز دراستنا عن باقي الدراسات السابقة هو إعطاء حيز واسع لدراسة وتحليل السياسة النقدية غير التقليدية بجانبها النظري من مفاهيم وأدوات وأهداف تسعى لتحقيقها، وكذا جانب تطبيقها من قبل البنك المركزي الأوروبي في منطقة اليورو، على اعتبار أنها موضوع حديث ظهر للعلن بعد حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، وأيضا التطرق في

## مقدمة عامة

هذه الدراسة ولو بجزء قليل إلى مقارنة التجربة الأوروبية والأمريكية في مجال تطبيق التيسير الكمي والذي هو أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

### VIII. مجالات وحدود الدراسة:

من أجل حصر إشكالية البحث والاجابة عنها وتحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة، فان دراستنا هذه ستقتصر على دراسة منطقة اليورو، هذا على المستوى المكاني، أما على المستوى الزمني فتبدأ الدراسة من عام 2009 وهو العام الذي حدثت فيه أزمة الديون السيادية الأوروبية إلى غاية عام 2019.

### IX. صعوبات الدراسة

تتمثل صعوبات الدراسة في قلة المراجع الاكاديمية المتخصصة خاصة باللغة العربية فيما يتعلق بموضوع السياسة النقدية غير التقليدية، وبالإضافة الى أن المعلومة على مستوى الاقتصاد الدولي تتميز بالديناميكية وبالتالي صعوبة ضبطها.

### X. محتوى الدراسة:

بهدف الالمام بكل جوانب البحث والاجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات قمنا بتقسيم البحث الى العناصر التالية:

**الفصل الأول:** السياسة النقدية غير التقليدية: حيث سنتطرق في بداية الامر الى السياسة النقدية ثم ننتقل الى السياسة النقدية غير التقليدية من خلال التطرق الى مفهومها واهم ادواتها وكذا عرض بعض التجارب العالمية في مجال تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية؛

**الفصل الثاني:** منطقة اليورو: نتناول فيه أولاً الاتحاد الأوروبي ومراحل تأسيسه وكذا الوحدة النقدية الأوروبية وأهم مراحل تأسيسها.

## مقدمة عامة

**الفصل الثالث:** أزمة الديون السيادية: من خلال التطرق في بداية الامر الى الازمة المالية العالمية 2008 باعتبارها السبب الأساسي في حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية، ثم عرض بداية أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو وأسبابها وآثارها على الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو، بالإضافة الى بعض الحلول المقترحة لحلها من قبل بعض الدول الأعضاء؛

**الفصل الرابع:** تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو ومدى فعاليتها: سنحاول في هذا الفصل التطرق الى أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة من قبل البنك المركزي الأوروبي لادارة ازمة الديون السيادية الأوروبية وذلك بالتركيز على اداتين هما التيسير الكمي وسعر الفائدة المنخفضة وأهم نتائج تطبيقهما ومدى فعاليتها، مع مقارنة التجربة الأوروبية بالتجربة الامريكية في مجال تطبيق التيسير الكمي.

وختمنا البحث بخاتمة تتضمن أهم النتائج المتوصل اليها واختبار الفرضيات، بالإضافة الى المقترحات وآفاق البحث.

## الفصل الأول:

### السياسة النقدية غير التقليدية

## تمهيد:

تعتبر البنوك المركزية من أهم المؤسسات الحكومية التي تعتمد عليها مختلف الدول في تنفيذ برامجها وسياساتها الاقتصادية؛ وذلك من خلال الدور الذي تأمل حكومات تلك الدول ان تؤديه هذه البنوك في تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال إدارتها للسياسة النقدية ومراقبة أعمال الائتمان بصفة عامة؛ ومن أجل هذا تخصص معظم دول العالم البنوك المركزية بصلاحيات معينة تميزها عن سائر البنوك الأخرى، وتسمح لها باستخدام أدوات واتخاذ قرارات سيادية لتمكنها من أداء الوظائف والمهام الموكلة اليها في خضم تحقيق الأهداف الاقتصادية المسطرة.

وعليه تحتل السياسة النقدية مكانة هامة بين أدوات السياسات الاقتصادية الأخرى؛ لما لها من تأثير على مختلف المتغيرات الاقتصادية؛ من خلال ارتباط حل المشكلات الاقتصادية كالبطالة والتضخم وتدهور قيمة العملات بالتدخل عن طريق إجراءات وأدوات السياسة النقدية، لتكثيف عرض النقود مع مستوى النشاط الاقتصادي وكذا الظروف الاقتصادية التي تعيشها الدولة مما يؤدي الى التوازن والاستقرار الاقتصادي.

وعقب حدوث الازمة المالية العالمية 2008 اتجهت العديد من البنوك المركزية على المستوى العالمي على غرار البنك المركزي الأوروبي والبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي الى اتباع أدوات حديثة للسياسة النقدية تمثلت في "سياسات نقدية غير تقليدية" واسعة النطاق لتوفير الحوافز لتنشيط الطلب بهدف تعزيز النشاط الاقتصادي، وذلك بعد فشل السياسة النقدية التقليدية في احتواء الآثار الحادة للأزمة.

وسنقوم من خلال هذا الفصل بالتطرق الى أهم المفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية غير التقليدية وذلك بتقسيمه الى ثلاث مباحث أساسية، يكون المبحث الأول حول السياسة النقدية (التقليدية) من خلال عرض مفهومها وأنواعها وكذلك أهم أدواتها، أما المبحث الثاني فيخصص بالدراسة والتحليل لعرض مفاهيم حول السياسة النقدية غير التقليدية، أما المبحث الثالث فسنتطرق

فيه الى مختلف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، بالإضافة إلى بعض التجارب على المستوى العالمي لاستخدام السياسة النقدية غير التقليدية لمعالجة الأزمات المالية والاختلالات الاقتصادية.

## المبحث الأول: السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية من أهم الأدوات الاقتصادية الكلية؛ حيث أصبح لها دور مهم في التأثير على مختلف المتغيرات الاقتصادية من خلال ارتباط المشكلات الاقتصادية كالبطالة والتضخم وتدهور قيم العملات بالحلول النقدية، وعليه تعمل السياسة النقدية على التأثير على حجم النقود من خلال تطبيق سياسات معينة تتناسب والظروف الاقتصادية بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

### المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية ومراحل تطورها

#### الفرع الأول: مفهوم السياسة النقدية

يعد مصطلح السياسة النقدية مصطلحا حديثا نسبيا؛ حيث ظهر في القرن التاسع عشر، أين تمت فيه أهم الدراسات الخاصة بالسياسات النقدية واستخدامها في حل الأزمات التي ظهرت نتيجة الدورات الاقتصادية، وخلال القرن العشرين أصبحت السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية التي تعتمد عليها الدولة للوصول إلى أهدافها.

وهناك عدة تعاريف أعطيت للسياسة النقدية نذكر منها:

- تعريف (Einzig): " تشمل على جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي"<sup>1</sup>.
- تعريف (G.L.Bash): " هي ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي، سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات حكومية"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. زكريا الدوري، يسرى السامرائي، " البنوك المركزية والسياسات النقدية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص: 185.

<sup>2</sup>. صالح مفتاح، "النقود والسياسة النقدية"، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص: 98.

- تعريف (Kent): " هي مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بهدف بلوغ هدف اقتصادي كهدف الاستخدام الكامل"<sup>1</sup>.

- تعريف (Prather): " تشمل السياسة النقدية تنظيم عرض النقد (العملة والائتمان المصرفي) عن طريق تدابير ملائمة تتخذها السلطات النقدية ممثلة في البنك المركزي"<sup>2</sup>.

- تعريف (Edward Sgapiro): " هي المهمة الرئيسية للسلطة النقدية التي تؤثر من خلالها على عرض النقد وأسعار الفائدة"<sup>3</sup>.

وتعرف السياسة النقدية أيضا على أنها مجموعة من الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي للتحكم في عرض النقود معدلات الفائدة وحجم الائتمان المصرفي، وذلك من اجل تحقيق بعض الأهداف الاقتصادية الكلية، مثل دفع عجلة النمو الاقتصادي أو الحد من التضخم<sup>4</sup>.

ويمكن تعريف السياسة النقدية على أنها: " الإجراءات التي تمكن السلطة النقدية، عادة البنك المركزي من أن يؤثر على المعروض من المال من أجل تحقيق هدفها المتمثل في الاستقرار الثلاثي، وهو استقرار أسعار الفائدة، واستقرار أسعار الصرف، واستقرار الأسعار، كما تسعى أيضا الى تحقيق أهداف أخرى للسياسة الاقتصادية"<sup>5</sup>.

من خلال ما سبق يمكن استنتاج أهم العناصر المشتركة بين التعاريف السابقة للسياسة النقدية والمتمثلة فيما يلي:

- السياسة النقدية هي إجراءات تقوم بها السلطات النقدية؛
- تستخدم هذه الإجراءات للتأثير على المتغيرات النقدية (المعروض النقدي)؛

<sup>1</sup>. أكرم حداد، مشهور هذلول، " النقود والمصارف"، دار وائل للنشر، الاردن، 2005، ص: 117.

<sup>2</sup>. زكريا الدوري، يسرى السامرائي، مرجع سابق، ص: 186.

<sup>3</sup>. Edward Sgapiro, « **Macroeconomics analysis** », Firth Edition, Harcourt Academic Press, INC, 1982, P : 589.

<sup>4</sup>. بركان زهية، "فعالية السياسة النقدية لمكافحة التضخم في ظل العولمة: دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2010، ص: 43-44.

<sup>5</sup>. Gabriel Gland et Alain Grandjean, « **La Monnaie dévoilée** », l'harmattan, 1996, P : 180.

- تسعى السلطات النقدية من خلال إجراءات السياسة النقدية الى تحقيق أهداف محددة. وعليه يمكن إعطاء تعريف شامل للسياسة النقدية على انها مجموعة الإجراءات والأحكام والتعليمات والقوانين التي تتخذها السلطات النقدية (البنوك المركزية) للتأثير على حجم العرض النقدي سواء بالزيادة او النقصان بهدف تحقيق أهداف اقتصادية معينة.

### الفرع الثاني: مراحل تطور السياسة النقدية

ظهر مصطلح السياسة النقدية في القرن التاسع عشر حيث شهد هذا القرن انطلاق الدراسات الخاصة بالسياسة النقدية من قبل الاقتصاديين، كما زاد الاهتمام بهذه الدراسات مع زيادة الازمات النقدية وعدم الاستقرار الاقتصادي، ويمكن ابراز اهم المراحل التي مرت بها السياسة النقدية في المراحل التالية.

#### 1-مرحلة الفكر الكلاسيكي:

والتي كانت بداية القرن العشرين؛ حيث كانت فكرة حيادية النقود هي الفكرة السائدة من خلال "جون باتيست ساي" وقانونه المتمثل في أن العرض يخلق الطلب، وأن النقود هي مجرد غطاء للمبادلات وليس لها أثر على النشاط الاقتصادي، ومع تطور الفكر الكلاسيكي بدأت أهمية السياسة النقدية في المحافظة على ثبات المستوى العام للأسعار. وقد استخدمت السياسة النقدية قبل أزمة 1929 كأداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي ومكافحة الانكماش، لكن حدوث هذه الازمة أثبت عجز مساهمة النظرية النقدية في معالجتها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>. أنظر:

- صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 100.
- عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، الجامعة المفتوحة، الأردن، 1994، ص 208.

## 2-مرحلة الفكر الكينزي:

تم في هذه المرحلة تبني أن الشرط الأساسي لتحقيق التوازن في السوق النقدي هو تعادل النقود المعروضة من قبل السلطات النقدية والطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط والمضاربة، وبدأ كينز بالاهتمام بالسياسة المالية وأعطى دور لتدخل الدولة<sup>1</sup>، وذلك من خلال تفعيل الطلب، فالطلب الفعال حسب كينز هو الطلب مضاف اليه القدرة الشرائية.

## 3-مرحلة النقداويون:

تميزت هذه المرحلة بفشل السياسة المالية في معالجة التضخم فعادت السياسة النقدية لتحتل مكانتها الهامة خاصة بعد مجيء "فريدمان" الذي يرى ان التحكم في عرض النقود يؤدي الى تحقيق الاستقرار الاقتصادي وذلك بزيادة عرض النقود تزامنا مع معدل الناتج القومي الامر الذي أدى الى ظهور مشكلة الكساد والبطالة؛ مما أدى الى ظهور فريق ثالث بزعامة الاقتصادي Walter Heller الذي يرى أنه يجب التنسيق بين السياستين النقدية والمالية للوصول الى الاستقرار الاقتصادي وتحقيق النمو الاقتصادي<sup>2</sup>.

## الفرع الثالث: أنواع السياسة النقدية

تنقسم السياسة النقدية على أساس الأهداف المرجو تحقيقها الى نوعين أساسيين: سياسة نقدية انكماشية وسياسة نقدية توسعية، وسنتطرق الى كل نوع على حدى في النقاط التالية:<sup>3</sup>

### 1-سياسة نقدية توسعية:

يلجأ البنك المركزي الى تطبيق سياسة نقدية توسعية في حالة وجود ركود في الاقتصاد وما ينتج عنه من ارتفاع في معدلات البطالة؛ حيث يقوم بزيادة العرض النقدي عن طريق تخفيض

<sup>1</sup>. صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 100.

<sup>2</sup>. المرجع نفسه.

<sup>3</sup>. رمضان محمد مقلد، اسامة أحمد الفيل، النظرية الاقتصادية الكلية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع.

سعر الخصم أو تخفيض الاحتياطي القانوني أو شراء الأوراق المالية، وهو الامر الذي يؤدي الى زيادة قدرة البنوك على منح القروض وخلق الودائع، وبالتالي يزداد العرض النقدي في الاقتصاد مما يزيد من حجم الاستثمار وما ينتج عنه من زيادة في الناتج المحلي الإجمالي والدخل والتوظيف وبالتالي القضاء على البطالة.

## 2- سياسة نقدية انكماشية:

يطبق البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية في حالة وجود تضخم، فيقوم بتخفيض العرض النقدي عن طريق قيامه برفع سعر الخصم او رفع نسبة الاحتياطي القانوني، أو يقوم ببيع الأوراق المالي؛ مما يؤدي الى انخفاض قدرة البنوك على منح القروض والودائع ومنه انخفاض الكتلة النقدية في الاقتصاد وما ينتج عنه من ارتفاع في سعر الفائدة وبالتالي انخفاض الاستثمار ومنه انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وانخفاض الدخل والطلب الكلي (الحد من القدرة الشرائية للفرد) وبالتالي انخفاض الأسعار ومعالجة مشكلة التضخم.

## المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية

تستخدم البنوك المركزية مجموعة من أدوات السياسة النقدية على غرار معدل الخصم، الاحتياطي الاجباري، عمليات السوق المفتوحة؛ وهذا من أجل تحقيق أهداف أساسية تتمثل في استقرار الأسعار، واستقرار أسعار الصرف، والحفاظ على الإنتاج عند مستوى معين، وكذا تحقيق الاستقرار المالي من خلال معالجة الازمات عند وقوعها، وتسعى السلطات النقدية من خلال تطبيقها للسياسة النقدية الى تحقيق هذه الاهداف من خلال التأثير في عرض النقود، وتتمثل هذه الأهداف في أهداف أولية، وأهداف وسيطة، وأهداف نهائية.

## الفرع الأول: الأهداف الأولية

يحاول البنك المركزي التحكم في مجموعة من المتغيرات في ظل تحقيقه للأهداف الأولية بهدف التأثير على الأهداف الوسيطة، تتمثل هذه المتغيرات فيما يلي:<sup>1</sup>

### 1-مجموعة الاحتياطات النقدية

وتتكون من القاعدة النقدية التي تشمل النقود المتداولة لدى الجمهور والتي تمثل الأوراق النقدية والنقود المساعدة ونقود الودائع، والاحتياطات المصرفية التي تشمل ودائع البنوك لدى البنك المركزي والاحتياطات الاجبارية والاحتياطات الإضافية والنقود الموجودة في خزائن البنوك.

### 2-ظروف السوق السائد

ويقصد بها قدرة المقترضين ومدى تأثيرهم على نمو الائتمان (الاحتياطات الحرة، معدل الأرصدة البنكية، أسعار الفائدة في سوق النقد...)

## الفرع الثاني: الأهداف الوسيطة

هي مجموعة من المتغيرات التي لها علاقة بالأهداف النهائية، وتستطيع السلطات النقدية التحكم فيها، ويهدف البنك المركزي عبر إعلانه مجموعة الأهداف الوسيطة الى توجيه توقعات الأعوان الاقتصاديين، وهناك ثلاث اهداف وسيطة يسعى البنك المركزي الى تحقيقها من خلال تطبيقه للسياسة النقدية هي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup>. محمد الامين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الازمات المالية-حالة البنك المركزي الاوروبي (BCE) والازمة المالية 2007-2008، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه (غير منشورة) علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص 99.

<sup>2</sup>. المرجع نفسه، ص 100-101.

## 1-معدل الفائدة:

يحظى هذا الهدف باهتمام كبير من قبل السلطات النقدية نظرا لأهميتها بالنسبة للمستثمرين والعائلات؛ فتسعى السلطات النقدية إلى المحافظة على تغيرات معدلات الفائدة ضمن هامش مقبولة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، كما أنه من خلال معدلات الفائدة يتم تحديد مستوى الاستثمارات على المستوى المحلي وحركة رؤوس الأموال في الأجل القصير على المستوى الدولي.

ومعدلات الفائدة أنواع أهمها:<sup>1</sup>

- **معدلات الفائدة الرئيسية:** وهي تلك المعدلات التي يقرض بها البنك المركزي البنوك التجارية، كما يحدد من خلالها معدلات الإقراض بين البنوك وتؤثر على باقي معدلات الفائدة؛
- **معدلات السوق النقدي:** التي يتم على أساسها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل؛
- **معدلات الفائدة الخاصة بالسوق المالي:** وهي تلك المعدلات التي يتم على أساسها إصدار السندات؛
- **معدلات التوظيف في الأجل القصير:** تستعمل في حسابات على الدفاتر، ادخار سكني.

## 2-معدل صرف النقد مقابل العملات الأخرى:

يسعى البنك المركزي الى رفع معدل صرف النقد اتجاه العملات الأخرى الذي يلعب دورا هاما في معرفة الاستراتيجية الاقتصادية والمالية للحكومة.

<sup>1</sup>محمد الأمين وليد طالب، مرجع سابق، ص: 15، نقلا عن:

### 3-المجمعات النقدية:

هي من الاهتمامات الأساسية للبنك المركزي حيث يقوم بتحديد ما ونشرها سواء كانت المجمع النقدي الضيق  $M_1$  أو  $M_2$  أو المجمع الأوسع  $M_3$ .

يمكن القول ان الأهداف الوسيطة تختلف من دولة إلى أخرى، وكل دولة تستعمل متغيرات معينة لتحقيق أهدافها الوسيطة سواء باستخدام القاعدة النقدية أو معدل الفائدة أو باستخدامها معا.

### الفرع الثالث: الأهداف النهائية

تقوم السلطات النقدية بتحديد المتغيرات النقدية التي تستخدم في التأثير على الأهداف الأولية؛ ومن ثم التأثير على الأهداف الوسيطة قصد الوصول الى الأهداف النهائية، وبالتالي تعتبر هذه الأخيرة كنتيجة لتحقيق كل من الأهداف الأولية والوسيطة.

وتتمثل أهم الأهداف النهائية للسياسة النقدية فيما يلي<sup>1</sup>:

- استقرار سعر صرف العملة المحلية؛ حيث تسعى السلطات النقدية الى الحد من التوسع المفرط في عرض النقود والذي له آثار سلبية على قيمة العملة؛
- استقرار الأسعار؛ فارتفاع الأسعار المستمر له تأثيراته السلبية على قيمة العملة وعلى مستوى الدخل والإنتاج وبالتالي على الأداء الاقتصادي؛
- تشجيع النمو الاقتصادي؛ وهو هدف لجميع الدول سواء نامية أو متقدمة فالسياسة النقدية التوسعية تخفض من سعر الفائدة؛ الأمر الذي ينتج عنه زيادة الطلب على الائتمان والاستثمار وما ينتج عنه من زيادة في الناتج المحلي الاجمالي ومنه تحقيق النمو الاقتصادي مرتفع؛

<sup>1</sup>. بلعوز بن علي، محاضرات في النظرية والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص: 112-

- تحقيق توازن ميزان المدفوعات؛ حيث تساهم السياسة النقدية في التقليل من عجز ميزان المدفوعات من خلال قيام البنك المركزي باستخدام أداة رفع سعر الخصم؛ مما يؤدي الى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض الاقبال على الائتمان؛ ومنه انخفاض الأسعار، لأن الطلب على السلع المعروضة قد انخفض ومنه تشجيع الصادرات وانخفاض الطلب على السلع الخارجية طالما ان الأسعار المحلية منخفضة. كما ان انخفاض أسعار الفائدة يؤدي الى توجه الأجانب لتوظيف أموالهم في البنوك المحلية وبالتالي دخول العملة الصعبة؛ ومنه تخفيض عجز ميزان المدفوعات؛
  - تحقيق التوظيف؛ حيث يعتبر تحقيق العمالة الكاملة هدف طويل الاجل، وتقوم السياسة النقدية بدور مهم في تحقيق ذلك من خلال زيادة العرض النقدي الذي يؤدي الى تخفيض سعر الفائدة وزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة التوظيف وانخفاض معدل البطالة؛
  - المساهمة في تطوير المؤسسات المالية والمصرفية؛ من خلال التأثير في عاملين مهمين هما الادخار والاستثمار؛ حيث تسعى السياسة النقدية لرفع معدلات الادخار بواسطة المؤسسات المالية والبنكية القائمة في الدولة، وأيضا توجه الاستثمارات في القطاعات المهمة والتي هي بحاجة الى رفع معدلات نموها؛
  - التحكم في التقلبات الاقتصادية (الأزمات)؛ فالاقتصاد يمر بمراحل مختلفة من الركود والانتعاش وتساهم السياسة النقدية في معالجة الركود الاقتصادي خاصة في حالة الأزمات المالية من خلال اتباع سياسة نقدية توسعية تسمح بزيادة الاستثمار وتفعيل الطلب وخلق مناصب الشغل، كما يتم اتباع سياسة نقدية انكماشية في حالة حدوث التضخم.
- إن تحقيق الأهداف النهائية امر في غاية الصعوبة ففي بعض الأحيان تتعارض الأهداف فيما بينها، كما أنه يمكن استخدام مجموعة من الأدوات لتحقيق هدف معين، ومن أجل الوصول الى الأهداف المسطرة لابد أن تكون السياسة النقدية أكثر فعالية.

## المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية وفتوات انتقال آثارها

### الفرع الأول: أدوات السياسة النقدية

تسعى البنوك المركزية الى تحقيق مجموعة من الأهداف الموضوعية باستخدام السياسة النقدية عن طريق مجموعة من الأدوات والتي يمكن تقسيمها الى نوعين من الأدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة.

#### 1-الأدوات المباشرة للسياسة النقدية

تعمل الأدوات المباشرة على توجيه الائتمان لأغراض معينة وخلال فترة محددة كما تمتاز الأدوات المباشرة للسياسة النقدية بقدرتها على احداث آثار اقتصادية على المدى القصير وتتمثل هذه الأدوات فيما يلي:<sup>1</sup>

#### - تحديد سقف الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي

ويقصد به اصدار أمر من البنك المركزي للبنوك التجارية بعدم تجاوز الإقراض نسبة معينة ولقطاع معين، وذلك بهدف التأثير على توزيع القروض على القطاعات ذات الأولوية في ظل الاستراتيجية التنموية المتبعة واحداث قدر من التوازن بين القطاعات المختلفة الحصول على الائتمان.

وهذه الأداة لا تخلو من السلبيات فتركز الائتمان في قطاع اقتصادي معين يمكن ان يعرض القطاع المصرفي الى مخاطر عند انخفاض انتاج هذا القطاع أو تغير الظروف الخارجية (انخفاض الطلب على صادراته) مما يؤدي الى احداث تعطيل في آليات العرض والطلب في

<sup>1</sup>. أحمد شفيق الشاذلي، فتوات انتقال أثر السياسة النقدية الى الاقتصاد الحقيقي، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي،

العدد 39، الامارات العربية المتحدة، 2017، ص 12-13 على الموقع الالكتروني:

[https://www.amf.org.ae/sites/default/files/research\\_and\\_publications/%5Bvocab%5D/%5Bterm%5D/%5Blanguage%5D/ARAB%20MONETARY%20ECONOMIC%20STUDIES%20BOOK](https://www.amf.org.ae/sites/default/files/research_and_publications/%5Bvocab%5D/%5Bterm%5D/%5Blanguage%5D/ARAB%20MONETARY%20ECONOMIC%20STUDIES%20BOOK)

[20for%20web.pdf](#)، تاريخ الزيارة: 2019/07/29.

سوق الائتمان، مثلما حدث في أزمة الرهن العقاري الأمريكي 2008؛ حيث تركز الائتمان على السوق العقاري فقط وعند انهيار أسعار العقارات حدثت الأزمة.

### - فرض حد أدنى للسيولة

من خلال هذه الأداة يلزم البنك المركزي البنوك التجارية الاحتفاظ بنسبة معينة من الرصيد الإجمالي للحسابات الجارية المفتوحة لديها، بالعملة المحلية والأجنبية، وهو ما يعرف بالحد الأدنى للسيولة لمواجهة طلبات السحب مما يساهم في زيادة الثقة في القطاع المصرفي.

### - القيام ببعض العمليات المصرفية

ففي بعض الدول التي تكون فيها أدوات السياسة النقدية محدودة الأثر، يقوم البنك المركزي ببعض الاعمال المصرفية كتقديم القروض لبعض القطاعات الأساسية في الاقتصاد.

### - إصدار تعليمات مباشرة بشأن منح الائتمان

والهدف منها التأشير على تركيبة وحجم الائتمان الممنوح من البنوك، كالاائتمان الممنوح لعميل واحد أو الموجه لقطاع معين أو مناطق معينة وبالمقابل يمنح البنك المركزي حوافز للبنوك التي تعمل في مناطق معينة لتشجيع الانتشار المصرفي، أو تسهيلات للبنوك التي تمول المشاريع التنموية المحددة.

يمكن القول أن استخدام الأدوات المباشرة للسياسة النقدية التقليدية البنك المركزي قد تؤدي إلى اضعاف التنافسية بين البنوك نتيجة وضع شروط وسقف للنشاط الاقراضي، خاصة بالنسبة للبنوك التي لها ميزة نسبية في قطاع معين نتيجة الخبرات السابقة أو ما تمتلكه من إطارات متخصصة؛ وهو ما يؤدي إلى تصنيع هذه الميزة كما أن الأدوات المباشرة قد تؤدي إلى التمييز بين القطاعات وهو ما ينتج عنه عدم الكفاءة في تخصص الموارد.

## 2- الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية

ترتكز الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية على تفعيل آليات السوق للتأثير على عرض النقود والطلب عليها من أجل تحقيق الأهداف الموضوعية في إطار السياسة الاقتصادية الكلية، وأهم هذه الأدوات ما يلي<sup>1</sup>:

### - عمليات السوق المفتوحة

بهدف التأثير على حجم الكتلة النقدية يقوم البنك المركزي بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية التي بحوزته، وهو ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة وبالتالي إعادة توجيه أسعار الفائدة والحد من بعدها عن المستوى المستهدف لها وعليه فعمليات السوق المفتوحة هي طريقة غير مباشرة للتأثير على حجم الأموال المتاحة للائتمان لدى البنوك.

ويتطلب نجاح هذه الأداة من أدوات السياسة النقدية وجود سوق مالي ونقدي متوسط ومنظم، وكذا حجم ومكونات محفظة الأوراق المالية التي بحوزة البنك المركزي بالإضافة إلى حجم الطلب عليها.

### - نسبة الاحتياطي الإلزامي

هو نسبة من إجمالي الودائع لدى البنوك التجارية تحتفظ بها في شكل رصيد سائل لدى البنك المركزي، ويهدف هذا الأخير من وراء تطبيق هذه الأداة من أدوات السياسة النقدية التقليدية إلى حماية المودعين لدى تلك البنوك التجارية، وكذا التأثير على حجم الائتمان الإجمالي الممنوح من القطاع المصرفي؛ من جهة أخرى يستخدم البنك المركزي هذه الأداة للتأثير على الأوضاع الاقتصادية السائدة، ففي حالة الكساد يقوم بتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي مما يساهم في زيادة التسهيلات الائتمانية وتنشيط المعاملات؛ وهو ما يؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة على

<sup>1</sup>. أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق، ص 13.

القروض الممنوحة وبالتالي انخفاض تكلفة الأسعار وزيادة الدخل الحقيقي والتشغيل. أما في حالة التضخم فيلجأ البنك المركزي إلى رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي وذلك لامتصاص الكتلة النقدية المتداولة؛ وبالتالي تخفيض الطلب الذي أدى ارتفاعه إلى ارتفاع الأسعار، كما قد يلجأ البنك المركزي إلى استخدام هذه الأداة للتأثير على مكونات الودائع من حيث العملات الأجنبية أو المحلية أو من حيث الآجال فقد يقوم بعرض نسبة مرتفعة على الودائع تحت الطلب؛ مما يؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة عليها لصالح الودائع لأجل لتحقيق الاستقرار الائتماني لدى القطاع المصرفي.

ومن أجل نجاح تطبيق أداة الاحتياطي الإلزامي لابد من توفر المصادر الأخرى المتاحة للبنوك للحصول موارد نقدية، بالإضافة إلى قدرة البنك المركزي على إدارة الأرصدة النقدية المتراكمة لديه.

### - سعر الإقراض والخصم

هو سعر الفائدة الذي يستخدمه البنك المركزي عندما يقوم بمنح البنوك التجارية المسجلة لديه بالسيولة اللازمة مقابل حجم أوراق مالية تقدمها البنوك كضمان للبنك المركزي؛ وبالتالي يحدد البنك المركزي سعرا لهذه المعاملات يتم الإعلان عنه وهو سعر الإقراض والخصم لدى البنك المركزي.

في العديد من البلدان لا يمكن الاعتماد على هذه الأداة (سعر الإقراض والخصم) في المدى الطويل، لأنه يتم تغير هذا السعر وفق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية للدولة وليس نتيجة للتحويلات في ظروف العرض والطلب النقدي.

### الفرع الثاني: قنوات انتقال آثار السياسة النقدية

إن اهتمام السلطات النقدية بتحقيق هدف السياسة النقدية الذي هو استقرار الأسعار جعل الكثير من الباحثين الاهتمام بفهم القنوات التي تؤثر من خلالها السياسة النقدية على المتغيرات

الاقتصادية المختلفة، ويوجد شبه اتفاق على ان هناك خمس قنوات رئيسة تنتقل من خلالها آثار تنفيذ السياسة النقدية الى الاقتصاد تتمثل في أسعار الفائدة، توفر الائتمان، أسعار الأصول، سعر الصرف، وقناة التوقعات.

### 1- قناة أسعار الفائدة:

فعند اتباع سياسة نقدية توسعية لمواجهة زيادة المعروض النقدي يؤدي هذا الى تخفيض تكلفة رأس المال وبالتالي زيادة الانفاق الاستهلاكي والاستثماري من جهة، وزيادة الطلب الكلي والناجم من جهة أخرى<sup>1</sup>.

أما عند تطبيق سياسة نقدية انكماشية وذلك برفع أسعار الفائدة يؤدي هذا الى تراجع الافراد عن الاستهلاك والعمل على زيادة مدخراتهم للاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة وتأجيل استهلاكهم الى المستقبل وهو ما يعرف بأثر الاحلال<sup>2</sup> Substitution effect.

### 2- قناة توفر الائتمان:

يتم انتقال آثار السياسة النقدية عبر قناة توفر الائتمان من خلال العلاقة بين حجم الائتمان والانفاق الكلي، ويتوقف ذلك على مدى توفر الائتمان المصرفي باتباع سياسة نقدية توسعية ينتج عنها زيادة الاحتياطات والودائع لدى البنوك؛

<sup>1</sup>. أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق، ص 18، نقلا عن: البنك المركزي المصري، قناة سعر الصرف ودورها في نقل أثر السياسة النقدية، سلسلة مفاهيم مالية، العدد 02. دون ذكر سنة النشر.

<sup>2</sup>. المرجع نفسه، ص 18، نقلا عن:

وبالتالي زيادة الإقراض ومنه زيادة الانفاق الاستثماري وزيادة الدخل وارتفاع الانفاق الاستهلاكي وهو ما يؤدي الى زيادة الناتج المحلي<sup>1</sup>.

### 3- قناة أسعار الأصول:

ويقصد بالأصول الأوراق المالية التي هي بحوزة القطاع المصرفي والمؤسسات المالية؛ وعليه تنقل قناة الأصول أثر السياسة النقدية من خلال قناتين فرعيتين هما قناة السندات والاستهلاك.

- **قناة السندات:** حيث تؤدي السياسة النقدية التوسعية الى تراجع أسعار الفائدة الحقيقية للسندات مما يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية لاسهم الشركات مقارنة بتكلفة رأس المال مما يشجع الشركات على اصدار أسهم جديدة وبالتالي زيادة العائد المحقق على الأسهم الذي ينعكس على الاستثمارات بالزيادة وهو ما يؤدي الى زيادة حجم الطلب الكلي ومن ثم ارتفاع مستوى الأسعار<sup>2</sup>.

- **قناة الثروة والاستهلاك:** حيث ينتقل أثر السياسة النقدية للاقتصاد بالتأثير على الاستهلاك من خلال التأثير على مستوى الدخل الدائم للفرد الذي يشمل رأس المال الحقيقي الى جانب الثروة المالية؛ التي تمثل الأسهم أحد أكبر مكوناتها؛ حيث يؤدي ارتفاع الأسهم الى ارتفاع الثروة وبالتالي زيادة الاستهلاك والطلب الكلي ومنه ارتفاع الأسعار.

### 4- قناة سعر الصرف:

في الاقتصادات التي تتسم بدرجة كبيرة من الانفتاح على الاسواق الخارجية تعتبر قناة سعر الصرف أحد أهم القنوات التي تنقل أثر السياسة النقدية من خلال قناتي الطلب والعرض الكليين

<sup>1</sup> أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق، ص 19، نقلا عن:

Ben Bernake and Mark Goertly, inside the black box : **the credit channel of monetary Transmission**, national bureau of economic research (NBER), WPN<sub>0</sub> 5146, June 1995.

<sup>2</sup>. المرجع نفسه، ص 20، نقلا عن:

Frederic S.Mishkin, « **The Transmission Mechanisme and the Role of Asset prices in Monetary policy**, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8617, Dec, 2001, PP 1-5 ; <http://www.nber.org> .

وقناة التضخم؛ حيث يلعب اختلاف أسعار الفائدة المحلية عن أسعار الفائدة على العملات الدولية الرئيسية دورا رئيسيا<sup>1</sup>.

ففي حالة اتباع سياسة نقدية توسعية تتخفف أسعار الفائدة المحلية الحقيقية مما يؤدي الى انتقال رؤوس الأموال الى الخارج وتصبح الودائع بالعملات المحلية أقل جاذبية من الودائع بالعملات الأجنبية فتزداد هذه الأخيرة في المصارف مما يؤدي الى انخفاض سعر الصرف والذي يؤثر بدوره على الاقتصاد عن طريق أثر الأسعار.

كما تحتل قناة سعر الصرف أهمية خاصة في حالة الاقتصادات النامية، فمع اتباع سياسة نقدية توسعية عن طريق زيادة العرض النقدي  $M$  تتخفف أسعار الفائدة  $i$  نتيجة تفاعل آليات العرض والطلب على الائتمان وأيضا انخفاض سعر صرف العملة الوطنية  $ex$  وذلك لتراجع حافز حيازة العملة الوطنية والتخلي عن حيازة العملة الأجنبية؛ وبالتالي تصبح الصادرات أكثر تنافسية في السوق العالمي في حين ترتفع تكلفة الواردات وانخفاض الطلب عليها، ومن ثم زيادة صافي الصادرات ومنه زيادة الطلب الكلي وبالتالي ارتفاع الأسعار<sup>2</sup>.

يمكن القول ان آليات سعر الصرف تعمل في ظل نظام سعر الصرف المرن أما في نظام سعر الصرف الثابت أو المدار بواسطة السلطة النقدية فان فعالية السياسة النقدية تقل لان الاقتصاد المفتوح الذي يسمح بقدر كبير من المرونة في تحركات رؤوس الأموال يحتاج لاتباع سعر صرف مرن نسبيا.

## 5- قناة التوقعات:

<sup>1</sup> . **The Transmission Mechanism of Monetary Policy**, the Monetary policy Committee Bank of England, PP 4-6, www.bankofengland.Co.UK.

<sup>2</sup> . أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق، ص 22.

تتضمن هذه القناة اعداد ونشر مجموعة من التوقعات بشأن المتغيرات الاقتصادية الكلية التي يمكن أن تؤثر على مستوى الأسعار؛ وبالتالي التحديد الواضح لمواعيد الاجتماعات الدورية للسلطات النقدية، وكذا مواعيد نشر التقارير تساهم بشكل كبير في تحقيق أهداف السياسة النقدية<sup>1</sup>. يتوقف نجاح هذه القناة في نقل أثر السياسة النقدية للاقتصاد الحقيقي على مدى دقة البيانات الصادرة عن البنك المركزي؛ وبالتالي يمكن استخدام هذه القناة لضمان نقل آثار السياسة النقدية، وتعزيز قدرتها على تحقيق الاستقرار على المستوى العام للأسعار وهو ما يؤدي الى تحقيق النمو الاقتصادي.

#### المطلب الرابع: فعالية السياسة النقدية

تعرف الفعالية بصفة عامة بانها القدرة على تحقيق الأهداف المسطرة خلال فترة زمنية محددة؛ أما فعالية السياسة النقدية للبنك المركزي فتعني درجة استجابة البنك للتغيرات في مستوى النشاط الاقتصادي لتحقيق أهدافه أو مدى قدرة سياسة البنك المركزي النقدية في التأثير في النشاط الاقتصادي بهدف تحقيق الأهداف التي يسعى اليها<sup>2</sup>، هناك بعض المؤشرات التي يمكن استخدامها في قياس فعالية السياسة النقدية للبنك المركزي كالتباين المطلق والتباين النسبي، والقاعدة النسبية لفريدمان، وقاعد تايلور. وهو ما سننظر اليه باختصار في النقاط التالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> . Gordon H.Sellon, **Expectations and the moetary policy Transmission Mechanism, Federal Reserve Bank of Kansas City**, Economic Review, Fourth Qarter, 2004.

<sup>2</sup>. يوسف عبد الأسدي، نعيم صباح جراح، الفاعلية النقدية للبنك المركزي العراقي، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الادارة والاقتصاد، جامعة البصرة، المجلد الثامن، العدد الخامس عشر، 2015، ص: 162، نقلا عن:

ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الاولى، بغداد، دار زهران للنشر 1999، ص: 435.

<sup>3</sup>. المرجع نفسه، ص: 163-167، نقلا عن:

- أحمد عبد الزهرة حمدان، خيارات السياسة ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، اطروحة دكتوراه، مقدمة الى

جامعة المستنصرية، كلية الادارة والاقتصاد، غير منشورة 2013.

- Elham, Maft,Kreft. And Russell S,Sobel,Does A Less Actve Central Bank Lead to Greater Economic Stability ?Evidence From the European Monetaery Union,2006.  
<http://sobelrs.people.cofc.edu.pdf>.

- Mohammad Saiful Islam, problem Involved in Estimating Taylor Rule With US Data,Internaional Review of Business Research Papers, Vol,7,No.3,May 2011

- Andolfatto,The, Economic Money Banking and Finance.,Third Edition, Prentice Hall,Harlow,2005

### 1- مؤشر التباين المطلق:

يقيس هذا المؤشر فعالية السياسة النقدية على أساس الكتلة النقدية ( $M_1$  ,  $M_2$ ) أو سعر الفائدة الاسمي أو الحقيقي قصير الأجل، وذلك من خلال ما يلي:

- قيمة التباين المطلق في الكتلة النقدية:

$$\Delta M_2 = \sum \frac{\Delta M_2 t - \mu \Delta M t}{T}$$

حيث:

$M_2$ : عرض النقود

$\Delta M_2$ : التغير في العرض النقدي

$\mu \Delta M_2$ : متوسط التغير في العرض النقدي

$T$ : عدد الفترات

- قيمة التباين المطلق في سعر الفائدة:

$$\Delta r = \sum \frac{(rt - \mu rt)_2}{T}$$

حيث:

$r$ : سعر الفائدة السوقي (الاسمي، الحقيقي)

$\Delta r$ : التغير في سعر الفائدة

$\mu r$ : متوسط التغير في سعر الفائدة

$T$ : عدد الفترات

---

ومنه فان ارتفاع قيمة التباين المطلق سواء في الكتلة النقدية أو في سعر الفائدة (الاسمي، الحقيقي) يعني ارتفاع فعالية السياسة النقدية والعكس صحيح.

## 2- مؤشر التباين النسبي:

هو عبارة عن مقياس التقلبات في الكتلة النقدية ( $M_2, M_1$ ) أو سعر الفائدة (الاسمي، الحقيقي) نسبة لقيمة الكتلة النقدية أو سعر الفائدة لبلد آخر ولنفس المدة الزمنية، ومنه مؤشر التباين النسبي للكتلة النقدية يحسب كما يلي:

$$\Delta M_2 = \sum \frac{(\Delta M_1 t - \Delta M_2' t)_2}{T}$$

حيث:

$M_2$ : العرض النقدي

$\Delta M_2$ : التغير في العرض النقدي

T: عدد الفترات

ومؤشر التباين النسبي لسعر الفائدة هو:

$$\Delta r = \sum \frac{(rt_1 - rt_2)_2}{T}$$

حيث:

r: سعر الفائدة السوقي (الاسمي، الحقيقي)

$\Delta rt_1$ : متوسط التغير في سعر الفائدة

$\Delta rt_2$ : التغير في سعر الفائدة للبلد الثاني

T: عدد الفترات

وعليه كلما كانت قيمة التباين النسبي سواء في الكتلة النقدية أو في سعر الفائدة مرتفعة كلما كانت فعالية البنك المركزي خلال فترة الدراسة مرتفعة والعكس صحيح.

### 3-قاعدة النسبة K لفريدمان Friedman Rule

أكد النقداويون وعلى رأسهم ميلتون فريدمان أن دالة الطلب على النقود هي مستقرة، وظهور أي حالة عدم استقرار سيكون ناشئاً عن عرض نقدي فائض نسبة الى الناتج الحقيقي؛ لذلك اقترح فريدمان أن يكون معدل العرض النقدي نسبة ثابتة.

وتشير هذه القاعدة الى درجة استجابة السياسة النقدية من خلال تعديل سياسة عرض النقود الى التطورات في التضخم والنشاط الاقتصادي، وتقوم على افتراض أن البنك المركزي يعمل على تثبيت معدل العرض النقدي.

وقد اعتمد فريدمان على معادلة التبادل ليفشر التي هي من الشكل:

$$MV=PY.....1$$

وقام بصياغة المعادلة التالية:

$$\Delta M+\Delta V=\Pi+\Delta Y.....2$$

حيث:

$\Delta M$ : التغير في العرض النقدي

$\Delta V$ : التغير في سرعة دوران النقود

$\Delta Y$ : التغير في الناتج

$\Pi$ : معدل التضخم

وعليه فإن التغيير النقدي  $\Delta M$  إذا كان ثابت ويرمز له بـ  $K$  ويتطابق مع التضخم المستهدف  $\Pi^*$ ، والتغير في الناتج  $\Delta Y$  يتلاءم مع أي اتجاه منتظم لسرعة دوران النقود  $\Delta V^*$  ومنه أصبحت قاعدة فريدمان تعطى بالعلاقة التالية (انطلاقاً من المعادلة رقم 2):

$$\Delta M = \Pi^* + \Delta Y - \Delta V^* \dots\dots\dots 3$$

إذا كانت سرعة دوران النقود مستقرة فإنها تعطي درجة عالية من الاستقرار الاقتصادي المستهدف (التضخم والناتج)، وعليه كلما كانت درجة استجابة التغير في العرض مرتفعة اتجاه التغيرات في مستوى النشاط الاقتصادي في الاجل الطويل فان فعالية السياسة النقدية (استجابة البنك المركزي) مرتفعة والعكس صحيح.

#### 4- قاعدة تايلور (1993) Taylor Rule

تقوم هذه القاعدة على أساس استجابة السياسة النقدية من خلال تعديل سعر الفائدة (كأداة للسياسة النقدية) وعليه لا يحدد البنك المركزي عرض النقود وانما يحدد معدل الفائدة الاسمي الذي على أساسه يكون عرض النقود محددًا داخلياً على أساس طلب القطاع الخاص على النقود. فإذا حدد البنك المركزي هدفاً لسياسته النقدية يتمثل في تحقيق معدل تضخم 2% وكان معدل التضخم الجاري 5%؛ فالمدة التي يتخذها البنك المركزي لتحقيق الهدف (تخفيض التضخم) سعى جون تايلور الى توضيحها.

وقد قام تايلور بصياغة المعادلة التالية:

$$i = 2 + \Pi + 1/2(\Pi - \Pi^*) + 1/2(q - q^*) \dots\dots 1$$

حيث:

$i$ : سعر الفائدة الاسمي أو الحقيقي في الاجل القصير

$\Pi$ : معدل التضخم

II\* : معدل التضخم المستهدف

q: الناتج الحقيقي

q\*: الناتج المحتمل

ولقياس فجوة الناتج ( $q - q^*$ ) استخدم تايلور انحراف الناتج الحقيقي عن الاتجاه الخطي، وكذلك استخدم التغير في المخفض الضمني للناتج من سنة إلى أخرى وذلك لاحتساب معدل التضخم، وقد تم تطبيق صيغة تايلور على الاحتياطي الفدرالي الأمريكي في أواخر الثمانينات وبداية التسعينات.

بالرغم من أن هذه المؤشرات مهمة في قياس فعالية السياسة النقدية للبنك المركزي إلا أنه ليس هناك اتفاق حول مؤشر قياس تجريبي لاتجاه متغيرات السياسة النقدية؛ حيث يرى الاقتصاديون أن هذه المؤشرات من المحتمل أن تساهم في تقليص فعالية السياسة النقدية في تحقيق أهدافها خاصة الاستقرار الاقتصادي.

كما أن قياس الفعالية باستخدام الكتلة النقدية أو سعر الفائدة يسمح لنا بالتفكير أيهما أفضل في القياس، كما أن استخدام العرض النقدي كمتغير داخلي أحسن من استخدامه كمتغير خارجي؛ حيث أن البنك المركزي لا يملك القدرة بصفة كاملة على التحكم في العرض النقدي بسبب الارتباط بمعدلات التضخم، مثلما أشار دوزنبيرغ (1999 Duisenberg) إلى أن السياسة النقدية يجب أن لا تبتعد عن الهدف الأول والمتمثل في استقرار المستوى العام للأسعار أي ضرورة التحكم في التضخم لتحقيق نمو اقتصادي مرتفع والقضاء على البطالة.

## المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول السياسة النقدية غير التقليدية

إن تزايد التحرير المالي وتطور الابتكارات المالية وظهور ممارسات مالية جديدة، أدى إلى انتشار الازمات المالية الأكثر حدة مقارنة مع سنوات التسعينات من القرن الماضي، ومع تبني البنوك المركزية للدول التي عانت من هذه الازمات استخدام معدل الفائدة واجهت هذه الأخيرة فشلا ذريعا في معالجتها من خلال عجزها عن اجراء تخفيضات أخرى في معدلات الفائدة خاصة خلال فترة الازمة المالية العالمية 2008؛ وهو ما يعني فشل أدوات السياسة النقدية التقليدية في إدارة الازمات المالية؛ مما دفع بالبنوك المركزية الى استخدام سياسة نقدية حديثة يطلق عليها اسم "السياسة النقدية غير التقليدية" قائمة على مبادئ اقتصادية حديثة تهدف الى كبح التضخم وتنشيط الاقتصاد وعليه سنتطرق في هذا المبحث بالدراسة والتحليل الى مختلف الجوانب المتعلقة بموضوع السياسة النقدية غير التقليدية.

### المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

شكلت الإجراءات الغير تقليدية التي اتخذها بنك اليابان في عامي 2001 و 2002 أولى الحالات التي تم استخدام السياسة النقدية غير التقليدية؛ حيث سمح الوضع الاقتصادي الصعب الذي شهده اليابان خلال التسعينات للعديد من الاقتصاديين أمثال Paul Krugman و Athanasios Orphanides بتحليل أثر السياسة النقدية في ظل معدلات فائدة منخفضة كتمهيد لدراسة السياسة النقدية غير التقليدية؛ حيث يعتبر كروغمان من الأوائل الذين تطرقوا للسياسة النقدية غير التقليدية من خلال تحليله للاقتصاد الياباني الذي وقع في مصيدة السيولة في سنوات التسعينات؛ حيث وجد كروغمان أنه يمكن استخدام سياسة نقدية غير تقليدية في ظل مصيدة السيولة من خلال تطبيق سياسة نقدية توسعية طويلة الأجل بهدف تحفيز ارتفاع الأسعار، وتخفيض أسعار الفائدة إلى ما دون الصفر، وكذا التأثير على التوقعات المستقبلية للأعوان الاقتصاديين واقناعهم من طرف البنك المركزي.

## الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية

يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية حسب الأهداف المراد تحقيقها، وحسب الأدوات المستخدمة.

### 1. تعريف السياسة النقدية غير التقليدية حسب الأهداف:

تعرف السياسة النقدية غير التقليدية على أنها مجموعة الوسائل والإجراءات المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطات النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة خلال فترة زمنية معينة، وهذا يعني ان السياسة النقدية غير التقليدية تقوم على أساس استهداف متغير اقتصادي حقيقي محدد كالنمو الاقتصادي، التشغيل وغيره من المتغيرات الأخرى<sup>1</sup>.

### 2. تعريف السياسة النقدية غير التقليدية حسب الأدوات المستخدمة:

هي سياسة نقدية يتم اللجوء إليها وقت الازمات وتقوم على تنفيذ تسهيلات ائتمانية، وتيسيرات كمية، وتدخلات في العملة في أسواق الاوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية، بهدف دعم القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الازمة المالية<sup>2</sup>.

كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية على انها قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان، مع سهولة حصوله على الأموال عن طريق اصدار سندات الحكومة بلا قيود وذلك بهدف تحفيز الاقتصاد<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>: صاري علي، "السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والاهداف"، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 4، 2013، ص: 60.

<sup>2</sup>. Michel Joyce, David Miles, « Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy », the Economic Journal, November 2012, P : 276.

<sup>3</sup>. صاري علي، السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية، مجلة ابعاد اقتصادية، المجلد 6، العدد 2، ص 470، نقلا عن:

وعليه يمكن القول أن السياسة النقدية غير التقليدية هي مجموعة من الإجراءات الاستثنائية التي يقوم بها البنك المركزي في ظروف استثنائية الهدف منها تقديم تسهيلات ائتمانية وكمية وتدخلات في العملة والأسواق المالية.

إن هذه الإجراءات الاستثنائية هي من جهة استمرار للسياسة النقدية التقليدية ولكن بوسائل غير تقليدية، ومن جهة أخرى يمكن اعتبارها كبديل للسياسة النقدية التقليدية عند فشل هذه الأخيرة في معالجة الظروف الاقتصادية الصعبة.

ويكمن الفرق بين السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية في ان الهدف الأساسي للسياسة النقدية التقليدية هو استقرار الأسعار (استهداف التضخم) وفي ظل الظروف الاقتصادية؛ بنما السياسة النقدية غير التقليدية هدفها استهداف متغيرات أخرى كمية الى جانب استهداف التضخم كت تحقيق نمو اقتصادي ومستوى انتاج معين ومستوى انتاج محدد، ولكن في الظروف الاستثنائية أي في حالة حدوث الأزمات المالية.

كما أن البنك المركزي في ظل السياس النقدية غير التقليدية يتحول الى وسيط مالي حيث يمكنه التدخل عن طريق الحصول الأموال من المدخرين واقراضها للمستثمرين.

وتشتمل السياسة النقدية غير التقليدية على جملة من الخصائص أهمها<sup>1</sup>:

- إن هدف السياسة النقدية غير التقليدية هو التركيز على المتغيرات الكمية كمعدل التشغيل أو مستوى انتاج معين، على عكس السياسة النقدية التقليدية التي كان هدفها استهداف معدل التضخم والعمل على استقرار الأسعار؛

Mark Gertler and Peter Karadi, « Model of Unconventional Monetary Policy », NY University, April 2010, P : 2.

<sup>1</sup>. صاري على، السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والاهداف، مرجع سابق، ص: 60.

- أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تتمثل في التيسير الكمي وأسعار الفائدة المنخفضة وغيرها، على عكس أدوات السياسة النقدية التقليدية التي هي عبارة عن أدوات مباشرة وغير مباشرة؛
- يتم استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في التعامل مع مشكلة السيولة؛ الامر الذي يعمل على توفير التمويل الكافي دون تكاليف للأنشطة الاقتصادية؛
- في فترة الازمات المالية ونقص السيولة، يمكن للبنك المركزي التدخل في إطار السياسة النقدية غير التقليدية لدعم تدفقات الائتمان والعمل كوسيط عن طريق اقتراض الأموال من المدخرين ثم اقراضها للمستثمرين.

#### الفرع الثاني: شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية

- يتم اللجوء للسياسة النقدية غير التقليدية في الظروف الاقتصادية غير الاعتيادية؛ أي في حالة الازمات من خلال استخدام أدوات غير معتادة للسياسة النقدية. وعليه يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية أهمها ما يلي:<sup>1</sup>
- أن تكون السياسة النقدية غير التقليدية متناسبة مع درجة الاضطرابات التي تعاني منها الأسواق، وعلى البنك المركزي ألا يتردد في توسيع أو تقليص مدة توفير السيولة اعتمادا على حجم عدم الاستقرار في النظام المالي؛
  - أن تكون تدابير السياسة النقدية غير لتقليدية من قبل البنوك المركزية مصحوبة بأوامر واضحة للبنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الميزانيات في المدى المتوسط وذلك نظرا لان البنوك التجارية تعد طرف رئيسي لدى البنك المركزي في تنفيذه للسياسة النقدية غير التقليدية؛

<sup>1</sup> . Jean-Claude Trichet, **Unconventional Monetary Policy Measures : Principles-conditions-Raison d'être**, International Journal of central Banking, January 2013, PP 237-238.

- في حالة منطقة عملة موحدة كمنطقة اليورو لابد من حث المؤسسات والدول الأعضاء على تعزيز الإدارة الاقتصادية من خلال مراقبة السياسات الاقتصادية الخاصة بالميزانيات التي تتبعها كل دولة على حدى.

### المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية غير التقليدية

بعد الأزمة المالية العالمية 2008 أصبح للبنوك المركزية إطار عمل جديد يتضمن مجموعة من الضوابط والإجراءات التي تهدف الى تحفيز الاستقرار المالي والحد من تداعيات الازمات المالية على الاقتصاد، إضافة الى مجموعة من الأدوات الاحترازية المستحدثة التي يمكن لاستخدامها منع انتقال آثار الازمات المالية من القطاع المالي الى القطاعات الأخرى؛ وعليه تسعى البنوك المركزية من خلال تطبيقها للسياسة النقدية غير التقليدية الى تحقيق ثلاث أهداف أولية تتمثل فيما يلي:

#### 1-الرفع من كمية الأموال المتداولة في السوق

بهدف تلبية الطلب على النقد من قبل المتعاملين الاقتصاديين، ففي الظروف العادية لا يمكن تبني هذا الهدف لان الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير؛ أما في حالة الازمات المالية فيمكن اعتماده لان البنك المركزي مستعد لضخ الأموال بكميات محدودة كما انه يتم توجيه عرض النقود للدولة لأنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنها نفق هذه الأموال لمعالجة عجز الميزانية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>. عمر عبو، كمال قبو، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد-عرض تجارب دولية-مجلة الريادة لاقتصاديات الاعمال، جامعة حسبة بن بوعلي، الشلف، المجلد 5 العدد 1، جانفي 2019، ص 53.

## 2- التأثير على انخفاض نسب الفائدة

حيث يلتزم البنك المركزي بشكل صريح على إبقاء سعر الفائدة منخفضة جدا حتى مستوى الصفر لفترة طويلة وذلك بهدف الوصول الى أهداف معينة كمستوى معين من التضخم.

## 3- إزالة عوائق السيولة في أسواق القرض

عن طريق شراء السندات مباشرة، وعليه كخطوة أولى يمكن للبنك المركزي أن يقوم عوض البنوك التجارية بالتوسيع في منح القروض للاقتصاد، وشراء السندات التي تمثل قروضا للاقتصاد (سندات خاصة)، والهدف من هذه العمليات إعادة الحيوية لسوق السندات وتوفير التمويل للاقتصاد بشكل مباشر<sup>1</sup>.

بصفة عامة يتمثل الهدف الأساسي للسياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد من خلال تحقيق هدف وسيط هو إعادة الاستقرار للقطاع المالي من خلال أدوات غير تقليدية، والتي تكون أكثر فعالية في الاقتصاديات التي يتم فيها تمويل المؤسسات عبر السوق المالي والتي تتوفر على ثقافة تسديد القروض الممنوحة للأسر والمؤسسات، مع الدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه الوساطة البنكية في التمويل وهذا للتأثير على نسب الفائدة المتعامل بها.

<sup>1</sup>. عمر عبو، كمال قبو، مرجع سابق، ص: 73.

### المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وأهم التجارب على المستوى العالمي

مع تنامي المشكلات الاقتصادية والأزمات المالية يقع على عاتق البنوك المركزية مهمة إدارة السياسة النقدية بفعالية، كما انه تسعى دائما لصياغة أدوات نقدية جديدة ومبتكرة تتماشى مع مختلف التطورات النقدية والمالية التي تفرزها الازمات المالية، وبعد الازمة المالية العالمية 2008 ظهر نوع جديد من أدوات السياسة النقدية بعد ان عجزت الأدوات التقليدية للسياسة النقدي عن معالجتها وهو ما يعرف بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية والتي سنحاول من خلال هذا المبحث ابرازها.

### المطلب الأول: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

#### الفرع الأول: التيسير الكمي

يعتبر التيسير الكمي أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لأنه طبق بشكل غير مسبق في التاريخ النقدي العالمي وبطريقة استثنائية واستعجالية لاحتواء آثار الأزمات المالية، والمعروف أن أداة التيسير الكمي طبقت لأول مرة بشكل واسع في اليابان بداية من عام 2001، ثم تم تطبيقه من قبل البنك الاحتياطي الفدرالي والبنك المركزي الأوروبي بداية من 2008 أي بعد حدوث أزمة الرهن العقاري الأمريكي وتحولها الى الازمة المالية العالمية.

#### 1-تعريف التيسير الكمي

هو قيام البنك المركزي بإصدار فائض من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل؛ للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية<sup>1</sup>، وبالتالي فالتيسير الكمي هو سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد عند عدم فعالية السياسة

<sup>1</sup>. صاري علي، السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية مرجع سابق، نقلا عن:

URI Dadush and Vera eldelman, *Currency Wars-Carnegie*, endowment 2011, P13.

النقدية التقليدية؛ حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد.<sup>1</sup>

ويتجلى الطابع الغير تقليدي لسياسة التيسير الكمي عند عدم استخدام الأدوات التقليدية للسياسة النقدية من قبل البنوك المركزية في حالة الانكماش؛ فالهدف من استعمال هذه الأداة أي التيسير الكمي يتمثل في خفض معدلات الفائدة الطويلة الأجل لتنشيط الاقتصاد؛ من خلال تمكن الشركات المحلية من اقتراض المال واستثماره داخل الدولة او حتى خارجه حيث أسعار الفائدة مرتفعة ومنه تحقيق الأرباح.

ويرتكز التيسير الكمي على عاملين أساسيين هما:<sup>2</sup>

- توفير السيولة بهدف تداولها في الاقتصاد وهو أمر ضروري في حالة الازمات المالية لتجنب الكساد؛

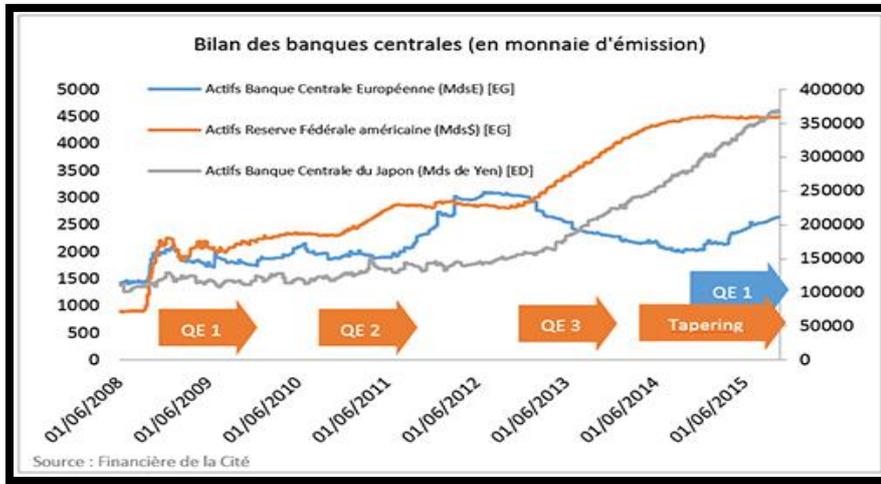
- زيادة احتياطات القطاع البنكي لتحفيز البنوك التجارية على الإقراض مجدداً.

ويعود استخدام سياسة التيسير الكمي لأول مرة في اليابان من خلال الإجراءات التي اتخذها بنك اليابان في الفترة 2001-2006، وبعدها تم استخدام التيسير الكمي بعد أزمة الرهن العقاري 2008 من قبل كل من بنك اليابان، والبنك المركزي الأوروبي، والبنك الاحتياطي الأمريكي مثلما هو موضح في الشكل الموالي.

<sup>1</sup>. صاري علي، مرجع سابق، ص 64.

<sup>2</sup>. محمد الامين وليد طالب، مرجع سابق، ص: 158.

الشكل رقم (01): التيسير الكمي في كل من BCE/FED/BOJ



Source : Emmanuel Sales, **Quelle sortie pour les politiques d'assouplissement quantitatif ?**, Question d'Europe n°374, 7 décembre 2015, P04.

من خلال الشكل نلاحظ ان كل من البنك المركزي الأوروبي والبنك الاحتياطي الفدرالي والبنك المركزي الياباني اعتمدوا على برنامج التيسير الكمي من 2008 الى غاية 2015 مما أدى الى زيادة احتياطات الأصول لدى البنوك السالفة الذكر.

## 2- أهم المقاربات الداعمة لسياسة التيسير الكمي

### - مقارنة نيو وكسيليان

حسب هذه المقاربة فانه بالرغم من تواجد الاقتصاد في حالة مصيدة السيولة اين تكون معدلات الفائدة منخفضة جدا وقد تلامس معدلات صفرية؛ فان سياسة التيسير الكمي وزيادة حجم القاعدة النقدية عن طريق الاصدار النقدي يمكن أن تؤثر بطريقة غير مباشرة في الاقتصاد وذلك عن طريق التأثير في توقعات الاعوان الاقتصاديين كما اكدت على ضرورة وجود مصداقية للبنوك

المركزية من اجل توجيه تلك التوقعات الخاصة بمسار معدلات الفائدة المتوسطة وطويلة الاجل الى جانب معدلات التضخم قصد إعادة الثقة وتنشيط الاقتصاد.<sup>1</sup>

### - مقارنة النقديون

على عكس المقاربة السابقة فان ضخ السيولة عن طريق زيادة حجم القاعدة النقدية يؤثر على الاقتصاد بالرغم من حالة مصيدة السيولة أين تكون معدلات الفائدة قريبة جدا من الصفر، كما تعتبر ان التضخم ظاهرة نقدية مهمة والصدمات النقدية الناتجة عن برامج التيسير الكمي تنتقل الى الاقتصاد الحقيقي وتخلق تعديل في الأسعار النسبية للأصول الحقيقية والمالية، فزيادة حجم العرض النقدي يؤدي الى زيادة الاستهلاك وبالتالي قيام الافراد بنفقات جديدة ومنه تحفيز النشاط الاقتصادي بشرط عدم وجود إحلال كامل بين النقود والأصول غير النقدية.<sup>2</sup>

### - مقارنة ريتشارد كو (2008)

حسب هذه المقاربة فان الازمة المالية هي أزمة موازنة، حيث هناك العديد من المؤسسات التي تشكل العصب الرئيسي للاقتصاديات تعاني من عجز في الموازنة، وعليه فالمعاملين الاقتصاديين لا يبحثون عن تعظيم الأرباح وانما عن كيفية التقليل من مديونيتهم وهذا ما لا يشجعهم على الاقتراض من البنوك بالرغم من معدلات الفائدة المنخفضة وبالتالي فان الخروج من حالة مصيدة السيولة التي عانت منها مختلف الاقتصاديات خلال الازمة المالية العالمية 2008 تستدعي تغيير سلوكيات المقترضين وليس المقرضين؛ فبالرغم من وجود إمكانيات لدى البنوك التجارية في منح القروض الا انه في حالة غياب طلب للمقترضين يستحيل حصول عملية

<sup>1</sup> Krugman, Paul, **thinking About the liquidity Trap Journal of the Japanse and International Economices**, 2000, P-P : 221-237.

<sup>2</sup>. العيشي وليد، صديقي احمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والاعمال، العدد السادس، جامعة أحمد دراية أدرار، الجزائر، جوان 2018، ص: 252، نقلا عن:

- Goodfriend, Marvin, **Overcomming the Zero Bound on Interest Rate Policy**, Journal of Money, Credit and Banking,, P-P : 1007-1035.
- Metzeler, Allan, 1995, **Montary, credit and (other) Transmission Processes** : A Monetairist prespective. Journl of Economic prespective S, P-P : 49-72.

الإقراض وبالتالي عززت هذه المقاربة المكانة الاقتصادية للتيسير الكمي ودوره في انقاذ المؤسسات في مديونيتهم<sup>1</sup>.

### 3- أهداف التيسير الكمي

يهدف البنك المركزي من وراء تطبيقه لسياسة التيسير الكمي الى تحقيق جملة من الأهداف يمكن ايجازها في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- **التأثير في معدل الفائدة طويل الأجل:** فعند قيام البنك المركزي بشراء الأصول المالي طويل الاجل يتسبب ذلك في انخفاض العرض وارتفاع الطلب عليها مع افتراض ثبات الطلب المتزايد في ظل برنامج التيسير الكمي وهو ما يؤدي الى ارتفاع أسعار الأصول طويلة الاجل وانخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل.
- **التقليل من مخاطر أسعار السندات:** حيث يعتبر خطر التغير في أسعار الفائدة من اهم المخاطر التي تتعرض لها أسعار السندات، وعليه يهدف البنك المركزي من وراء تطبيقه لسياسة التيسير الكمي الى التقليل من هذه المخاطر على أسعار السندات خاصة السندات السيادية وهو ما يشجع المستثمرين على تداولها وبالتالي خلق السيولة في السوق المالي.
- **تقليل الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية:** فالإفلاس وعدم قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم المالية من أهم مظاهر الأزمات المالية؛ وبالتالي يعمل التيسير الكمي على تقليل هذه المظاهر من خلال وضع خطط انقاذ للمؤسسات المالية المفلسة واستعاد الثقة في الأسواق المالية.

<sup>1</sup> . Koo, Richard c 2008, **the Holy Grail of Macroeconomics : Lessons from Japan's Great Recessuon**, John Willy and SONS (Asia) PTe.LTd ISBN974-0470-82387-3.

<sup>2</sup> . العيشي وليد، صديق أحمد، مرجع سابق، ص: 256-257 نقلا عن:

- Zakaria Moussa, **assouplissement quantitatif ; quels enseignements tirer de l'expérience japonaise ?** université de la méditerranée aix Marseille 2, 2010,p 7.
- Morais, Bernardo, Jose-Luis Peydro, and Claudia Ruiz(2015), "**The International Bank Lending Channel of Monetary Policy Rates and QE: Credit Supply, Reach-for-Yield, and Real Effects**",Board of Governors of theFederal Reserve System, No: 1137, PP: 2-8

إن هذه الأهداف السابقة الذكر تصب كلها في هدف واحد وهو معالجة آثار  
الازمات المالية من خلال توفير السيولة في الاقتصاد بشكل غير مباشر؛ وذلك بهدف  
تحفيز المستثمرين على الاستثمار وإنقاذ المؤسسات المالية والاقتصادية التي تعاني من  
الإفلاس مما يسمح برفع الإنتاج وزيادة معدل النمو الاقتصادي والتشغيل والقضاء على  
البطالة.

#### 4- آثار تطبيق سياسة التيسير الكمي

مما لا شك فيه أن تطبيق سياسة التيسير الكمي من قبل البنوك المركزية له آثار إيجابية  
وأخرى سلبية على مختلف القطاعات الاقتصادية، الأسواق المالية، المؤسسات المالية، وحتى  
قطاع العائلات.

#### - الآثار الإيجابية لسياسة التيسير الكمي:

تتجلى أهم الآثار الإيجابية لتيسير الكمي في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- عند قيام البنك المركزي بشراء الأصول ينتج عنه تشجيع البنوك على تقديم المزيد من القروض وهو ما يخدم الاقتصاد العام للدولة؛
- إن انخفاض أسعار الفائدة نتيجة ارتفاع الكتلة النقدية يشجع المستهلكين والشركات على المزيد من الاقتراض؛
- ارتفاع الانفاق العام لدى المستهلكين بسبب زيادة الإقراض والاقتراض؛
- تشجيع المؤسسات على المزيد من التوظيف بسبب حصولها على رأس المال من خلال القروض وبيع المنتجات أكثر بسبب زيادة الانفاق وهو الأمر الذي يؤدي إلى القضاء على البطالة.

<sup>1</sup> Site Internet : <https://www.binance.vision/ar/economics/what-is-quantitative-easing> Consulté le: 12/07/2019.

## - الآثار السلبية لسياسة التيسير الكمي:

- مما لا شك فيه ان لسياسة التيسير الكمي آثار ونتائج سلبية يمكن ايجاز أهمها فيما يلي:<sup>1</sup>
- إن تطبيق سياسة التيسير الكمي بشكل غير فعال يؤدي الى ارتفاع معدلات التضخم؛ حيث ان ارتفاع الكتلة النقدية في الاقتصاد يؤدي الى ارتفاع الاسعار وهو الامر الذي يتسبب في تدهور الكفاءة الاقتصادية للدول المطبقة لهذه السياسة؛
  - إن انخفاض سعر الفائدة نتيجة استخدام سياسة التيسير الكمي قد يؤدي بالعائلات الى الاتجاه الى اكتناز أموالها عوض استثمارها في البنوك؛
  - اتجاه العائلات لاكتناز أموالها يضر بالبنوك التجارية بسبب انخفاض الودائع لديها وبالتالي انخفاض الاستثمارات وهو الامر الذي يتعارض مه أهداف سياسة التيسير الكمي التي تهدف الى تنشيط عجلة الاقتصاد.

## 5- قنوات تأثير سياسة التيسير الكمي في الاقتصاد

- مما لا شك فيه أن تطبيق سياسة التيسير الكمي له آثار على الاقتصاد الحقيقي بهدف معالجة الأزمات المالية أو التخفيف من حدتها وهذه الآثار تكون عبر مجموعة من القنوات أهمها:<sup>2</sup>
- قناة توازن المحافظ المالية: حيث أن قيام البنك المركزي بشراء سندات طويلة الاجل تؤدي الى تقليل معدلات العائد عليها نتيجة لانخفاض العرض وبالتالي ارتفاع أسعارها

<sup>1</sup> Gregory Geore, L'examen des politique monétaire d'assouplissement quantitatif Travail de bachelor en vue l'otention de bachelor HES, Haut école de gestion Genève, 2016, P.P 9-11.

<sup>2</sup>. مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الازمات- تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية-، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 11، ديسمبر 2016، ص: 14-16. نقلا عن:

- Jens H.E Christinsen and James M.Gillan,Does quantitative easing affect market liquidity?, Federal Reserve bank of San Francisco,USA,2015,p8.  
- Ines Bou Abdallah,The transmission mechanism for quantitative easing –Evidence from the United States at the zero lower bound-,thesis , supervisor Master specialization international economics,Eramus university Rotterdam,2015,p34.

- فيلجأ المستثمرين الى شراء سندات مشابهة في الخصائص من حيث المخاطرة ومدة الاستحقاق وهو ما يخفض من معدل العائد على الأصول المالية الأخرى.
  - **قناة الندرة:** فالزيادة في شراء السندات الحكومية طويلة الأجل تؤدي الى ارتفاع أسعارها وفي المقابل انخفاض أسعار الأصول الأخرى وثبات العائد يؤثر على عرض السندات وهو الأمر الذي يؤدي الى الاتجاه نحو الأصول قصيرة الأجل.
  - **قناة السيولة:** وذلك بتوفير السيولة من قبل البنك المركزي للبنوك الأخرى مقابل الأصول طويلة الأجل وهو ما يساهم في اقبالهم على زيادة تقديم القروض للمستثمرين من أفراد وشركات.
  - **قناة التضخم:** فضخ السيولة من خلال سياسة التيسير الكمي يؤدي الى ارتفاع التضخم المتوقع في المستقبل وهو ما يحفز المستثمرين على الاستثمار في الوقت الحالي.
  - **قناة علاوة الأمان:** فزيادة الطلب على علاوة الأمان المدفوعة على الأصول طويلة الأجل يخفض الطلب على هذه الأصول عند تطبيق سياسة التيسير الكمي، فينخفض عرض علاوة الأمان بسبب انخفاض عرض الأصول طويلة الاجل وبالتالي اتجاه المستثمرين نحو الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي باعتباره أكثر امانا.
- إن الهدف الأساسي من سياسة التيسير الكمي هو معالجة الازمات المالية أو على الأقل التخفيف من حدتها خاصة في حالة وجود الكساد؛ فزيادة الكتلة النقدية المتداولة يؤدي الى زيادة الطلب الكلي وبالتالي تحقيق نسبة معينة من التضخم المستهدف وتحريك عجلة الاقتصاد، ولكن يشترط في تحقيق هذا الهدف الفعالية في تطبيق التيسير الكمي؛ فقد يؤدي سوء تسيير هذه السياسة عن طريق ضخ الكتلة النقدية في الاقتصاد بشكل عشوائي الى نتائج غير متوقعة، كارتفاع الأسعار بشكل كبير وهو ما يؤدي الى الخروج من دائرة الكساد والدخول في دائرة التضخم المفرط أو ارتفاع كبير في معدل التضخم أكبر من المعدل المستهدف وهو ما يعتبر أزمة أخرى من الأزمات المالية.

## الفرع الثاني: التيسير النوعي

هو أداة أخرى من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، كما أنه في بعض الأحيان يمكن اعتبارها نوع من أنواع التيسير الكمي أو هو حالة خاصة للتيسير الكمي، وفي ظل هذه يقوم البنك المركزي بتركيز أصوله على السندات بدلا من زيادة الكتلة النقدية<sup>1</sup>؛ حيث يقوم البنك المركزي بشراء سندات أو أسهم خاصة أو عمومية، مما يؤدي الى ارتفاع جانب الخصوم في البنك المركزي من خلال اصدار السيولة وبالتالي ارتفاع أسعار الأصول، ومن انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتحفيز الاقتصاد عن طريق تشجيع الاستثمارات.

تهدف أداة التيسير النوعي الى التخفيف من علاوات المخاطر وهو ما من شأنه أن يخفف الاستثمارات؛ إلا أنه ومع اشتراط البنوك المركزية ل ضمانات كافية الا انه في غالب الأحيان تجد في حوزتها أوراق أكثر خطورة من الأوراق المستخدمة في التيسير الكمي.

إن أداة التيسير النوعي تسمح ببعث الطلب على السيولة من خلال تخفيض العلاوات المفروضة؛ وبالتالي تكون هذه الأداة غير فعالة إذا كانت احتياجات التمويل مرتفعة، وعليه تكون أداة التيسير النوعي أقل فعالية عندما يكون هناك طلب مباشر للسيولة من طرف الشركات والمؤسسات المالية عبر اصدار أسهم وسندات، على عكس أداة التيسير الكمي التي تكون أكثر فعالية في إعادة الثقة الى البنوك التي عادة ما تكون أكثر المتضررين من الأزمات المالية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>Alexandre Gaillard, **les politiques monétaires non conventionnelles, Approches Monétariste et Neo-Wicksellienne**, Mémoire d'étude économique Institut d'économie et de management de Nantes (IGMN), Université de Nantes, 2013-2014, p.7. sur Site Internet : [https://www.researchgate.net/profile/Unknown\\_Unknown17/publication/262424334\\_Les\\_politiques\\_monetaires\\_non\\_conventionnelles\\_approches\\_Monetariste\\_et\\_Neo-Wicksellienne/data/0f317537b62b0e059c000000/Memoire-Les-politiques-monetaires-non-conventionnelles.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Unknown_Unknown17/publication/262424334_Les_politiques_monetaires_non_conventionnelles_approches_Monetariste_et_Neo-Wicksellienne/data/0f317537b62b0e059c000000/Memoire-Les-politiques-monetaires-non-conventionnelles.pdf)

<sup>2</sup>. محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلاوي، الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1 جوان 2019، ص: 214 نقلا عن: site internet : [www.blog-illudio.com/article-l-assouplissement-qualitatif-111250716.html](http://www.blog-illudio.com/article-l-assouplissement-qualitatif-111250716.html)

### الفرع الثالث: أسعار الفائدة المنخفضة والسالبة

يعتبر سعر الفائدة الأداة الأساسية للتأثير على العرض النقدي وبالتالي تحقيق المؤشرات الاقتصادية المستهدفة، فعندما يكون في الاقتصاد ظاهرة التضخم وارتفاع الأسعار يرفع البنك المركزي سعر الفائدة لجعل الاقتراض أكثر تكلفة، وهو ما يؤدي الى تخفيض العرض النقدي، والعكس عندما يكون الاقتصاد في حالة ركود، فإن البنك المركزي يخفّض من سعر الفائدة؛ لتشجيع الإقراض وتوسيع عرض النقد.

#### 1- تعريف أداة سعر الفائدة المنخفضة

هي إجراء يقوم من خلاله البنك المركزي بخفض معدل الفائدة عند ملاحظة وجود بطء في معدلات النمو الاقتصادي من اجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل الى مرحل الانتعاش الاقتصادي<sup>1</sup>، وعلى هذا الأساس يلتزم البنك المركزي بالحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي قريب من الصفر لفترة معينة في إطار سياسة نقدية غير تقليدية وتوسعية، مع الإعلان عن مستوى تضخم مستهدف أعلى من السابق الذي كان سائدا في فترة الازمة والكساد<sup>2</sup>. فمن المتعارف عليه أن بعض البنوك المركزية للدول تقوم باتباع سياسة استهداف التضخم؛ حيث يتم ضبط وتعديل سعر الفائدة لتحقيق مستوى الأسعار المستهدف<sup>3</sup>.

إن أول استخدام لأداة سعر الفائدة السالبة كان في السويد عام 2008؛ حيث فرض المصرف المركزي السويدي رسوما على الأموال المودعة لدى المصارف التجارية بالنسبة لبعض الحسابات التي يزيد رصيدها عن الاحتياطات المطلوبة، وفي عامي 2009 و2010 استخدمت السويد أسعار

<sup>1</sup>. نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة، "فاعلية ادوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الاوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الاوروبية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد 44، 2010، ص: 317.

<sup>2</sup>. Tabatoshi LTO, « zero interest rate policy (ZIRP) and quantitative (QE) », macroeconomic stability and financial regulation : Key Issues for G20, edited by : Xavier freixas and Richard portes, 2 march 2009, PP : 67-74.

<sup>3</sup>. صاري على، "السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف"، مرجع سابق، ص 67،

الفائدة السلبية بمعدل - 1.1% لمنع تدفق ما يعرف بـ Hot Money وهي رؤوس الأموال التي تتدفق من دولة إلى أخرى للحصول على مكاسب من تغير سعر الفائدة، وهذا النوع من الأموال يؤدي إلى عدم استقرار في السوق، ثم طبقت بعد ذلك في الدنمارك وسويسرا بهدف التعامل مع تدفق رؤوس الأموال التي تأتي من الاتحاد الأوروبي وذلك بسبب انخفاض سعر صرف اليورو، كما ان اليابان بدء باستخدام معدلات الفائدة السلبية منذ 2016<sup>1</sup>.

يمكن القول أن معدلات الفائدة السالبة لا تكون على ودائع الافراد لدى البنوك التجارية وانما على ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي، وبعبارة أخرى تتحول الفائدة السلبية الى أداة عقابية فبدلا من أن يدفع البنك المركزي فائدة على ودائع البنوك لديه؛ فانه يحصل على عمولة على الاحتفاظ بهذه الودائع.

## 2- دوافع استخدام سعر الفائدة السالبة:

يعتبر سعر الفائدة المتغير الاقتصادي الذي يربط المقرضين بالمقترضين، فالمصارف تعمل على اقرض أموالها من أجل الفائدة، وبما ان المصارف تكون تحت سيطرة البنك المركزي فان هذا الأخير يقوم في بعض الأحيان باتخاذ سياسة نقدية غير تقليدية من بينها تطبيق سعر الفائدة الصفرية و السلبية؛ أي يفرض على المصارف أن تقوم بإقراض أموالها بفائدة صفرية بهدف تحفيز المستثمرين على الاقتراض وتشجيع النشاط الاقتصادي، وفي حالة عدم توظيف أموالها من خلال اقرضها أو استثمارها في النشاط الاقتصادي فان البنك المركزي سيفرض فائدة أقل من الصفر على المصارف؛ أي ستقوم هذه الأخيرة بدفع فائدة الى البنك المركزي في حالة الاحتفاظ بأموالها وهو ما يعرف بالفائدة السلبية<sup>2</sup>. كما تسعى البنوك المركزية الى تحقيق عدة أهداف من

<sup>1</sup>. الموقع الالكتروني: <http://katehon.com/ar/article/mdlt-lfyd-lsby-nwn-nhyr-lqtsd-llmy> تاريخ الزيارة: 2018/12/31.

<sup>2</sup>. حامد عبد الحسين الجبوري، "الفائدة السلبية مفهومها وتأثيرها وتطبيقها"، مركز الفرات للتنمية والدراسات الاستراتيجية، 2016، على الموقع الالكتروني: <http://sudaneseonline.com/board/7/msg> تاريخ الزيارة: 2018/12/31.

وراء تطبيق سعر الفائدة الصفرية والسالبة الى زيادة عرض الائتمان وزيادة معدلات التضخم من خلال تحفيز الطلب ومعالجة البطالة المرتفعة<sup>1</sup>.

## 6- آثار تطبيق الفائدة السالبة على الاقتصاد:

إن تطبيق أداة سعر الفائدة السالبة ينتج عنه آثار إيجابية وأخرى سلبية على الاقتصاد يمكن ابراز أهمها في النقاط التالية:<sup>2</sup>

### - الآثار الإيجابية:

- قيام البنك المركزي بفرض فائدة سالبة على المصارف مقابل احتفاظها بالأموال يؤدي الى جعل الكفاية الحدية لرأس المال أعلى ما يمكن وأيضاً يعتبر كرد فعل للمدخرين (أفراد ومصارف) نتيجة لعدم توظيف مدخراتهم في النشاط الاقتصادي؛
- إن زيادة الكفاية الحدية لرأس المال والتخلص من تكاليف الادخار يؤدي الى زيادة الطلب على اليد العاملة وبالتالي زيادة انتاج السلع والخدمات ونمه تحقيق النمو الاقتصادي؛
- مع زيادة انتاج السلع والخدمات تتخفض الأسعار وينخفض التضخم، وتحقيق تلبية للطلب المحلي ومنه تشجيع التصدير وبالتالي تحسين ميزان المدفوعات وهي تعتبر من أهداف الاقتصاد الكلي التي تسعى كل الدول الى تحقيقها؛
- تحسين الدخل والارباح سيتمكن الدول من فرض الضرائب عليها لتمويل النفقات العامة.

<sup>1</sup>. محمد إبراهيم السقا، معدلات الفائدة السالبة مرة أخرى، على الموقع الالكتروني:

<sup>2</sup>. حامد عبد الحسين الجبوري، مرجع سابق. ص: 15. <https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2015/03/20/-html> ، تاريخ الزيارة: 01/01/2019.

## - الآثار السلبية:

في حال تطبيق سعر فائدة سلبية مع عدم توفر بيئة استثمارية مناسبة تشجع المستثمرين على الاقتراض وعدم وجود جهاز انتاج مرن، سيؤدي هذا الاجراء الى آثار اقتصادية معاكسة؛ حيث ان الأموال المتحصل عليها ستوجه الى الاكتتاز، او تهاجر دوليا الى البيئة المناسبة لها؛ الامر الذي يؤدي الى تخفيض انتاج السلع والخدمات وبالتالي ارتفاع أسعارها وحدوث التضخم وينخفض النمو الاقتصادي وحدوث عجز في ميزان المدفوعات، كما ستؤثر الفائدة السلبية على الموازنة العامة في ظل عدم مرونة جهاز الإنتاج وبالتالي انخفاض الدخل والارباح كنتيجة لانخفاض الكفاية الحدية لراس المال وعدم قدرة الدولة على استيفاء الضرائب وبالتالي انخفاض الإيرادات العامة.

## الفرع الرابع: أداة توجيه استباقات المتعاملين (FG) Forward guidance

ترتكز هذه الأداة على ارسال إشارات إلى المتعاملين الاقتصاديين في الأسواق تخبرهم باتجاهات أسعار الفائدة في المستقبل، بعبارة أخرى يتم الإعلان من قبل البنك المركزي عن اتجاهات أسعار الفائدة في المستقبل، واستوحيث هذه الفكرة من نماذج الاقتصاد الكينزي الجديد NEK\* والتي من خلالها يتم استباق المتعاملين لارتفاع المستوى العام للأسعار الامر الذي يؤدي الى تحفيزهم على رفع انفاقهم الحقيقي الحالي.

حسب الاقتصادي Woodford فان أهمية أداة توجيه استباقات المتعاملين تبرز من خلال

عاملين هما:<sup>1</sup>

\* Nouvelle Economie Keynésienne

<sup>1</sup>. محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلادي، مرجع سابق ص: 215، نقلا عن:

Michael Woodford, **Methods of policy accomandation at the rate lower bound, in The Charning Policy Land space**, symposium organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, 2012.

- **الأول:** إذا حاولت البنوك المركزية إقناع المتعاملين بأن السياسة النقدية ستكون أكثر مرونة من التي سائدة حالياً فإن مستوى المعدلات المرتفعة خلال الفترة الحالية ستكون أقل ضرراً على النشاط الاقتصادي في المدى القصير؛
  - **الثاني:** ان التزام السلطات النقدية بتنفيذ قراراتها بفضل أداة توجيه استباقات المتعاملين FG يعزز من مصداقيتها ومن صحة الاستباقات.
- الهدف من هذه الأداة هو الإبقاء على أسعار الفائدة في ظل الظروف الاستثنائية منخفضة نتيجة الإعلان عن معدلات الفائدة المستقبلية وهو الامر الذي يؤدي الى خفض تكلفة القروض وإعادة تنشيط الاقتصاد.

### المطلب الثاني: أهم التجارب العالمية في استخدام السياسة النقدية غير التقليدية

#### الفرع الأول: التجربة اليابانية

مع نهاية التسعينات استخدم البنك المركزي الياباني سياسة نقدية توسعية من خلال تخفيض سعر الفائدة الحقيقي إلى الصفر؛ إلا أن معدلات الاقتراض من قبل الافراد بقية متدنية، فاتجه بنك اليابان الى توليد بهدف تحقيق الانتعاش الاقتصادي من خلال مجموعة من التدابير أهمها:<sup>1</sup>

- الشراء المباشر للأصول المالية المتعثرة من البنوك؛
- الإقراض المباشر للشركات الحكومية؛
- شراء الأوراق التجارية والديون الأخرى وحقوق الملكية من الشركات؛
- التوقف عن اصدار السندات الحكومية لتمويل متطلبات اقتراض القطاع العام وقيام الحكومة بالاقتراض المباشر من البنوك.

<sup>1</sup>. عمر عبو، كمال فسول، مرجع سابق، ص 56، نقلا عن:

عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 02، المجلد 04، جامعة كركوك، العراق، 2014، ص: 126-127.

كما أن السياسة النقدية للبنك المركزي الياباني اعتمدت على ثلاث ركائز هي:<sup>1</sup>

- المحافظة على عرض جيد من السيولة باستخدام أرصدة الحساب الجاري لدى البنك؛
- المحافظة على عرض جيد من السيولة بهدف زيادة مؤشر أسعار المستهلك الأساسية؛
- زيادة المشتريات الحالية من السندات الحكومية طويلة الاجل عندما تكون هناك حاجة للسيولة.

ومن خلال الجدول الموالي يمكن توضيح العمليات قصيرة الاجل التي قام بها البنك المركزي الياباني في ظل السياسة النقدية غير التقليدية (ترليون ين)

الجدول رقم (01): العمليات قصيرة الأجل لبنك اليابان

العمليات	2004	2003	2002	2001	2000
صافي الأرصدة القائمة للعمليات قصيرة الأجل	58	48	56.77	56.8	47.5
احتياطات الأموال قصيرة الأجل	59.1	48	58.4	58.1	50.7
مشتريات السندات الحكومية مع اتفاقيات إعادة الشراء	2.8	3.3	3.7	11.5	43.2
مشتريات الحوالات الفورية	32.1	23.8	28	20.7	4
مشتريات الأوراق التجارية مع اتفاقيات إعادة الشراء	2.7	2.8	3.8	3.6	3.6
المشتريات الفورية من أدوات الخزينة وأوراق مالية	17.5	18	22.8	21.4	-
المشتريات الفورية من الأوراق المالية المضمونة بالموجودات	0.1	0.1	-	-	-
تسديد الأموال قصيرة الاجل	1.1	-	1.7	0.3	3.2

المصدر: عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، مرجع سابق، ص ص: 127-128.

في ظل السياسة النقدية غير التقليدية حافظ البنك المركزي الياباني على معدلات الفائدة قصيرة الاجل قريبة او تساوي الصفر، بالإضافة الى ادا التيسير الكمي لتوفير السيولة للبنوك وتشجيعها على الإقراض وتجنب خطر نقص السيولة، كما قام البنك المركزي الياباني بشراء سندات حكومية لضبط معدلات الفائدة عند الصفر.

<sup>1</sup>. عمر عيو، كمال قسول، مرجع سابق، ص 56.

## الفرع الثاني: التجربة البريطانية

استفاد بريطانيا من حرية أكبر في تطبيق سياستها النقدية وذلك لأنها ليست عضو في منطقة اليورو، وكغيره من البنوك المركزية في العالم تبنى إنجلترا سياسة نقدية غير تقليدية لمواجهة تداعيات أزمة 2008 وتمثلت أهم أدوات هذه السياسة فيما يلي:<sup>1</sup>

- برنامج لشراء الأصول من قبل بنك إنجلترا دخل حيز التنفيذ مارس 2009 وبلغت قيمته حتى نوفمبر 2012 حوالي 375 مليار جنيه إسترليني وهو يعتبر أكبر إجراء غير تقليدي اتخذه بنك إنجلترا من خلال شراء سندات الخزينة البريطانية المتوسطة وطويلة الأجل؛ حيث بلغت قيمتها حوالي ربع الناتج الداخلي الخام السنوي وهذا بهدف خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل من أجل تحسين شروط الإقراض داخل الأسواق البريطانية وكل هذا في ظل سياسة التيسير الكمي؛
- قام بنك إنجلترا بتبني احتياطي من السيولة موجه للاستجابة للضغوطات ذات الطابع المتزايد يتم تقديمها في شكل خطوط سيول تفتح بشكل شهري وهو ما يعرف بـ Extended Collateral Term Repo Facility؛
- اتخذ بنك إنجلترا منذ جويلية 2012 إجراء آخر غير تقليدي وهو السماح للبنوك بالحصول على التمويل بمعدلات فائدة أقل عن معدلات الفائدة السائدة في السوق وهذا كرد فعل لاشتداد أزمة منطقة اليورو، ويختلف هذا الإجراء عن إجراء إعادة التمويل على المدى الطويل الذي تبناه البنك المركزي الأوروبي في كونه مرتبط بالقروض التي تمنحها البنوك للمؤسسات، كما سمح أيضا بخفض معدلات التمويل على المدى الطويل وكذلك معدلات القروض العقارية. ومن خلال الجدول الموالي يمكن توضيح أهم عمليات التيسير الكمي التي قام بها بنك إنجلترا.

<sup>1</sup>. محمد الأمين طالب، مرجع سابق، ص 164-165.

الجدول رقم (02): عمليات التيسير الكمي لبنك إنجلترا

التاريخ	القيمة (مليار أورو)	نوع الأصول المشتراة
سبتمبر 2009	150	سندات الخزينة وكمية محدودة من الأوراق المالية ذات الجودة العالية التي يصدرها القطاع الخاص
أكتوبر 2010	75	
ديسمبر 2010	50	
فيفري 2012	50	
جويلية 2012	50	
المجموع	375	

المصدر: عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، مرجع سابق، ص ص: 131.

## خلاصة الفصل الأول

من خلال معالجتنا لموضوع السياسة النقدية غير التقليدية في هذا الفصل تبين لنا أن هذه الأخيرة ورغم تطبيقها لأول مرة في اليابان في 2001 إلا أنها بدأت تظهر للعيان بعد الأزمة المالية العالمية 2008؛ حيث اتجهت العديد من البنوك المركزية العالمية كالبنك الاحتياطي الأمريكي وبنك إنجلترا إلى اتباع أدوات غير تقليدية في تسيير السياسة النقدية، من أجل دفع عجلة النمو الاقتصادي وتجنب الانهيار المالي وخفض مستويات البطالة، وقد تمثلت هذه الأدوات في الأساس سياسة التيسير الكمي والنوعي وسياسة سعر الفائدة المنخفضة.

الفصل الثاني:

منطقة اليورو

## تمهيد:

يمثل الاتحاد الأوروبي نموذجاً واقعياً لنجاح التجارب التكاملية الاقتصادية على الصعيد العالمي عموماً وفي القارة الأوروبية خصوصاً؛ حيث يُعتبر نتاج عملية اندماج وتكامل بين دول تختلف عن بعضها البعض في اللّغة والثقافة والتاريخ، بالإضافة إلى الصراعات التي كانت بينها في السابق خاصة خلال الحربين العالميتين الأولى والثانية، وقد سعت أوروبا ولازالت تسعى لتصبح قوة اقتصادية وسياسية عالمية.

وتعتبر منطقة اليورو التي تضم مجموعة من دول الاتحاد الأوروبي التي تتعامل العملة الموحدة اليورو، القوة الاقتصادية الثانية في العالم بعد الولايات المتحدة الأمريكية؛ كما يعتبر البنك المركزي الأوروبي المصرف المركزي المسؤول عن تحديد الخطوط العريضة للسياسة النقدية في منطقة اليورو.

وعليه سنقوم في هذا الفصل بتسليط الضوء على منطقة اليورو من خلال التطرق أولاً إلى مراحل تأسيس الاتحاد الأوروبي باعتباره الخطوات الأولى نحو تأسيس اتحاد نقدي (منطقة عملة موحدة) هذا في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فسيخصص لعرض مراحل تأسيس منطقة اليورو مع الإشارة الى الجانب النظري للاتحادات النقدية، والمبحث الثالث والأخير سنتناول فيه مراحل تأسيس منطقة اليورو للوصول الى العملة الأوروبية الموحدة "اليورو".

## المبحث الأول: مراحل تأسيس الاتحاد الأوروبي

تعود فكرة إنشاء التكتل الاقتصادي الأوروبي إلى عام 1833 عندما تمَّ إنشاء اتحاد "زول فراين" ليضمَّ المقاطعات الألمانية، وقد كانت جهود مستشار ألمانيا تعمل على تحقيق الوحدة الألمانية، بالإضافة إلى قيام القادة الأوروبيين بالعمل على تحقيق الوحدة الأوروبية باستخدام العامل العسكري. وبعد الحرب العالمية الثانية بدأت الدول الأوروبية تفكر في أسلوب آخر لتحقيق الوحدة الأوروبية وذلك اعتماداً على الأفكار الاقتصادية بدلاً من الأفكار السابقة القائمة على فرض الوحدة عن طريق الحروب<sup>1</sup>.

ويمكن اعتبار التكتل الاقتصادي الأوروبي من أنجح التكتلات الاقتصادية في العالم، وهذا بالنظر إلى ما حققه طيلة مسيرته التكاملية، فُوصوله إلى ما هو عليه اليوم هو نتاج لجهود مبذولة، وأهداف مسطرة، وخطط منقّدة، بالمرور بمراحل عديدة ابتداء من إقامة اتحاد جمركي بين هولندا وبلجيكا ولوكسمبورغ والتي تعرف بدول البنيلوكس (BENELUX) وبين كل من إيطاليا وفرنسا وألمانيا الغربية، وبعدها إقامة السوق الأوروبية المشتركة (الجماعة الاقتصادية الأوروبية)، وصولاً إلى الإعلان عن قيام الاتحاد الأوروبي بموجب معاهدة ماستريخت (1992)، والتي تضمنت أيضاً مراحل إقامة الوحدة النقدية الأوروبية والتعامل بالعملة الموحدة اليورو (EURO).

<sup>1</sup>. محسن الخضيرى، اليورو: الإطار الشامل والكامل للعملة الأوروبية الوحيدة، الطبعة الأولى، القاهرة: مجموعة النيل العربية، 2002، ص. 81-82.

## المطلب الأول: الاتحاد الجمركي الأوروبي

بموجب اتفاقية روما الموقعة في 25 مارس 1957، تمّ الاتفاق على إقامة اتحاد جمركي بين دول البنيلوكس\*، وبين كل من ألمانيا الغربية وفرنسا وإيطاليا<sup>1</sup>، ومن أهم بنود اتفاقية روما فيما يخص إقامة اتحاد جمركي ما يلي<sup>2</sup>:

- إزالة الرسوم الجمركية ونظام الحصص بين الدول الأعضاء؛
- توحيد التعريفات الجمركية التي تتعامل بها الدول الأعضاء في الاتحاد الجمركي مع باقي الدول، ووضع سياسة موحدة في مجال التجارة الخارجية؛
- إزالة العوائق التي تحول دون انتقال الأشخاص والسلع ورؤوس الأموال بين الدول الأعضاء؛

بالإضافة إلى اتخاذ الإجراءات التي تسمح بالتنسيق بين السياسات الاقتصادية والاجتماعية بين الدول الأعضاء. كما تمّ الاتفاق على إقامة سوق مشتركة أوروبية بين الدول الستة وهذا لتحقيق الوحدة الاقتصادية الكاملة على المدى البعيد<sup>3</sup>، ويكون إنشاء السوق الأوروبية المشتركة

---

\*. عقدت معاهدة البنيلوكس في 5/9/1944 مستهدفة إقامة اتحاد جمركي بين الدول الثلاث، وتم تعديلها في 14/3/1947 لإنشاء اتحاد جمركي وبدأ تنفيذه في عام 1948، وكان يهدف إلى تسهيل حركة السلع الزراعية ضمن حدود دنيا للأسعار، وكان هذا مقدمة لوضع سياسة زراعية موحدة للمجموعة، و(Benelux) كلمة مركبة من الحروف الأوائل لأسماء ثلاث دول:

Belgium (بلجيكا) :Be

Netherlands (الأراضي الواطنة) إشارة إلى هولندا :Ne

Luxemburg (لكسمبورغ) :Lux

<sup>1</sup>. Étienne Farvaque, Gaël Lagadec, **Intégration Économique Européenne : problèmes et analyses**, 1<sup>ère</sup> édition, Bruxelles : De Boeck, 2002, P.34.

<sup>2</sup>. نبيل حشاد، "الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي: من الفكرة إلى اليورو"، الكويت: سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 55، 1998، ص. 11.

<sup>3</sup>. عمر حسين، التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر: النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الفكر العربي، 1998، ص. 148.

وفقاً لاتفاقية روما تدريجياً على ثلاث مراحل، على ألا يتم الانتقال من مرحلة إلى أخرى إلا إذا تحققت أهداف المرحلة الأولى بالكامل، وقد تمّ تحديد أهداف كل مرحلة كما يلي<sup>1</sup>:

- **المرحلة الأولى (1957-1961):** يتم فيها تخفيض الرسوم الجمركية بين الدول الأعضاء بنسبة 10% في السنة الأولى، وتخفض بعد عام ونصف بنسبة 10% كذلك، ثم تخفض أيضاً بالنسبة نفسها في خلال سنة 1961\*؛

- **المرحلة الثانية (1961-1965):** تهدف إلى الاستمرار في تخفيض الرسوم الجمركية بعد عام ونصف من بداية هذه المرحلة بـ 10%، ثم بعد عام ونصف تخفض بنفس النسبة، ثم تخفيض ثالث بالنسبة ذاتها في نهاية المرحلة، أي خلال سنة 1965؛

- **المرحلة الثالثة:** يتم في هذه المرحلة تحديد نسبة ووقت التخفيض من قبل اللجنة التنفيذية لدول السوق الأوروبية المشتركة؛ وذلك بهدف الإلغاء الكامل للرسوم الجمركية بين الدول الأعضاء، بالإضافة إلى تطبيق تعريف جمركية موحدة في نهاية هذه المرحلة.

لقد تمّ تنفيذ أهداف المرحلة الأولى قبل موعد نهايتها بسنة، أي في 1960، هذا يعني أنه تمّ اختصار سنة ونصف في انجاز أهدافها؛ وبالتالي أدى هذا التطور في المرحلتين إلى استكمال إقامة اتحاد جمركي في منتصف 1968<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: السوق الأوروبية المشتركة

عرف الاقتصاد العالمي خلال سنوات السبعينات مشكلات عديدة أهمها مشكلة "الركود التضخمي" (*Stagflation*) في نهاية عام 1973، بالإضافة إلى الاضطرابات في النظام النقدي الدولي نتيجة انهيار نظام بريتون وودز، هذه الأحداث أثرت سلباً على دول المجموعة الأوروبية؛

<sup>1</sup>. نبيل حشاد، مرجع سابق، ص. 12.

\*. أما فيما يخص حصص الاستيراد فإنه يتم إلغاؤها على مدار المراحل الثلاث؛ ولكن نسبة التخفيض هي 20% بدلاً من 10% بالنسبة للرسوم الجمركية.

<sup>2</sup>. محمد محمود الإمام، التكامل الاقتصادي الإقليمي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، القاهرة: معهد البحوث والدراسات العربية، 2009، ص: 200-201.

حيث انخفضت معدلات النمو الاقتصادي، وارتفعت معدلات البطالة، بالإضافة إلى ضعف القدرة التنافسية لدول المجموعة مقارنة مع دول أخرى كاليابان والولايات المتحدة الأمريكية، لذا اتفقت الدول الأوروبية الممثلة في بلجيكا، هولندا، لكسمبورغ، ألمانيا الغربية، فرنسا، إيطاليا، على استكمال ما نصت عليه اتفاقية روما من أجل إقامة سوق أوروبية مشتركة، ومن أهم بنود الاتفاقية التي تخص إقامة هذه السوق ما يلي<sup>1</sup>:

- حرية انتقال السلع وذلك بإلغاء الضرائب والرسوم الجمركية بين الدول الستة السالفة الذكر؛
- حرية انتقال الأشخاص ورؤوس الأموال؛
- توحيد أسس التجارة الخارجية والسياسات النقدية والاجتماعية بين الدول الأعضاء؛
- إقامة بنك استثمار أوروبي لدعم النمو الاقتصادي.

ويتمثل الهدف الأساسي من إقامة سوق أوروبية مشتركة في تطوير النشاط الاقتصادي، وتعزيز العلاقات الاقتصادية بين الدول الأعضاء، وقد تمّ توسيع عضوية الجماعة الاقتصادية الأوروبية بانضمام أعضاء جدد، وذلك عبر المراحل التالية<sup>2</sup>:

- بموجب اتفاقية بروكسل المنعقدة في 22 جانفي 1973، نجحت كل من بريطانيا، وإيرلندا، والدنمارك في الانضمام إلى الجماعة الاقتصادية الأوروبية بعد تقديمهم لطلب الانضمام، وبالتالي أصبح عدد الأعضاء تسعة دول؛
- في 1981 انضمت اليونان، وفي 1986 توسعت عضوية الجماعة الاقتصادية الأوروبية بانضمام كل من إسبانيا والبرتغال، ليصبح عدد الدول الأعضاء 12 دولة؛

<sup>1</sup>. عبد الوهاب رميدي، التكتلات الاقتصادية الإقليمية في عصر العولمة وتفعيل التكامل الاقتصادي في الدول النامية -دراسة تجارب مختلفة-، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، 2007/2006، ص. 42، نقلاً عن:

يسرى الجوهري، "دراسات في جغرافيا الموارد الاقتصادية"، الإسكندرية: منشأة المعارض، 1975، ص. 33.

<sup>2</sup>. عبد الوهاب رميدي، مرجع سابق، ص. 43-44.

- في أبريل 1995 انضمت ثلاث دول هي: النمسا، فنلندا، السويد، ليصل عدد الدول الأعضاء في السوق الأوروبية المشتركة 15 دولة عضو.

### المطلب الثالث: التأسيس المباشر للاتحاد الأوروبي

يعود التأسيس المباشر للتكتل الاقتصادي الأوروبي إلى معاهدة ماستريخت (*The treaty of meastricht*) التي عقدت بمدينة ماستريخت الهولندية في ديسمبر 1991، لأن هذه الاتفاقية حددت مسيرة الاتحاد الأوروبي منذ عام 1992، لذلك فهي تعتبر منعرجاً حاسماً في مسيرة التكتل الاقتصادي والنقدي الأوروبي.

وقد قامت الدول الأوروبية ببذل مجهودات كبيرة في سبيل التوصل إلى نتائج معاهدة ماستريخت، ومن بين هذه النتائج تحديد مراحل إقامة التكامل النقدي الأوروبي، حسب ما جاء في تقرير لجنة ديلور (*Dalors Committee*) في أبريل 1989، والتي حددت ثلاث مراحل أساسية للتوصل إلى الوحدة النقدية الأوروبية<sup>1</sup>:

- **المرحلة الأولى:** تبدأ في 1990 وتتضمن استكمال الإجراءات اللازمة لتحقيق التنسيق والتعاون الاقتصادي من إقامة سوق مشتركة مع نهاية عام 1992، والعمل على مشاركة كافة عملات الدول الأعضاء في آليات سوق الصرف؛
- **المرحلة الثانية:** تبدأ في 1994 ويتم من خلالها إنشاء نظام البنوك المركزية الأوروبية؛ من أجل الانتقال من مجرد تنسيق بين السياسات النقدية المستقلة لكل دولة من دول التكتل الاقتصادي الأوروبي إلى تطبيق سياسة نقدية موحدة، عن طريق قيام الدول الأعضاء بتنفيذ سياسات اقتصادية تهدف إلى تحقيق التقارب بين معدلات الأداء الاقتصادي خاصة فيما يتعلق بمعدل التضخم، نسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج

<sup>1</sup>. نيبيل حشاد، مرجع سابق، ص. 17-18.

المحلي الإجمالي، نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، أسعار الفائدة طويلة الأجل؛

- المرحلة الثالثة: تمتد في فترة تتراوح ما بين 1997 إلى 1999، يتم فيها تحديد أسعار صرف الدول الأعضاء في الوحدة النقدية الأوروبية بشكل نهائي، على أن يتم التعامل بعدها بعملة موحدة هي "اليورو".

وبعد ثماني سنوات من توقيع معاهدة ماستريخت، عقدت معاهدة (Nice) في ديسمبر 2000، من أجل استكمال تأسيس التكتل الاقتصادي الأوروبي بالتطرق إلى كافة الشؤون الحكومية الأساسية للدول الأعضاء منها: الأمن، العدل، الصحة والتعليم... وغيرها من الشؤون الأخرى، وقد أعلن عن تنفيذ المعاهدة في ديسمبر 2003<sup>1</sup>.

وفي ماي 2004 انضمت دولاً أخرى إلى الاتحاد الأوروبي هي: قبرص، مالطا، المجر، بولندا، وتشيك، وسلوفاكيا، وسلوفينيا، ولتوانيا، ولاتفيا، وأستونيا، وفي جانفي 2007 انضمت كل من بلغاريا ورومانيا، وبعدها أصبح الاتحاد الأوروبي يضم 28 دولة، ويمثل 494 مليون نسمة، وبناتج محلي إجمالي يقدر بـ 11 000 مليار يورو، يفوق نظيره في الولايات المتحدة الأمريكية بـ 10%<sup>2</sup>، وبعد خروج بريطانيا رسمياً من الاتحاد الأوروبي في 31 جانفي 2020 أصبح يضم 27 دولة.

ولا شك أن وجود الهياكل المؤسسية والتشريعية يكون قد لعب دوراً كبيراً في خلق التوازن السياسي وذلك بالحفاظ على السلطة الخاصة للدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي، وإيجاد

<sup>1</sup>. معروف هوشيار، تحليل الاقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، عمان: دار جرير للنشر والتوزيع، 2006، ص: 138.

<sup>2</sup>. Joseph E. Stiglitz, Carl E. Walsh, Jean-Dominique Lafay, **Principes d'économie moderne**, 3<sup>ème</sup> édition, Bruxelles : De Boeck Université, 2007, P.837.

مؤسسات فوق وطنية (*Super-national*)<sup>1</sup> من شأنها إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، والجدول الموالي يوضح مؤسسات الاتحاد الأوروبي الاقتصادي الأوروبي.

---

<sup>1</sup>. معروف هوشيار، مرجع سابق، ص. 141.

الجدول رقم (03): مؤسسات الاتحاد الأوروبي

المهام	المؤسسة
يعتبر الهيئة التشريعية بالنسبة لإقرار المسائل المتعلقة بالسوق الداخلية والبحث في مسائل انضمام دول جديدة للتكتل الاقتصادي الأوروبي	البرلمان الأوروبي
يضم رؤساء حكومات الدول الأعضاء، يهتم بالأمور السياسية وكذلك السياسة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي، له حق إصدار وسن التشريعات المختلفة	مجلس الاتحاد الأوروبي
مهمتها الإشراف على تطبيق القوانين والاتفاقيات التي تصدر عن المجلس الوزاري	اللجنة الأوروبية المشتركة (المفوضية العامة)
يمثل سلطة القرار النهائي يقوم باتخاذ القرارات بالنسبة للسياسة الخارجية والأمن المشترك، ويجتمع على مستوى الوزراء	المجلس الوزاري
هي السلطة القضائية داخل التكتل الاقتصادي الأوروبي وتختص بفض النزاعات التي تنشأ بين الدول الأعضاء	محكمة العدل الأوروبية
يمثل اتحاد بين اتحادات الصناعة وغرف التجارة للدول الأعضاء في المجموعة الأوروبية، له سلطات استشارية في عملية صنع القرار على مستوى هيئات المجموعة الأوروبية	المجلس الاقتصادي والاجتماعي
وهو مسؤول عن السياسة النقدية وإدارة العملة الأوروبية الموحدة Euro مركزه في فرانكفورت، يتمتع بالصلاحيات التي تعطي لأي بنك مركزي.	البنك المركزي الأوروبي
يساعد على تحقيق أهداف التكتل الاقتصادي الأوروبي الاقتصادية عن طريق دراسة المشاريع الاستثمارية، وتمويلها، ويتألف من الدول الأعضاء.	بنك الاستثمار الأوروبي

المصدر: صلاح الدين حسن السيسي، الاتحاد الأوروبي والعملة الأوروبية الموحدة: اليورو، السوق العربية المشتركة: الواقع والطموح، الطبعة الأولى، القاهرة: عالم الكتب، 2003، ص. 21-22.

لقد أثبت الاتحاد الأوروبي نجاحه في مجال تأسيس التكتلات الاقتصادية، من خلال تأسيسه لسياسات اقتصادية مشتركة بين الدول، وكذلك تبني العملة الأوروبية الموحدة "اليورو".

## المبحث الثاني: تأسيس منطقة اليورو

الوحدة النقدية بين مجموعة من الدول تعني اتفاق هذه الدول على تثبيت أسعار صرف عملاتها، أو استخدام عملة مشتركة من قبل هذه الدول، كما أن العملة الموحدة تتطلب إنشاء بنك مركزي موحد تُخوّل له صلاحية الإشراف على السياسة النقدية، ومنه فإن الاتحاد النقدي هو مجموعة من الترتيبات التي تسعى إلى تسهيل المدفوعات الدولية وذلك بإحلال عملة واحدة محل عملات دول الأعضاء.

قبل التطرق إلى الوحدة النقدية الأوروبية سنحاول الإشارة إلى الجانب النظري للاتحادات النقدية والمتمثل في "نظرية المناطق المثلى للعملات"، مع الإشارة إلى أهم التكاليف والمنافع الناتجة عن تشكيل منطقة عملة مثلى.

### المطلب الأول: الجانب النظري للاتحادات النقدية

#### الفرع الأول: نظرية المناطق المثلى للعملات

يمكن اعتبار منطقة مثلى للعملات على أنها فضاء اقتصادي لمجموعة من الدول تعمل على إقامة نظام صرف ثابت بالتعامل بعملة واحدة بدلاً من التعامل بعملات متعددة بأسعار صرف متغيرة<sup>1</sup>، وهناك أربع نظريات أعطت تفسيراً للمناطق المثلى للعملات نتطرق إليها في النقاط التالية:

<sup>1</sup>. Mathilde Lemoine, Philippe Madiès, Thierry Madiès, **Les grands questions d'économie et finance internationales**, Bruxelles : De Boeck, 2007, P. 346.

### 1-نظرية مندل (R. Mundell) 1961

حيث يرى مندل أن مجموعة من الدول تستفيد من إقامة نظام صرف ثابت (منطقة مثلى للعملة) إذا كانت حركة عوامل الإنتاج داخل المنطقة أكبر من حركتها خارج المنطقة<sup>1</sup>، وهناك بعض الشروط الواجب توافرها لضمان نجاح منطقة العملة المثلى كما حددها مندل، وهي<sup>2</sup>:

- أن تكون اقتصادات المنطقة ذات هياكل ودورات متشابهة لتجنب الصدمات غير المتماثلة (*Asymmetric Shocks*)؛
- أن تؤثر السياسة النقدية الموحدة في كافة الدول المكونة للمنطقة بالطريقة نفسها؛
- أن لا تكون هناك عقبات ثقافية أو لغوية أو قانونية تحول دون حركة العمالة من دولة إلى أخرى داخل المنطقة؛

### 2-نظرية ماكنون (McKinnon) 1963

يرى ماكنون أن نجاح منطقة العملة المثلى يتوقف على درجة انفتاح دول المنطقة على العالم الخارجي<sup>3</sup>، فإذا كانت درجة انفتاح دولة ما على العالم الخارجي كبير فإن هذه الدولة مؤهلة للاندماج في اتحاد نقدي، ويقترح ماكنون أن الدولة ذات الحجم الاقتصادي الصغير تكون عرضة للتقلبات الاقتصادية الدولية، وبالتالي يجب عليها أن تتبنى سياسة سعر صرف لعمالتها على أساس ارتباطها بعملة دولية قوية أو سلة من العملات حتى تتجنب الصدمات الاقتصادية.

### 3-نظرية كينين (Kenen) 1969

يعتبر كينين أن الشرط الأساسي لانضمام دولة ما للاتحاد النقدي هو درجة تنوع إنتاجها، كما يقترح أن تتبنى الدولة التي ليس لها تنوع في إنتاجها سياسة سعر صرف مرنة حتى تستطيع أن تخفف من الصدمات الخارجية؛ أما الدولة التي تتمتع بدرجة تنوع في إنتاجها فمن الأفضل

<sup>1</sup>. Mathilde Lemoine, Philippe Madiès, Thierry Madiès OpCit. P. 347.

<sup>2</sup>. نبيل حشاد، مرجع سابق، ص. 61.

<sup>3</sup>. Mathilde Lemoine, Philippe Madiès, Thierry Madiès, Op Cit, P. 348.

أن تتبع سياسة صرف ثابتة؛ لأن التنوع الهيكلي الإنتاجي يساعد على امتصاص الصدمات الخارجية ويعمل على التخفيف من آثارها السلبية، ومنه فإن الدول الأكثر تنوعاً في إنتاجها مؤهلة أكثر من غيرها لتكوين منطقة عملة مثلى<sup>1</sup>.

#### 4- نظرية كوبر (Cooper) 1977/ كندلبرغر (Kindleberger) 1986

حسب هذين الكاتبين فإن الاتحاد النقدي هو قبل كل شيء "اشترك جيد" يوضع من أجل العمل على أن تكون السياسة الاقتصادية لمختلف الحكومات المتقاربة، خاصة فيما يتعلق بالتضخم<sup>2</sup>.

بالنظر إلى نظرية المناطق المثلى للعملة يمكن القول أن الاتحاد النقدي الأوروبي لا يستوفي كل شروط النظرية لأن هناك اختلافات هيكلية في اقتصادات التكتل، بالإضافة إلى انخفاض حركة اليد العاملة بين الدول الأوروبية.

#### الفرع الثاني: منافع وتكاليف تشكيل منطقة عملة مثلى

يرى الاقتصادي ايشياما (Ishiyama) أن على كل بلد راغب في الانضمام إلى اتحاد نقدي معين أن يقوم بتقييم تكاليف ومنافع مشاركته في منطقة عملة مثلى، على أساس منفعة ورفاهيته الخاصة، وتتمثل أهم التكاليف والمنافع الناتجة عن تشكيل منطقة عملة مثلى فيما يلي<sup>3</sup>:

#### 1- التكاليف الناتجة عن تشكيل منطقة عملة مثلى

- فقدان قدرة الدولة العضو في الاتحاد النقدي على استخدام سياسة سعر الصرف والسياسة النقدية في حالة حدوث اختلالات أو صدمات هيكلية، فالهيئة النقدية للاتحاد النقدي، كما هو الحال بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي، هي التي تحدد عرض النقود

<sup>1</sup>. نبيل حشاد، مرجع سابق، ص. 63.

<sup>2</sup>. Mathilde Lemoine, Philippe Madiès, Thierry Madiès, Op Cit, P. 349.

<sup>3</sup>. عباس بلفاطمي، "محددات، إمكانات وآثار التكامل النقدي بين دول مجلس اتحاد التعاون الخليجي"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2011/2010، ص. 47-49.

- والائتمان والتحكم في أدوات السياسة النقدية كسعر إعادة الخصم وعملية السوق المفتوحة وشروط الاحتياطي القانوني؛
- توحيد أسعار الفائدة على مستوى الاتحاد النقدي يُفقد الدول الأعضاء القدرة على التحكم في السياسة الاستثمارية وحركة رؤوس الأموال؛
  - تؤدي إلغاء الرقابة على حركة رؤوس الأموال في ظل منطقة العملة المثلى إلى حدوث اختلال موازين مدفوعات الدول الأعضاء؛ حيث تتحول رؤوس الأموال من دول ضعيفة وذات هيكل إنتاجي غير مرن وطاقة استيعاب ضعيفة إلى دول تتميز بمعدلات نمو قوية ذات أجهزة إنتاجية متنوعة ومرنة .

## 2-المنافع الناتجة عن تشكيل منطقة العملة المثلى

- تثبيت أسعار الصرف يسمح بتجنب مخاطر الصرف، ومنه تنامي التجارة البينية بين الدول الأعضاء؛
- يؤدي إنشاء اتحاد نقدي إلى زيادة تدفقات الاستثمارات البينية بسبب عدم التخوف من مخاطر الصرف، لأن الأسعار تصبح أكثر وضوحاً؛
- تحسين موازين مدفوعات الدول الأعضاء من خلال المعالجة السريعة والجماعية للاختلالات الهيكلية التي قد تتعرض لها إحدى الدول؛
- عدم الحاجة للاحتفاظ باحتياطات أجنبية من أجل تمويل العلاقات التجارية البينية.

## المطلب الثاني: دوافع قيام الوحدة النقدية الأوروبية

إن الدافع الرئيسي للتعاون الاقتصادي والنقدي الأوروبي هو سياسي بالدرجة الأولى؛ حيث بعد الحرب العالمية الثانية أدرك القادة الأوروبيين أن أفضل طريقة لتجنب الصراع من جديد هي تحقيق التعاون والتكامل الاقتصادي والنقدي، وتخلي الدول الأعضاء عن جزء من سياستهم الوطنية في سبيل سياسة اقتصادية بمؤسسات فوق وطنية.

وابتداء من 1999 اختارت 12 دولة من دول الاتحاد الأوروبي الذهاب بعيدا بهذا التكتل الاقتصادي، من خلال تأسيس الاتحاد النقدي الأوروبي وتبني العملة الموحدة "اليورو"؛ وبالتالي إسناد السياسة النقدية لكل دولة عضو إلى البنك المركزي الأوروبي الذي يشرف على سياسة نقدية موحدة<sup>1</sup>.

وهناك دوافع أخرى وراء سعي الدول الأوروبية إلى تحقيق الاتحاد النقدي هي<sup>2</sup>:

- تعزيز دور أوروبا في النظام النقدي الدولي، وحماية مصالحها ضد الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك بمواجهة الدولار الأمريكي المهيمن عالمياً؛
- تعزيز توحيد السوق الأوروبية؛ لأن سعر الصرف كان أكبر عائق أمام تحقيق السوق الموحدة نظراً لوجود تكاليف تحويل العملات الناتجة عن حركة السلع وعوامل الإنتاج، ومنه فإن توحيد عملات الدول الأعضاء في عملة واحدة يساعد على زيادة حرية التبادل بين الدول الأوروبية وبالتالي توحيد السوق الأوروبية؛
- تعزيز السياسة الزراعية المشتركة؛ حيث قبل تبني العملة الموحدة كانت المنتجات الزراعية تسعر بعملة أوروبية تسمى الايكو (ECU) وهي وحدة حسابية يستند في تحديدها إلى سلة من العملات الأوروبية، وبالتالي عند تغييرها تحدث تقلبات عنيفة في قيمة الأسعار الزراعية، وبالتالي إقامة عملة موحدة يؤدي إلى حماية المزارعين.

<sup>1</sup>. Bernard Guillochon, Annie Kawecki, **Économie internationale : commerce et macroéconomie**, 5<sup>ème</sup> édition, Paris : Dunod, 2006, P.162.

<sup>2</sup> . Paul Krugman, Maurice Obstfeld, **Économie internationale**, 7<sup>ème</sup> édition, France : Pearson Education, 2006, P.593.

### المبحث الثالث: مراحل تأسيس منطقة اليورو

من أجل استكمال الوحدة الاقتصادية الأوروبية والتوصل إلى آلية لتنسيق السياسات الاقتصادية والنقدية والمالية، وتحقيق درجة عالية من الاستقرار الاقتصادي والنقدي وزيادة قدرة الدول الأوروبية على مواجهة الاضطرابات التي يمكن أن تتعرض لها أسواقها المالية نتيجة تغيرات أسعار الصرف، سعت هذه الدول إلى تحقيق التكامل النقدي فيما بينها بالمرور بمراحل معينة تعتبر حاسمة في تاريخ تأسيس الوحدة النقدية الأوروبية، ابتداء من اتفاقية الهوامش المشتركة الأوروبية (الثعبان النقدي)، ثم تأسيس النظام النقدي الأوروبي، وبعدها توقيع اتفاقية ماستريخت والتي حددت خطوات التوصل إلى العملة الأوروبية الموحدة.

#### المطلب الأول: اتفاقية الهوامش الأوروبية المشتركة

نتيجة للاهتزازات التي مست النظام النقدي الدولي في أواخر عام 1971، واضطراب وضع الدولار، اتفق محافظو البنوك المركزية للدول الأعضاء: فرنسا، بلجيكا، ألمانيا الغربية، لكسمبورغ، إيطاليا، هولندا، في 10 أبريل 1972 بمدينة "بال" السويسرية؛ على حفظ هامش التقلب لعملات هذه الدول بـ  $\pm 1.125\%$  فيما بينها، كما حُدد هامش تقلب عملات الدول الأعضاء مقابل الدولار بـ  $\pm 2.25\%$ ، وقد عُرف هذا النظام باسم "نظام الثعبان داخل النفق" *(Snake in the Tunnel)* <sup>1</sup>؛ حيث:

- **الثعبان:** يمثل الهامش الذي يسمح لأسعار صرف عملات الدول الأعضاء بالتقلب فيه وهو  $\pm 1.125\%$ ؛

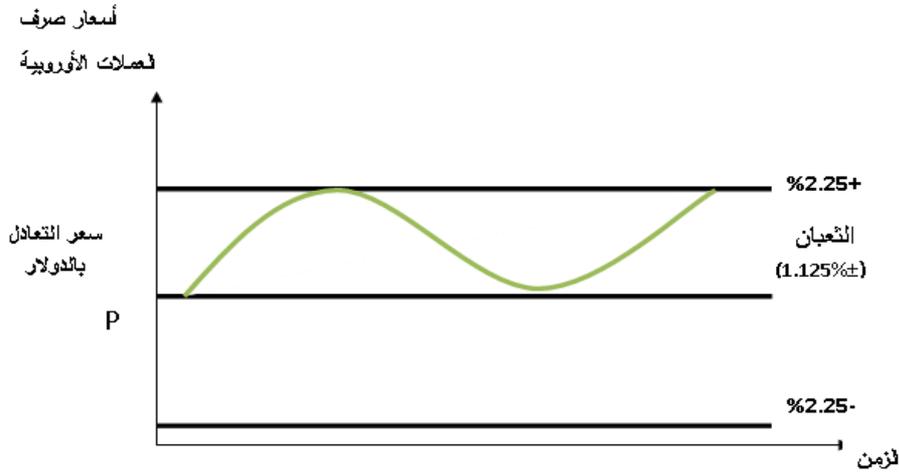
\*. سُمي بنظام الثعبان داخل النفق لأن حركة تقلبات أسعار صرف العملات الدول الأعضاء مقابل الدولار وتقلبات أسعار صرفها مقال بعضها البعض مشابهة لحركة الثعبان داخل جُحره أو داخل النفق.

<sup>1</sup>. الزويبر خلفي، "العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على الجهاز المصرفي الجزائري"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، 2001/2002، ص. 36-38.

- **النفق:** يمثل حدود تقلبات أسعار صرف عملات الأوروبية مقابل الدولار وهي  $\pm 2.25\%$ .

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (02): نظام الثعبان داخل النفق الأوروبي



Source : Pascal Kauffman, l'euro, 2éme édition, Paris : Dunod, 1999, P.56

ونتيجة لعدم استقرار النظام النقدي الدولي وقيام بريطانيا في 1972 بتعويم الجنيه الإسترليني بسبب تدهور قيمته بفعل المضاربة الشديدة عليه، وكذلك حدوث انخفاض شديد في أسعار صرف الليرة الإيطالية والكرون الدنماركي؛ أدى هذا إلى لجوء كل من ألمانيا الغربية، فرنسا، بلجيكا، هولندا، لكسمبورغ، في 1973 إلى تعويم عملاتهم؛ وذلك بإعفاء بنوكهم المركزية من التدخل من أجل دعم سعر صرف الدولار\*، هذا ما يعني انهيار النفق.

إلا أن بقاء الثعبان النقدي لم يدم طويلاً بسبب الاضطرابات التي واجهتها الدول التي بقيت تعمل به خاصة الأزمة البترولية 1973-1974 وما نتج عنها من آثار تضخمية؛ ومنه لجأت

\*. كانت البنوك المركزية لهذه الدول تتدخل عن طريق شراء الدولار عند ارتفاعه وبيعه عند انخفاضه حتى لا ينخفض سعر صرف الدولار عن  $\pm 2.25\%$  عن سعر التعادل.

الدول الأعضاء إلى جعل سعر الصرف ينخفض إلى أدنى من الحد الذي كان يسمح به في إطار نظام الثعبان النقدي، مما أدى إلى انهيار نظام الثعبان داخل النفق.

### المطلب الثاني: النظام النقدي الأوروبي

إنّ انهيار نظام الثعبان داخل النفق لم يلغي فكرة إقامة اتحاد نقدي؛ بل أدى ذلك إلى التفكير في إقامة نظام نقدي جديد يسمح بتحقيق الاستقرار النقدي والمالي ويعزز ارتباط دول المجموعة الأوروبية.

بدأ العمل بالنظام النقدي الأوروبي في مارس 1979 من قبل ثماني دول هي: ألمانيا، بلجيكا، دنمارك، فرنسا، إيرلندا، إيطاليا، لكسمبورغ، هولندا، ثم انضمت اسبانيا في 1989 وبريطانيا في 1990 والبرتغال في 1992، وتهدف الدول الأوروبية من وراء قيام النظام النقدي الأوروبي إلى<sup>1</sup>:

- معرفة الأنظمة الاقتصادية والنقدية والمالية لكل دولة أوروبية عن طريق إجراء البحوث والدراسات المعمقة؛
- إيجاد مجموعة المفاهيم المشتركة بين وجهات النظر لكافة القادة الأوروبيين من أجل إعداد المبادئ الأساسية للتوصل للوحدة النقدية؛
- إعداد تصور عام من أجل التوصل إلى التنسيق النقدي وهذا التصور قائم على:
  - اختيار التنسيق وفقا لقدرة الدول استيعاب متطلباته؛
  - اختيار التوقيت المناسب لبدء عمليات التنسيق النقدي؛
  - معالجة المشكلات الناتجة عن التنسيق خاصة في مراحله الأولى.

كما يقوم النظام النقدي الأوروبي على القواعد التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup>. محسن خضيرى، مرجع سابق، ص. 141-142.

<sup>2</sup>. Michel Lelart, **la construction monétaire européenne**, Paris : Dunod, 1994, P. 34-35

- استقرار العملات فيما بينها وذلك عن طريق البنوك المركزية؛
- قابلية تحويل العملات إلى بعضها البعض؛
- تضامن الدول الأعضاء عن طريق القروض متوسطة وطويلة الأجل حسب حاجة كل دولة.

أما الإجراءات والعناصر الخاصة بالنظام النقدي الأوروبي فتتمثل فيما يلي:

- آلية سعر الصرف (*Exchange Rate Mechanism*): تعتمد آلية سعر الصرف على ركيزتين أساسيتين هما<sup>1</sup>:

- يجب على كل دولة من الدول الأعضاء في النظام النقدي الأوروبي أن لا يرتفع سعر صرف عملتها مقابل عملات باقي الدول الأعضاء عن 2.25%، وأن لا ينخفض عن 2.25%، (هامش التغير  $\pm 2.25\%$ )، باستثناء الجنيه الإسترليني الذي يمكن أن يتغير بهامش مقداره  $\pm 6\%$  مقابل عملات الدول الأعضاء؛
- لا يتم تعديل الأسعار المركزية إلاّ بموافقة كافة الدول، وتم استثناء الليرة الإيطالية؛ حيث سُمح لسعر صرفها بالتغير بهامش  $\pm 6\%$  وتم تعديل هذا الهامش في وقت لاحق وأصبح  $\pm 2.25\%$  كبقية الدول الأعضاء.

- آلية الائتمان (*Credit Mechanism*): من أجل تمويل التدخلات فإن النظام النقدي الأوروبي نص على ضرورة تسهيل التمويل قصير الأجل للدول الأعضاء لفترة تبلغ 45 يوماً، وإجراء التسويات اللازمة؛ عن طريق صندوق التعاون النقدي الذي أنشئ في 1973 والهدف منها هو مساعدة الدول التي تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها أو انخفاض في نموها الاقتصادي، وكذلك من أجل المحافظة على استقرار سعر صرف عملتها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. نبيل حشاد، مرجع سابق، ص. 31-32.

<sup>2</sup>. المرجع نفسه، ص. 32-33.

- وحدة النقد الأوروبية (*European Currency Unit*): اتفقت كل من فرنسا وألمانيا الغربية في 1975 على إنشاء وحدة النقد الأوروبية (*ECU*)؛ بحيث تحل محل الدولار الأمريكي في المعاملات الخارجية، إضافة إلى إنشاء صندوق نقد أوروبي بمبلغ 50 مليار دولار تتكون من الذهب والاحتياطات العالمية.

وفي 1979 تمَّ استحداث الوحدة النقدية (*ECU*)، وهي وحدة حسابية تمثل سلة من الأوزان النسبية لعملات الدول الأعضاء في ظل النظام النقدي الأوروبي، تحدد بقيمة مساهمة كل عملة في الدخل القومي والتجارة الخارجية<sup>1</sup>، ومنه أصبح يتحدد لكل عملة من عملات الدول الأعضاء سعرين هما<sup>2</sup>:

- **سعر مركزي:** يحدد علاقة كل عملة بوحدة النقد الأوروبية (*ECU*)، كما يسمح لأسعار صرف العملات بالتذبذب في حدود  $\pm 2.25\%$  باستثناء الليرة الإيطالية التي يسمح لها بالتذبذب في حدود  $\pm 6\%$  على أن تُخفف النسبة عند تحسن ظروفها الاقتصادية؛

- **سعر محوري:** يحدد العلاقة بين كل عملة والعملات الأخرى للدول الأعضاء.

ومن خلال الجدول الموالي يمكن توضيح تطور الأوزان النسبية لعملات الدول الأوروبية في العملة الأوروبية *ECU*.

<sup>1</sup>. سمير صارم، اليورو، الطبعة الأولى، دمشق: دار الفكر، 1999، ص. 82.

<sup>2</sup>. الزويير خليفي، مرجع سابق، ص. 41.

الجدول رقم (04): تطور الأوزان النسبية لعملات الدول الأوروبية في العملة الأوروبية ECU.

العملة المشاركة/السنوات	1979	1984	1989	1995	فيفري 1997
المارك الألماني	33	32	30.1	33.33	31.9
الجنيه الإسترليني	13.3	15	13	10.44	12.4
الفرنك الفرنسي	19.8	19	19	20.49	20.2
الليرة الإيطالية	9.5	10.2	10.15	7.17	7.9
الجبلد الهولندي	10.5	10.1	9.4	10.47	10
الفرنك البلجيكي	9.6	8.5	7.9	8.57	8.5
الكرون الدنماركي	3.1	2.7	2.45	2.72	2.6
الجنيه الإيرلندي	1.2	1.2	1.1	1.04	1.2
الدراخمة اليونانية	0	1.3	0.8	0.47	0.5
البيزيتا الإسبانية	0	0	5.3	4.24	4.2
الإسكودو البرتغالي	0	0	0.8	0.71	0.7
الفرنك اللوكسمبورغي	0	0	0	0.34	0
إجمالي الأوزان	% 100	% 100	% 100	% 100	% 100

المصدر: مغاوري شلبي علي، اليورو: الأثر على اقتصاديات البلدان العربية والعالم، القاهرة: مكتبة زهراء الشرق، 2000، ص. 153.

من خلال البيانات الموضحة في الجدول أعلاه، يتبين لنا أن المارك الألماني يمثل النسبة الكبرى في مكونات العملة الأوروبية الموحدة، حيث تمثل نسبة مساهمته 33 % من مجموع وزن العملة الأوروبية 100% تأتي بعد ذلك العملات الفرنسية والبريطانية على الترتيب.

كما يلاحظ أن النسب لم تتغير كثيراً في عام 1979 مقارنة بنسب 1997، إلا أن الملاحظ أن الوزن النسبي لمساهمة العملة الإسبانية في الوحدة الأوروبية يعتبر كبيراً نوعاً ما وخصوصاً ما إذا تمت مقارنته بالوزن النسبي لمساهمة كل من العملة البرتغالية والعملة اليونانية.

إن اعتماد النظام النقدي الأوروبي كان بهدف التوصل إلى الوحدة النقدية من قبل الدول الأوروبية نتيجة لمعدلات التضخم المرتفعة في سنوات السبعينات؛ وبالتالي عملت على تثبيت

أسعار صرفها وربط سياستها مع البنك المركزي الألماني (*Bundesbank*)، لمواجهة الضغوط التضخمية في باقي الدول الأوروبية<sup>1</sup>، وفي سبتمبر 1992 انسحبت كل من بريطانيا وإيطاليا من آلية سعر الصرف الأوروبية، وفي 1999 عادت إيطاليا لتبني هذه الآلية<sup>2</sup>، وقرّر القادة الأوروبيين في 1993 إلى زيادة الهامش المسموح به لأسعار صرف عملات الدول الأعضاء إلى 15% بدلاً من 2.25%، وفي هذه الفترة ظهرت قوة المارك الألماني في الأسواق المالية الدولية وكذلك قوة ألمانيا الاقتصادية في المجموعة الأوروبية؛ أدى هذا إلى اختيار القادة الأوروبيين لفرانكفورت مقر لمؤسسة النقد الأوروبية وهو نفسه مقر "البنك المركزي الأوروبي" بعدها.

### المطلب الثالث: اتفاقية ماستريخت (1992)

خلال سنوات التسعينات بدأت معالم العولمة تتضح بدقة وتنتشر بشكل متسارع؛ الأمر الذي أدى إلى زيادة التزام دول المجموعة الأوروبية بزيادة التعاون والتنسيق فيما بينها؛ من أجل أن يكون الاتحاد الأوروبي قوة اقتصادية لها وزنها على الساحة الدولية. وتتجسد مظاهر التعاون بين الدول الأوروبية في انعقاد معاهدة ماستريخت في التاسع والعاشر من ديسمبر 1991 بمدينة ماستريخت الهولندية، وتم توقيعها في 7 فيفري 1992\*، على أن يبدأ تنفيذها في 1993. وتعتبر معاهدة ماستريخت أهم منعطف في تاريخ التكتل الاقتصادي الأوروبي، بما تحتويه من نصوص ومراحل محددة تُتوج بالتكامل النقدي وإصدار العملة الموحدة اليورو على أساس معايير التقارب التي يجب أن تتوافر في الدول الأعضاء في الوحدة النقدية الأوروبية.

1. Paul Krugman, Maurice Obstfeld, Op, Cit P. 595.

2. Michael Burda, Charles Wyplosz, *Macroéconomie : À L'échelle européenne*, 4<sup>eme</sup> édition, De Boeck, 2006, P. 554.

\*. تم توقيع المعاهدة من قبل 11 دولة من أصل 15 دولة وهي: بلجيكا، فرنسا، اليونان، لكسمبورغ، أيرلندا، إيطاليا، البرتغال، إسبانيا، هولندا، الدنمارك، بريطانيا.

## الفرع الأول: أهم ما نصت عليه معاهدة ماستريخت

معاهدة ماستريخت هي معاهدة الاتحاد الأوروبي تشمل على تعديلات لمعاهدة روما فيما يخص السياسة الخارجية والأمن المشترك وكذلك التعاون في مجال العدالة<sup>1</sup>، ومن أبرز ما نصت عليه معاهدة ماستريخت ما يلي<sup>2</sup>:

- تحقيق الوحدة الاقتصادية والنقدية وإنشاء البنك المركزي الأوروبي؛
- التنسيق الكامل في مجال السياسة الداخلية والخارجية والأمنية المشتركة؛
- حق مشاركة المواطنين في مختلف المناطق في الانتخابات الأوروبية؛
- إعطاء جنسية أوروبية موحدة إلى جانب الجنسية الوطنية.

## الفرع الثاني: مراحل التوصل إلى الوحدة النقدية الأوروبية

تمّ الاتفاق خلال المعاهدة على تحديد مراحل محددة للتوصل إلى الوحدة النقدية الأوروبية وهذا من أجل تجنب مخاطر التحول المفاجئ، وذلك استناداً لما جاء في تقرير لجنة ديلاور في عام 1979، وتتمثل هذه المراحل فيما يلي:

- المرحلة الأولى (1990-1993): تتضمن أشكال التعاون والتنسيق الاقتصادي للتوصل إلى السوق المشتركة بنهاية عام 1992<sup>3</sup>؛

- المرحلة الثانية (1993-1998): تمثل مرحلة انتقالية يتم من خلالها اتخاذ الإجراءات التنظيمية عن طريق تأسيس مؤسسة النقد الأوروبية التي تتحول إلى البنك المركزي الأوروبي<sup>4</sup>، مع إتباع دول المجموعة الأوروبية لسياسات اقتصادية تهدف إلى تحقيق التقارب بين معدلات الأداء الاقتصادي؛

<sup>1</sup>. Michel Lelart, Op, Cit. P. 158.

<sup>2</sup>. سمير صارم، مرجع سابق، ص. 91-92.

<sup>3</sup>. نبيل حشاد، مرجع سابق، ص. 17.

<sup>4</sup>. سمير صارم، مرجع سابق، ص. 97.

- المرحلة الثالثة: تبدأ من 1999 يتم فيها تحديد أسعار صرف عملات الدول الأعضاء بشكل نهائي، ويتم بعدها التعامل بالعملة الموحدة اليورو<sup>1</sup>.

### 1- معايير التقارب حسب معاهدة ماستريخت (*Les critères de convergences*):

في ظل معاهدة ماستريخت تم وضع مجموعة معايير تسمى معايير التقارب يُشترط أن تتوفر في الدولة الراغبة في الانضمام إلى منطقة اليورو، وتتمثل هذه المعايير فيما يلي:

- ألا يزيد عجز الموازنة العامة للدولة عن 3% من الناتج المحلي الإجمالي؛ بمعنى أنه غير مسموح للدول الأعضاء في منطقة اليورو أن تبالغ في الإنفاق غير المبرر، وعل الدولة الراغبة في الانضمام أن تعمل على زيادة كفاءة الإنتاج الوطني بزيادة الناتج المحلي الإجمالي؛ من أجل زيادة القيمة المضافة وبالتالي زيادة الاعتماد المتبادل بين الدول الأعضاء داخل منطقة اليورو<sup>2</sup>؛

- ألا يتجاوز الدين العام 60% من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة\*؛ وهذا بهدف تأكيد القدرة المالية للدولة على سداد الدين العام، وضمان الاستقرار المالي والنقدي في منطقة اليورو؛

- ألا يتجاوز معدل التضخم السنوي 1.5% عن متوسط التضخم لثلاث الدول الأعضاء التي يوجد فيها أدنى معدل تضخم<sup>3</sup>، وهذا للحفاظ على القدرة الشرائية لليورو؛

- سعر صرف عملة الدولة الراغبة في الانضمام يجب أن يكون ضمن آلية الصرف للنظام النقدي الأوروبي، لمدة سنتين قبل الانضمام إلى الاتحاد النقدي الأوروبي<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>. نبيل حشاد، مرجع سابق، ص. 18

<sup>2</sup>. محسن خضير، مرجع سابق، ص. 83-84

\*. فُدر الدين العام بالأسعار الثابتة حتى لا تلجأ الدولة إلى استخدام التضخم كأداة لزيادة الإنفاق العام، وحتى لا يؤدي التضخم إلى تقليص ما توفره الدولة لسداد الدين العام.

<sup>3</sup>. Paul Krugman, Maurice Obstfeld, Op, Cit P. 598.

<sup>4</sup>. Ibid.

- ألا تزيد أسعار الفائدة في الأجل الطويل عن 7.5% سنوياً؛ وهذا من أجل أن يكون العائد على الاستثمار في المشروعات الأوروبية مرتفعاً، وتحقيق سياسة مالية ونقدية مستقرة<sup>1</sup>، ومن خلال الجدول الموالي يمكن توضيح الدول التي حققت معايير التقارب الاقتصادية.

الجدول رقم (05): الدول الأوروبية التي حققت معايير التقارب الاقتصادية

أسعار الفائدة طويلة الأجل	نسبة إجمالي الديون العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي			نسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي			معدل التضخم			
	1998	1997	1996	1998	1997	1996	1998	1997	1996	
5.7	62.7	62.2	60.7	2.9-	3.1-	3.6-	2.3	1.9	1.5	ألمانيا
5.6	59.2	57.7	55.4	3.2-	3.2-	3.1-	1.3	1.1	2	فرنسا
6.6	121.2	122.9	123.8	3-	3.2-	6.7-	2.1	1.8	3.9	إيطاليا
7.1	52.4	54.5	53.8	0.6-	2-	4.7-	2.7	2.6	2.9	بريطانيا
6.2	68.2	69	69.8	2.6-	3-	4.4-	2.2	2	3.5	إسبانيا
5.5	71.2	73.6	78	1.8-	2.1-	2.3-	2.3	2.3	2.1	هولندا
5.7	122.8	125.1	127.4	2.6-	2.8-	3.2-	1.9	1.6	2.1	بلجيكا
6.5	73.9	77.1	77.7	-	2.1-	2.5-	2	1	0.8	السويد
5.7	67.6	68	70	2.5-	2.5-	3.9-	1.6	1.5	1.9	النمسا
6.2	63.2	66.4	69.9	0.5	0.5	1.4-	2.6	2.5	2.2	الدنمارك
5.8	47.9	59.4	58.8	0.4-	1.9-	3.1-	2.3	1.3	0.6	فنلندا
9.6	104.2	108	111.8	4.1-	4.7-	7.4-	4.7	5.7	8.2	اليونان
6.3	.61	62.9	66	2.9-	2.9-	4-	2.3	2.2	3.1	البرتغال
6.3	65	67.5	72.8	0.8-	0.8-	0.9-	2.1	1.7	1.6	أيرلندا
6	5.5	5.7	5.9	0.1-	0.1-	0.1-	2	2	1.8	لوكسمبورغ

المصدر: نيبيل حشاد، مرجع سابق، ص. 25.

<sup>1</sup>. محسن خضير، مرجع سابق، ص. 88.

من خلال الجدول نلاحظ أن معظم الدول الأعضاء قد نجحت في تحقيق معيار التضخم المطلوب، ماعدا اليونان التي حققت معدل تضخم يقدر بـ 4.7% في 1998، وأيضا لم تستوفي معيار نسبة عجز الموازنة من الناتج المحلي الإجمالي وكذلك معدل الفائدة طويلة الأجل (9.6%). ورغم أن معظم الدول لم تحقق معيار نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي المتفق عليه (60%)؛ إلا أنه تمّ الموافقة على انضمامها إلى منطقة اليورو، بشرط أن توقع على ميثاق تتعهد فيه بأن تبذل ما في وسعها لتحقيق الشروط المطلوبة (خاصة نسبة الدين العام)، ولقد تم تقرير غرامات على الدول التي لا تلتزم بذلك تبلغ 0.5% من ناتجها المحلي الإجمالي<sup>1</sup>.

### المطلب الرابع: العملة الأوروبية الموحدة "اليورو"

#### الفرع الأول: انشاء اليورو

تمّ الإعلان عن ميلاد العملة الأوروبية الموحدة "اليورو" في الفاتح من جانفي 1999، مع تثبيت أسعار صرف عملات الدول المشاركة في النظام النقدي الأوروبي وإنشاء البنك المركزي ليتولى السياسة النقدية الموحدة، وإلى جانب اليورو بقيت الدول الأعضاء تتعامل بعملاتها الوطنية إلى غاية 2002؛ وهذا لتجنب مخاطر التحول المفاجئ، وحتى يتقبل المجتمع الأوروبي فكرة تغيير العملة الوطنية، والجدول الموالي يوضح معدل تحويل العملات الوطنية القديمة مقابل اليورو.

<sup>1</sup>. مغاوري شلبي علي، مرجع سابق، ص. 15-16.

الجدول رقم (06): معدل تحويل العملات المحلية مقابل اليورو عند تأسيسه عام 1999

العملة	قيمتها باليورو
الدراخما اليونانية	340.750
الاسكودو البرتغالي	200.482
الفلورين النيرلندي	2.20371
الفرنك البلجيكي	40.3399
الفرنك الفرنسي	6.55957
الفرنك اللكسومبورغي	40.3399
الليرة الايطالية	1936.27
الليرة الإيرلندية	0.787654
المارك الألماني	1.95583
المارك الفنلندي	5.94573
البيزيتا الاسبانية	166.386
الشيلين النمساوي	13.7603

Source : Paul Krugman, Maurice Obstfeld, Op, Cit P.601.

وخلال سنة 2002 تمَّ سحب العملات الوطنية للدول الأعضاء من التداول وأصبح اليورو هو العملة الوطنية لكل دولة عضو في الاتحاد النقدي الأوروبي، كما تمَّ توسيع منطقة اليورو بانضمام دول جدد إليها، وعن طريق الجدول الموالي يمكن توضيح الدول الأعضاء في منطقة اليورو وتاريخ انضمام كل دولة.

الجدول رقم(07): الدول الأعضاء في منطقة اليورو وتاريخ انضمام كل دولة

الدولة	تاريخ الانضمام	عدد السكان (نسمة)
ألمانيا	1 جانفي 1999	82 979 100 (2018)
النمسا	1 جانفي 1999	8 793 370 (2018)
بلجيكا	1 جانفي 1999	11 413 203 (2019)
اسبانيا	1 جانفي 1999	48 159 958 (2017)
فنلندا	1 جانفي 1999	5 522 015 (2018)
فرنسا	1 جانفي 1999	67 795 000 (2018)
ايرلندا	1 جانفي 1999	5 068 050 (2018)
ايطاليا	1 جانفي 1999	60 483 973 (2018)
لكسمبورغ	1 جانفي 1999	613 894 (2019)
هولندا	1 جانفي 1999	17 108 799 (2017)
برتغال	1 جانفي 1999	10 291 027 (2017)
اليونان	1 جانفي 2001	10 738 000 (2018)
سلوفينيا	1 جانفي 2007	2 070 050 (2018)
قبرص	1 جانفي 2008	864 236 (2018)
مالطا	1 جانفي 2008	440 433 (2017)
سلوفاكيا	1 جانفي 2009	5 445 040 (2018)
استونيا	1 جانفي 2011	1 315 635 (2017)
لتونيا	1 جانفي 2014	1 928 600 (2018)
ليتوانيا	1 جانفي 2015	2 823 859 (2017)
منطقة اليورو		344 652 443

Source : [Histoire de l'Union économique et monétaire européenne](http://fr.wikipedia.org/wiki/Zone_euro), Site Internet :

[http://fr.wikipedia.org/wiki/Zone\\_euro](http://fr.wikipedia.org/wiki/Zone_euro) , mai 2010, (consulter le 13/01/2018).

ويتم إصدار تقرير التقارب (*Convergence report*) سنوياً من قبل البنك المركزي الأوروبي، يتعلق بالأوضاع الاقتصادية للدول التي ترغب في الانضمام إلى منطقة اليورو، وتحليل معايير التقارب وفقاً لمعاهدة ماستريخت<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>. محمد إبراهيم السقا، "اليورو يتوسع شرقاً بضم استونيا"، على الموقع الإلكتروني: <http://alphabet.argaam.com/?p=14973> ، 2010 ، (تاريخ الزيارة: 2018/01/24).

وقد اعتمد الرمز (£) للدلالة على العملة الموحدة الأوروبية اليورو وهو يمثل الحرف E يخترقه خيطان متوازيان يرمزان للاستقرار على أمل أن يحقق اليورو الاستقرار الاقتصادي والنقدي، كما استوحى هذا الرمز من الحرف الخامس من الأبجدية اللاتينية (إيسون E)، والحرف الأول من كلمة (Europe) بكل لغات الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي<sup>1</sup>. وللعلم الأوروبية الموحدة وجهان، وجه مشترك يرمز إلى اتحاد الأوروبيين في بلد واحد، ووجه يخص بكل دولة تستطيع أن تضع عليه شعار وطنيا أو رمزا من رموزها، ويتم إصدار اليورو إما ورقاً أو قطعاً<sup>2</sup>:

- الأوراق: هناك سبعة أوراق لليورو بأحجام وألوان مختلفة محددة بين 5 و500 يورو، وهي كالتالي: الرمادي لفئة 5 يورو، الزهري لفئة 10 يورو، الأزرق لفئة 20 يورو، البرتقالي لفئة 50 يورو، الأخضر لفئة 100 يورو، الأصفر لفئة 200 يورو، الأرجواني لفئة 500 يورو؛

- القطع: هناك ثماني قطع لليورو، وتتراوح ما بين (واحد سنت واثنين يورو) حيث كل القطع تحمل واجهة أوروبية موحدة؛ في حين الواجهة الثانية باستطاعة كل دولة اختيار الرمز الذي تراه مناسباً.

### الفرع الثاني: انعكاسات اليورو على دول المجموعة الأوروبية

1- الانعكاسات الايجابية لليورو: أدى اعتماد اليورو إلى تحقيق مزايا لصالح الدول

الأعضاء وذلك في العديد من المجالات الاقتصادية، أهم هذه المزايا ما يلي<sup>3</sup>:

- خلق ظروف مناسبة لنمو العديد من القطاعات الاقتصادية في معظم الدول التي

انضمت الى الاتحاد النقدي الأوروبي، نتيجة قيامها بالإصلاحات الاقتصادية

لاستيفاء المعايير اللازمة لدخول منطقة اليورو؛

1. سمير صارم، مرجع سابق، ص. 135.

2. سمية زاير، هند مهداوي، رقيقة صباغ، "أثر الدولار والارو على التجارة الخارجية الجزائرية 1986-2006"، مجلة العلوم

الانسانية، العدد 43، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2009، ص. 25.

3. مغاوري شلبي علي، مرجع سابق، ص. 53-57.

- إن وجود عملة أوروبية موحدة يلغي تكاليف التحويل بين عملات الدول الأعضاء وهذا ما يشجع على حركة رؤوس الأموال وزيادة الاستثمارات وخلق المزيد من فرص العمل الجديدة، والمساهمة في زيادة القوة الشرائية لدى مستخدمي اليورو من أفراد ومؤسسات؛
- زيادة حدة المنافسة بين الدول الأعضاء، وبذلك بتحسّن المركز التنافسي للقطاعات داخل الدول الأعضاء، ومن ثمّ تقوية مكانتها في الأسواق الأوروبية؛
- يؤدي اليورو إلى تجنب مخاطر تذبذب أسعار صرف العملات الأوروبية في الأسواق المالية الأوروبية؛ مما يرفع من كفاءتها وجذب المزيد من الاستثمارات إليها؛
- كذلك يؤثر اليورو على الأعمال المصرفية في الجهاز المصرفي الأوروبي نتيجة وجود سلطة نقدية موحدة (البنك المركزي الأوروبي)، من خلال جذب عدد أكبر من العملاء مما يؤدي إلى زيادة إيرادات البنوك الأوروبية، وتسهيل عمليات تسوية المدفوعات من خلال نظام المدفوعات الموحدة.
- كذلك العملة الأوروبية الموحدة تسمح بحماية الدول الأعضاء من أزمات الدولار<sup>1</sup>، بالإضافة إلى الرفع من مساهمتها في التجارة الدولية ومن خلال تخفيض الطلب على الاحتياطات من العملات الأجنبية.

## 2- الانعكاسات السلبية لليورو: رغم المزايا التي تتوفر عليها العملة الموحدة؛ إلا أنها لا

تخلو من بعض السلبيات على الدول الأعضاء، نورد أهمها فيما يلي<sup>2</sup>:

- افتقاد الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي للمرونة الاقتصادية اللازمة لمواجهة الأزمات الاقتصادية نتيجة التزامها بسياسة نقدية موحدة؛

<sup>1</sup>. Albert Ondo Ossa, *Économie Monétaire Internationale*, Paris : Éditions ESTEM, 1999, P. 219.

<sup>2</sup>. فاروق تشام، "النظام النقدي الأوروبي والوحدة النقدية اليورو وأثاره على الاقتصاد الجزائري"، الملتقى الدولي حول اليورو واقتصاديات الدول العربية: فرص وتحديات، جامعة الأغواط، الجزائر، يومي 18 و 20 أفريل 2005، ص. 474-475.

- غياب التكافؤ بين رؤوس الأموال نتيجة انفتاح الأسواق الأوروبية على بعضها البعض؛ حيث تتوجه أغلبية رؤوس الأموال إلى مناطق أقل تكلفة على حساب مناطق أخرى؛
  - خسارة المصارف لجزء من إيراداتها المتمثلة في الأرباح الناتجة عن صرف العملات المشاركة في اليورو، بالإضافة إلى التحديات التي تواجه المصارف خاصة التي تقتصر خبرتها على التعامل ضمن الأسواق المالية الوطنية؛
- كذلك النتائج المتوقعة من ارتفاع سعر صرف اليورو؛ حيث تم تحديد سعر الصرف التوازني لليورو مقابل الدولار بـ1.15 دولار والذي يعطي القدرة للسلع الأوروبية على المنافسة الدولية؛ إلا أن الارتفاع الذي حدث في سعر صرف اليورو في 2003 إلى غاية 2004 وتجاوزه لسعر الصرف التوازني، نتج عنه آثار سلبية على الاقتصاد الأوروبي منها انخفاض معدل النمو الاقتصادي؛ حيث كان متوقع أن تكون نسبة النمو 6.2% بدلاً من 1.7% سنة 2003، وكذلك ارتفاع نسبة العجز، كل هذا أدى إلى عدم قدرة السلع الأوروبية على منافسة السلع الأجنبية (نقص الطلب على السلع الأوروبية وزيادة الطلب على السلع الأجنبية)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>. مصطفى جناس، وافي ميلود، "أثر اليورو على الاقتصاديات العربية -دراسة حالة الجزائر-"، الملتقى الدولي حول اليورو واقتصاديات الدول العربية: فرص وتحديات، جامعة الجزائر، يومي 18 و20 أفريل، 2005، ص. 454.

### الفرع الثالث: انعكاسات اليورو على النظام الاقتصادي والنقدي الدولي

تتمثل انعكاسات ظهور اليورو على النظام الاقتصادي والنقدي العالمي في المجالات

التالية<sup>1</sup>:

- خلال سنة 1994 كانت نسبة التجارة العالمية المسعرة بالدولار تقارب 47.6%، 15.3% بالمارك الألماني، 4.8% بالين الياباني، 6.3% بالفرنك الفرنسي، 5.7% بالجنيه الإسترليني؛ ولكن بعد ظهور اليورو الذي هو بديل لعملات دول الاتحاد النقدي الأوروبي، أصبح 30% من الصادرات العالمية تُقَوَّم باليورو، كما أن حجم التجارة الخارجية لدول الاتحاد الأوروبي فاق حجم تجارة الولايات المتحدة الأمريكية؛
  - أصبح اليورو عملة احتياط في المصارف المركزية لدول العالم وبالتالي منافساً قوياً للدولار؛ حيث أن غالبية الدول تفضل الزيادة في نسب الاحتياط باليورو لتجنب انعكاسات انخفاض سعر صرف الدولار؛
  - أصبح التعامل في سوق المال الأوروبية باليورو بدلاً من العملات الأوروبية الأمر الذي ساعد على تخفيض تكاليف الصفقات المالية وزيادة الأصول المقومة باليورو.
- ومن خلال الجدول الموالي يمكن إبراز الدور الذي لعبه اليورو في الاقتصاد الدولي خلال

سنة 2004.

<sup>1</sup>. عابد شريط، "أثر ظهور اليورو على الاقتصاديات الدولية والعربية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 38، جامعة تيارت-الجزائر، 2007، ص. 57-58.

الجدول رقم (08): الدور الذي لعبه اليورو في الاقتصاد الدولي خلال سنة 2004

عملات أخرى	اليورو	الدولار	
%9.2	%24.9	%65.9	احتياطات الصرف الدولية
%23	%25	%52	عملة الفوترة
%76.2	%35.2	%88.6	نسب تحويلات صرف العملات
%22.8	%39.5	%37.7	الأصول الدولية لدى البنوك
%16.4	%46.5	%37.1	القروض الدولية

Source : André Dumas, *L'économie Mondiale*, Bruxelles : De Boeck, 2006, P. 167.

## خلاصة الفصل الثاني

رغم الانجازات المحققة من قبل الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي، والتي كانت كخلاصة عمل مستمر والتوصل إلى العملة الموحدة، تبقى منطقة اليورو تواجه تحديات لعل أهمها عدم انضمام بريطانيا بسبب تمسكها بالجنيه الاسترليني والتي تعتبر قوة اقتصادية عالمية يمكن أن تحدث تأثيراً ايجابياً بانضمامها إلى منطقة اليورو، كذلك يواجه البنك المركزي الأوروبي أمام دوره في تحقيق الاستقرار السعري، تحدياً آخر يتمثل في ارتفاع معدلات البطالة في العديد من الدول الأعضاء بمنطقة اليورو؛ مما يشكل ضغطاً عليه لاتباع سياسة نقدية توسعية؛ حيث ارتفع معدل البطالة كنسبة مئوية على مستوى منطقة اليورو ككل من 7.9% خلال عام 2001 إلى 8.9% عام 2004 ثم انخفض عام 2007 إلى 7.5%، الا أنه عاود الارتفاع مرة أخرى ليبلغ 9.4% عام 2009، ويعد هذا تحدياً كبيراً أمام صانعي القرار الاقتصادي والسياسي بالتكامل الاقتصادي الأوروبي؛ حيث دفعت معدلات البطالة المرتفعة إلى رفض المواطنين في بعض دول الاتحاد الأوروبي كفرنسا وهولندا التصديق على الدستور الأوروبي كخطوة نحو التكامل السياسي بين دول الاتحاد، كما أن تمتع البنك المركزي الأوروبي باستقلاله الكاملة في تحقيق الاستقرار السعري لا يُعد كافياً للحد من التعارض بين السياسة النقدية والسياسات المالية بدول الاتحاد النقدي الأوروبي، وإنما يجب أن تكون هناك مؤسسة تختص بتنسيق السياسات المالية للدول الأعضاء.

## الفصل الثالث:

# أزمة الديون السيادية الأوروبية

## تمهيد:

إن اعتبار الأزمة المالية العالمية 2008 من أخطر الأزمات المالية العالمية يُرجع سببه الكثير من المحللين الاقتصاديين إلى التحولات الرّاهنة التي تفرضها العولمة، والتي جعلت من العالم قرية صغيرة يسيطر عليها النظام الرأسمالي، وجعل الدول منفتحة على بعضها البعض بفضل ثورة الاتصالات والتكنولوجيات الحديثة، كما تأتي خطورة هذه الأزمة أيضا في كونها انطلقت من الاقتصاد الأمريكي الذي يعتبر محركاً للنمو الاقتصادي العالمي، ومؤثراً على باقي اقتصادات دول العالم؛ مما أدى إلى انتقال آثارها الحادّة إلى كافة دول العالم، سواء كانت دولاً منفردة أو مندرجة ضمن كتل اقتصادية.

ولم يكن الاتحاد الأوروبي بصفة عامة ومنطقة اليورو بصفة خاصة بمنأى من آثار الأزمة المالية العالمية 2008؛ حيث اعتبرت هذه الأخيرة السبب الواضح لحدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية، إضافة إلى أسباب هيكلية أخرى تفاعلت فيما بينها لتزيد من تفاقم وامتداد آثارها لمختلف اقتصاديات المنطقة؛ وبالتالي أصبحت منطقة اليورو ابتداء من 2009 تعاني صدمة اقتصادية وتحديات رئيسية من خلال ارتفاع مستويات الديون السيادية للدول الأعضاء والعجز في الموازنات العامة؛ الامر الذي أدى إلى حدوث ركود اقتصادي وارتفاع في معدلات البطالة سرعان ما تحول أزمة الديون السيادية الى أزمة سياسية وخلافات بين الدول حول عمل المؤسسات الأوروبية.

لذلك سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى أزمة الديون السيادية الأوروبية من خلال ثلاث مباحث أساسية، نتناول في المبحث الأول الأزمة المالية العالمية 2008 باعتبارها السبب الرئيسي في حدوث أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، والمبحث الثاني يخصص لعرض بداية وأسباب وآثار أزمة الديون السيادية الأوروبية، أما المبحث الثالث والأخير فسنتطرق فيه بالدراسة والتحليل إلى أهم قنوات انتقال أزمة الديون السيادية الأوروبية وبعض الحلول المقترحة لإدارتها.

## المبحث الأول: الأزمة المالية العالمية 2008

من خلال هذا المبحث سنحاول التطرق بالدراسة والتحليل إلى مختلف الجوانب المتعلقة بالأزمة المالية العالمية 2008، عن طريق ثلاث مطالب أساسية نتناول في المطلب الأول جذور الأزمة المالية العالمية والأسباب المؤدية إلى حدوثها، أما المطلب الثاني فسيخصص لعرض المراحل التي مرت بها الأزمة وتداعياتها على الاقتصاد الأمريكي خاصة باعتباره البلد المتسبب في الأزمة، وكذلك تداعياتها على الاقتصاد العالمي، وفي المطلب الثالث والأخير سيتم توضيح الدور الذي قام به صندوق النقد الدولي في إدارة الأزمة المالية العالمية.

### المطلب الأول: جذور الأزمة المالية العالمية 2008 وأسبابها

#### الفرع الأول: جذور الأزمة المالية العالمية

على الرغم من أن بوادر الأزمة المالية العالمية ظهرت في سبتمبر 2007، إلا أن جذورها بدأت تتكون مع بداية الثمانينات داخل الاقتصاد الأمريكي؛ حيث تمّ تحرير أسواق الرهن العقاري\*، مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة وكذلك إنشاء سوق ثانوية للرهن العقاري؛ مما أدى إلى سهولة كبيرة في تمويل القروض العقارية عن طريق أسواق المال، وقد أدى ذلك التطور إلى تشجيع مجموعة كبيرة من البنوك والمؤسسات المالية إلى دخول سوق الرهن العقاري<sup>1</sup>.

وبعد انفجار فقاعة الأنترنت في 2000 واستجابة لتوقعات الاقتصاديين وتوقعات البنك الاحتياطي الفدرالي باحتمال حدوث ركود اقتصادي عام 2001، قام هذا الأخير بتخفيض سعر

\*. تأسست سوق الرهن العقاري عام 1938 لتوسيع الملكية السكنية من خلال إشراك الحكومة.

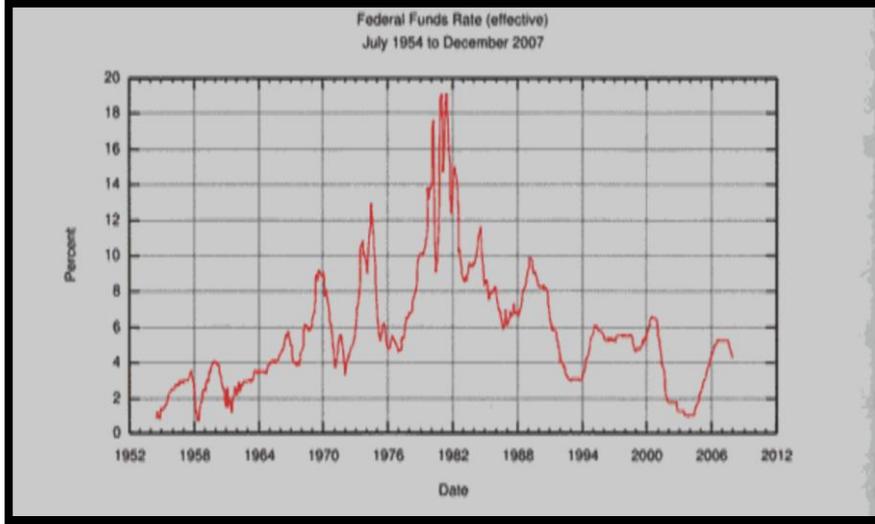
<sup>1</sup>. صفوت عبد السلام عوض الله، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي"، المؤتمر العلمي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، يومي 1 و2 أبريل 2009، ص. 3-4،

على الموقع الإلكتروني: <http://isegs.com/Forum/attachment.php?attachentid=1690&=1242720884> (تاريخ الزيارة: 2019/12/25).

فائدة الإقراض ما بين البنوك ليصل خلال عام 2001 إلى 1.75% والذي يعتبر أدنى مستوى له منذ عام 1961 مثلما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (03): تطور مؤشر أسعار الفائدة الاحتياطي الفدرالي للإقراض ما بين البنوك خلال الفترة

2008-1954



المصدر: على قندح، الأزمة المالية العالمية...الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة، الأردن: جمعية البنوك، على الموقع الالكتروني: [http://www.abj.org.jo/AOB\\_Image/63382117794859.pdf](http://www.abj.org.jo/AOB_Image/63382117794859.pdf)، (تاريخ الزيارة: 2018/12/27).

وقد أدت عملية تخفيض أسعار الفائدة إلى توجيه الاستثمار إلى القطاع العقاري الأمر الذي سمح بتشكيل الفقاعة العقارية وانفجارها في صيف 2007، بالإضافة إلى انتهاج الولايات المتحدة الأمريكية ما يعرف بسياسة مكافحة الإرهاب بعد أحداث 11 سبتمبر 2001 وتخصيصها القسم الأكبر من حجم الائتمان لتنفيذ هذه السياسة، إلى جانب الاقتراض من الخارج لمواجهة الإنفاق الكبير على الحروب في أفغانستان والعراق.

#### الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية

من أجل فهم وإدراك أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية، لابد من التمييز بين الاقتصاد العيني (الحقيقي) والاقتصاد المالي، فالاقتصاد العيني هو ذلك الاقتصاد الذي يتعلق بجميع

الموارد العينية الحقيقة التي تهدف إلى إشباع حاجات ورغبات الأفراد (كالمسح الاستهلاكية والاستثمارية)؛ أما الاقتصاد المالي فهو ذلك الاقتصاد الذي يتعلق بالأصول المالية، فالأصل المالي هو حق يمتلكه الشخص على الأصول العينية، ومنه فإن السبب الرئيسي لحدوث الأزمة المالية هو عدم التوازن بين الأصول العينية والأصول المالية.

وقد أدى تفاعل مجموعة من العوامل داخل الولايات المتحدة الأمريكية إلى التسبب في حدوث الأزمة المالية، فالأوضاع الاقتصادية الأمريكية لم تكن مستقرة، نظراً إلى الاختلالات المالية الداخلية والخارجية للاقتصاد الأمريكي، وعلى العموم يمكن إجمال أهم الأسباب التي كانت وراء حدوث الأزمة المالية في النقاط التالية.

### 1. الإفراط في منح القروض العقارية الأقل جودة (الفقاعة العقارية)

وهي قروض تمنح للذين يتميزون بنسبة الدين إلى الدخل تتعدى 55%، أو الذين تكون لديهم نسبة مبلغ القرض إلى قيمة الثروة تزيد عن 85%؛ أي أنها تُمنح للراغبين في اقتناء مساكن دون الاشتراط بأن يكون لديهم ملاءة مالية<sup>1</sup>،

وقد شهدت أسواق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ازدهاراً كبيراً خلال الفترة من 2001 إلى 2006؛ مما شجع المصارف والمؤسسات المالية الأمريكية على منح القروض العقارية بدرجة عالية من المخاطر بهدف تحقيق أرباح عالية، والتي بلغت قيمتها في نهاية 2006 حوالي 700 مليار دولار<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. الطاهر هارون، نادبة العقون، "الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي بديل البنوك الإسلامية، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الامير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5 و6 ماي 2009، ص. 25، نقلاً عن:

Jacques Sapir, *Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe*. Site Internet : <http://www.france.attac.org/spip.php?article9400>.02/03/ 2009.P.3.

<sup>2</sup>. يوسف أبو فارة، "ملاح وأسباب الأزمة المالية العالمية عام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية"، الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر 2009، ص. 10.

هذا الازدهار في سوق العقارات أدى بالأمريكيين أفراداً وشركات إلى الإقبال على شراء العقارات بهدف السكن، أو الاستثمار طويل الأجل، أو بهدف المضاربة وتحقيق الأرباح، ونتيجة لقيام البنوك بمنح تسهيلات ائتمانية تمثلت في منح قروض الرهن العقاري الأقل جودة أو ما يُعرف بالقروض العقارية ذات الجدارة الائتمانية الضعيفة "Subprime"، أدت هذه السهولة في تمويل شراء العقارات إلى تزايد الطلب عليها وبالتالي ارتفاع أسعارها إلى مستويات عالية جداً، حتى تشكلت في سوق العقارات ما يُعرف بظاهرة "الفقاعة" (Bubble)؛ أي ارتفاع الأسعار إلى حدود ليس لها علاقة بالقيمة الحقيقية للعقارات.

## 2. التوريق (la titrisation)

يشير مصطلح التوريق في معناه الأساسي إلى تحويل حقوق مالية غير قابلة للتداول (غير سائلة مثل القروض) إلى أوراق مالية جديدة تُطرح للتداول وتستند إلى ضمانات عينة أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تستند إلا مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد<sup>1</sup>. وقد كانت عملية التوريق من الأسباب التي أدت إلى تفاقم وتدويل الأزمة المالية؛ حيث قامت البنوك الأمريكية بتحويل القروض العقارية إلى مجموعة من السندات المرهونة بالعقار وبيعها لبنوك استثمار ومؤسسات مالية أمريكية وأجنبية، وخلال الفترة من 2001 إلى 2006 تم تحويل من 60% إلى 80% من القروض العقارية عالية المخاطر إلى سندات يتم تداولها في الأسواق المالية؛ مما يعني أن بنوك الاستثمار والمؤسسات المالية الأخرى التي قامت بشراء تلك السندات ستتحمل مخاطر هذه القروض، وبالتالي ساهمت عملية التوريق في زيادة عدد المتضررين من الأزمة المالية سواء على مستوى الشركات أو الأفراد، بالإضافة إلى هذا، فقد ساعد تركيز الإقراض في قطاع واحد في زيادة درجة المخاطر.

<sup>1</sup>. فائزة لعراف، "مدى تكيف النظام المصرفي الجزائري مع معايير لجنة بازل"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2010/2009، ص. 18. نقلاً عن: مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، القاهرة: دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 2001، ص. 237.

### 3. التعامل بالمشتقات المالية (الفقاعة المالية)

تُعرّف المشتقات المالية على أنها الورقة المالية التي تُشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة أخرى محددة مثل السهم العادي أو السند، وبالتالي ليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول حقيقية<sup>1</sup>، والمشتقات المالية أنواع منها عقود الخيارات *Options*، العقود المستقبلية (*Future Contracts*)، العقود الآجلة (*Forward Contracts*)، عقود المبادلة (*Swaps*)، وقد يكون موضوع هذه العقود منتجات وسلع حقيقية، أو مؤشرات مثل سعر الصرف أو سعر الفائدة، أو أوراق مالية من أسهم وسندات أو عملات أجنبية.

وقد ازداد التعامل بالمشتقات المالية في السنوات الأخيرة لتصل قيمتها إلى أكثر من 600 تريليون دولار، وساهمت بشكل أساسي في تفاقم الأزمة المالية العالمية لأن التعامل بها لا يتم على أساس الاقتصاد الحقيقي وإنما يتم على أساس الرهان والمضاربة، بالإضافة إلى أنها تتضمن عدة مخاطر منها المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق والمخاطر الرقابية والقانونية<sup>2</sup>.

وقد سعت المؤسسات المالية الأمريكية إلى المتاجرة بـمديونية المقترضين عن طريق تحويلها إلى سندات تمثل هذه المديونية وهي "سندات الرهن العقاري" في إطار عملية التوريق، وأخذت هذه السندات صورة أكثر خطورة هي "المشتقات"، بمعنى التوريق المتعدد، فالمؤسسة المالية صاحبة السند سعت إلى الاقتراض من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذا السند، وهذه الأخيرة حولت الدين الذي لها إلى سند واقتضت من أخرى بضمان هذا السند... وهكذا حتى تشكلت ما يعرف "بالفقاعة المالية"، وبالتالي اشتق من دين واحد عدد كبير من السندات (المشتقات)، وعند

<sup>1</sup>. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الطبعة الثالثة، الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999، ص. 656.

<sup>2</sup>. سمير بوعافية، مصطفى فريد، "التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير-سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص. 260.

عجز المقرض في القطاع العقاري عن السداد، انفجرت الفقاعة المالية، وأفلست الكثير من المؤسسات المالية وانهارت فتفاقت الأزمة المالية بسبب المشتقات المالية<sup>1</sup>.

تجدر الإشارة إلى أن بعض المؤسسات المالية العملاقة مثل "فاني ماي" (*Fannie Mae*) و"فريدي ماك" (*Freddy Mac*) تقوم بضمان حقوق مشتري أوراق الرهون العقارية؛ حيث كانت تضمنان نصف الرهونات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية والذي بلغ حجمه 12 تريليون دولار؛ إلا أنه عند انفجار الفقاعة العقارية حدث تدهور كبير في قيم أسهمها.

#### 4. رفع سعر الفائدة

خلال عام 2007 اتخذ البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي قراراً مفاجئاً، يتمثل في رفع سعر الفائدة إلى 5%، بعدما كان 1% خلال عام 2003، وهذا راجع إلى ارتفاع قيمة الدولار، في محاولة منه للحد من ارتفاع نسبة التضخم، وحتى تتمكن المصارف من تمويل احتياجاتها، قامت هي الأخرى برفع أسعار الفائدة على القروض العقارية؛ مما أدى إلى عجز المقرضين عن سداد ديونهم للمصارف، الأمر الذي دفعهم إلى اللجوء إلى عرض عقاراتهم للبيع من أجل سداد ديونهم<sup>2</sup>. وخلال هذه الفترة ارتفعت نسبة العقارات المعروضة للبيع من قبل الأفراد والشركات، وكننتيجة طبيعية للزيادة الكبيرة للعرض على الطلب، بدأت أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية في الانخفاض، مما يعني انفجار فقاعة العقارات في صيف 2007، ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح تطور أسعار العقارات في كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو خلال الفترة من 1999 إلى 2008.

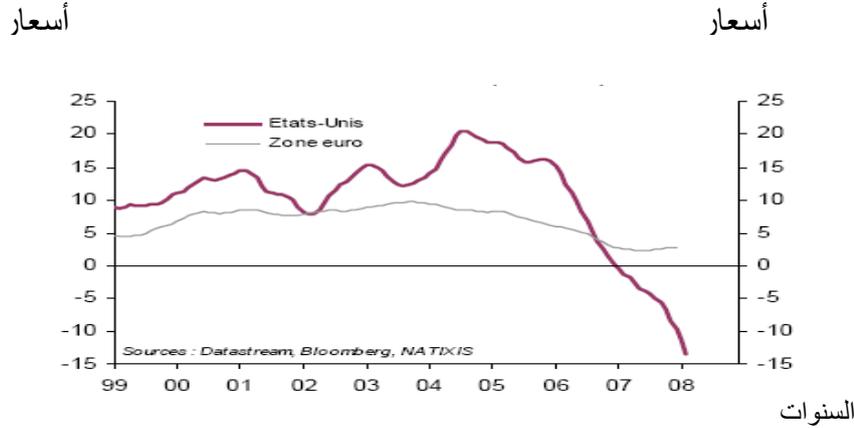
<sup>1</sup>. رضا الفتحي علي المنسي، "إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الثاني لأزمة الأول الراهنة"، المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، جامعة الإسراء الخاصة، كلية العلوم الإدارية والمالية، يومي 28 و29 أبريل 2009، ص. 6، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.jps-dir.com/Forum/uploads/1364/isra.pdf> (تاريخ الزيارة: 2019/01/05)

<sup>2</sup>. بديعة لشهب، "الأزمة المالية العالمية محاولة في الفهم والتجاوز"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 52، 2010، ص. 68.

الشكل رقم (04): أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو خلال الفترة

2008-1999



Source: Patrick ARTUS, 'Comment éviter une finance procyclique ?', Flach économie, mai 2008, N° 200,P.2. Site internet :

<http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=38619> (Consulté le : 06/01/2018)

من هنا بدأت الأزمة المالية، حيث أصبحت المصارف تواجه مشكلة السيولة لعدم سداد المقترضين لديونهم التي هي في الأساس أموال مودعين، ومع انتشار الإشاعات بحدوث أزمة مالية، زاد إقبال المودعين على سحب ودائعهم لضمان استرداد أموالهم، الأمر الذي أدى إلى تعميق مشكلة السيولة لدى المصارف الأمريكية إلى حد انهيار البعض منها مثل بنك "لمان برانرز" وهو رابع أكبر مصرف استثماري في الولايات المتحدة الأمريكية.

وفي هذا السياق اعتبر الاقتصادي "موريس آلي" الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد، أن الاقتصاد العالمي يعاني من أزمة هيكلية بقيادة الليبرالية، كما أنه مهدد بالانهيار بسبب أزمة مضاعفة (المديونية والبطالة)، واقترح لعلاج الأزمة تعديل معدل الفائدة إلى حدود الصفر وهو ما يتطابق مع مبادئ الاقتصاد الإسلامي الرامية إلى إلغاء التعامل بالفائدة (الربا)<sup>1</sup>؛ حيث يلعب

<sup>1</sup>. سامر مظهر قنطججي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية، الطبعة الأولى، دمشق: دار النهضة، 2008، ص. 33.

سعر الفائدة الذي تحدده البنوك المركزية دوراً مهماً في تحديد وفرة الائتمان في السوق المالي، فعند رفع سعر الفائدة يؤدي إلى عدم الاقتراض من البنوك، أما تخفيض سعر الفائدة فهو حافز للاقتراض من البنوك والاستثمار في المشروعات.

وهو ما لوحظ في بداية الأزمة المالية العالمية؛ حيث من الإجراءات الأولية التي قامت بها الدول هي سياسة معدل الفائدة الصفري، فقد قدر معدل الفائدة خلال عام 2009 في كل من اليابان بـ 0.1%، الولايات المتحدة الأمريكية ما بين 0% و 0.25%، كندا 0.75%، وفي الاتحاد الأوروبي تم تخفيض معدل الفائدة إلى 1.25%، وطبقت هذه السياسة من قبل البنوك المركزية للدول بهدف زيادة مستويات الاستثمار من خلال تخفيض تكلفة رأس المال، والحفاظ على مستويات مستقرة للأسعار لتحقيق النمو الاقتصادي.

إلى جانب جملة الأسباب السابقة الذكر هناك أسباب أخرى أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية منها غياب الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية في العديد من الدول كبنوك الاستثمار وسماسة الرهون العقارية من قبل السلطات النقدية، بالإضافة إلى انعدام الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية؛ مما يؤدي إلى تشجيع المستثمرين على الإقبال على هذه الأوراق المالية<sup>1</sup>.

كما أن التدفق الكبير للفوائض المالية من الصين واليابان ومن دول الخليج العربي إلى البنوك الأمريكية، أدى إلى اتجاه هذه الأخيرة إلى استثمار جزء كبير منها في الائتمان العقاري، نظراً لانتعاش سوق العقار الأمريكي، والذي كان السبب في حدوث أزمة الرهن العقاري الأمريكية<sup>2</sup>، بالإضافة إلى عنصر "الثقة" الذي لعب دوراً هاماً في حدوث الأزمة المالية العالمية، فانعدام ثقة

<sup>1</sup>. نادية العقون، صبرينة كردودي، "النظام المصرفي الإسلامي كبديل للوقاية من الأزمات المالية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الرهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير خميس مليانة، الجزائر، يومي 5 و 6 ماي 2009، ص. 8.

<sup>2</sup>. محمد يوسف القريوتي وآخرون، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الطبعة الأولى، الجزء الرابع، عمان: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2011، ص. 31.

المودعين في النظام المصرفي الأمريكي أدى إلى سحب ودائهم بشكل كبير ومفاجئ من البنوك الأمريكية؛ مما أحدث أزمة سيولة وبالتالي إعلان العديد من المصارف الأمريكية إفلاسها<sup>1</sup>.

## المطلب الثاني: مراحل تطور الأزمة المالية العالمية 2008 وتداعياتها

### الفرع الأول: مراحل تطور الأزمة المالية العالمية

يمكن إيجاز المراحل التي مرت بها الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية في ثلاث مراحل رئيسية<sup>2</sup>:

#### 1. مرحلة انفجار الأزمة المالية

بعد حدوث فقاعة الأنترنت في عام 2000، انتعش سوق الرهن العقاري على إثر قيام العديد من المصارف الأمريكية بمنح قروض عقارية لمئات الآلاف من المواطنين ذوي الدخل المحدود، مما نتج عنه تشكل الفقاعة العقارية بسبب انخفاض أسعار العقارات مما أدى إلى تضرر المصارف الدائنة بانخفاض قيم أسهمهم في البورصة، نتيجة عدم سداد المقترضين لقروضهم، وأهم الأحداث التي ميزت هذه المرحلة ما يلي:

- فيفري 2007: عدم تسديد قروض الرهن العقاري مما أدى إلى إفلاس المصارف الأمريكية المتخصصة التي قامت بمنحها؛
- أوت 2007: تدهور البورصات أمام مخاطر اتساع الأزمة، مما دفع بالمصارف المركزية للتدخل لدعم سوق السيولة؛
- من أكتوبر 2007 إلى ديسمبر 2007: إعلان عدة مصارف عن انخفاض كبير في أسعار أسهمهم بسبب أزمة الرهن العقاري؛

<sup>1</sup>. محمد يوسف القريوتي وآخرون ، مرجع سابق، ص. 32

<sup>2</sup>. حامدي محمد، "التأسيس النظري للازمة المالية العالمية"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص. 100-102.

- جانفي 2008: قيام البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتخفيض أسعار الفائدة بشكل تدريجي إلى 2% بين شهر جانفي ونهاية أفريل.

## 2. مرحلة محاولة احتواء الأزمة

بعد الخسائر التي تعرضت لها البنوك، تدخلت الحكومات عن طريق إعادة تمويلها بالإضافة إلى شراء أصولها، وأهم ما ميز هذه المرحلة ما يلي:

- 17 فيفري 2008: قيام الحكومة البريطانية بتأميم بنك "نورنر روك"؛
- مارس 2008: الإعلان عن شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الفدرالي الأمريكي؛
- 7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المؤسسات المائتان المتخصصةتان في مجال قروض الرهن العقاري "فريدي ماي" و"فاني ماي" تحت وصايتها مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار؛
- 15 سبتمبر 2008: إعلان بنك الأعمال "ليمان برانرز" عن إفلاسه، وكذلك إعلان المصرف الأمريكي "بنك أوف أمريكا" شراء أكبر مجموعة تأمين هي مجموعة "أي آي جي" المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها؛
- 18 سبتمبر 2008: قيام البنك البريطاني "لويدتي أس بي" بشراء منافسه "أتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس.

## 3. مرحلة اعتماد خطط الإنقاذ

في هذه المرحلة قام وزير الخزانة الأمريكية "هنري بولسون" بصياغة خطة للإنقاذ بقيمة 700 مليار دولار، وأهم ما ميز هذه المرحلة ما يلي:

- 23 سبتمبر 2008: قيام الجمعية العامة للأمم المتحدة بمناقشة الأزمة المالية؛

- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على القيام بالتزاماتها، وقيام بنك "جي بي مرغان" بشراء منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الأمريكية؛
  - 28 سبتمبر 2008: تم الاتفاق على خطة الإنقاذ الأمريكية في الكونغرس الأمريكي، وقيام السلطات البريطانية بتأميم بنك "برادفورد وبيغلي"؛
  - 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ الأمريكية؛
  - 01 نوفمبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.
- كما عرفت الأزمة المالية العالمية عدة تطورات وتحولات من أزمة رهن العقاري إلى أزمة سيولة ثم أزمة الأسواق المالية، وأزمة ثقة، وهو ما سنوضحه في النقاط التالية.

### 1. أزمة الرهن العقاري

ارتفعت أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من 2001 إلى 2006، ثم بدأت في الانخفاض في منتصف عام 2006 مع ارتفاع عجز الأسر الأمريكية عن سداد ديونها، مما أدى إلى انفجار فقاعة العقار<sup>1</sup>؛ فلازدهار الكبير الذي عرفه سوق العقارات الأمريكي خلال الفترة من 2001 إلى 2006، شجع البنوك الأمريكية على الإقراض العقاري مرتفع المخاطر (الإقراض دون اشتراط توفر الملاءة المالية لدى المقترض)؛ حيث عرفت قيمة الرهون العقارية من الدرجة الثانية ارتفاعا من 1.2 تريليون دولار خلال عام 2001 إلى أكثر من 4 تريليون دولار خلال العام 2006، وهذا بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح لدى البنوك، ومع قيام البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي برفع أسعار الفائدة حدث انخفاض شديد في أسعار العقارات، وتزايد عدد العاجزين عن سداد قروضهم العقارية للبنوك، مما أدى إلى حدوث أزمة الرهن العقاري.

<sup>1</sup> . Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, christian de Boissieu, Gunther Capell-Blancard, **De la crise des subprimes à la crise mondiale**, Paris : la documentation Française, 2009, P. 44.

## 2. أزمة سيولة

نتيجة لعدم قدرة المؤسسات والأفراد عن سداد ديونهم اتجاه البنوك، ظهرت أزمة السيولة في سوق ما بين البنوك، ورغم قيام البنك الاحتياطي الفدرالي بضخ ما قيمته 300 مليار دولار إلا أن قطاع ما بين البنوك بقي مشلولاً حتى عام 2009<sup>1</sup>، فأزمة السيولة هي نتيجة لأزمة الرهن العقاري؛ بسبب عدم تسديد القروض من قبل الأسر الأمريكية والمؤسسات إلى البنوك الأمريكية، وبما أن المصدر الرئيسي للحصول على السيولة لهذه الأخيرة هو الإقراض، فإنها تعرضت لنقص في السيولة، وكذلك عدم قدرتها على الاقتراض من البنوك الأخرى لأنها تعاني من نفس المشكل وهو نقص السيولة، كل هذا أدى إلى حدوث أزمة سيولة في سوق ما بين البنوك.

## 3. أزمة الأسواق المالية

نتيجة لقيام البنوك الأمريكية بتوريق الديون العقارية بهدف الحصول على السيولة، وذلك من خلال تجميع القروض العقارية وإعادة بيعها للمؤسسات والشركات المالية، لتقوم هذه الأخيرة بتجميع أقساط القروض من المدينين، أدى هذا إلى امتداد آثار أزمة السيولة إلى عدد كبير من البنوك والشركات في الولايات المتحدة الأمريكية المتعاملة في الأسواق المالية، والتي انهارت أسهمها جراء أزمة السيولة، مما أدى إلى حدوث أزمة مالية أمريكية<sup>2</sup>.

## 4. أزمة ثقة

نتيجة لتضرر المصارف الدائنة من عدم السداد، هبطت قيمة أسهمها في البورصة وأعلنت عدة شركات عقارية وشركات تأمين إفلاسها، وقد سيطر على أذهان المستثمرين حالة من عدم الثقة مما دفع بالمودعين لسحب ودائعهم، وقد انعكس هذا سلباً على سيولة البنوك بالرغم من

<sup>1</sup> . Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, christian de Boissieu, Gunther Capell-Blancard. Op ite P. 50

<sup>2</sup> . إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي"، مجلس الغرف السعودية، 10 أكتوبر 2008. على الموقع الإلكتروني: <http://www.jinan.edu.lb/conf/Mony/1/dreljouzi.pdf>، (تاريخ الزيارة: 2018/01/11).

تدخلات البنوك المركزية لتقديم مليارات الدولارات لاستعادة الثقة للبنوك، وبالتالي خسر المستثمر الأمريكي الثقة في الأسواق مما أدى إلى تراجع المعاملات المالية.

لم تقتصر أزمة الرهن العقاري على الجانب المالي فقط، بل تجاوزته لتُصيب الجانب الحقيقي للاقتصاد؛ أي تحولت من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية، فارتفع أسعار الفائدة أدى إلى عزوف الشركات والأفراد عن الاقتراض الأمر الذي تسبب في حدوث أزمة ائتمان والتي تكبح الاستثمار والاستهلاك، وبالتالي التأثير على النمو الاقتصادي، مما أدى إلى تراجع معدلات النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية والتكتل الاقتصادي الأوروبي واليابان، ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح كيفية انتقال الأزمة المالية إلى الاقتصاد الحقيقي.

الشكل رقم (05): انتقال الأزمة المالية العالمية 2008 إلى الاقتصاد الحقيقي



المصدر: بوعشة مبارك، "الأزمة المالية: الجذور، الأسباب والآفاق"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 32.

كما أن الأزمة المالية الأمريكية سرعان ما تحولت إلى أزمة مالية عالمية نتيجة ارتباط المؤسسات المالية الأوروبية والآسيوية بالسوق المالية الأمريكية، وبالتالي تحولت أزمة الرهن

العقاري من الولايات المتحدة الأمريكية إلى القارة الأوروبية والآسيوية، لتتحول إلى أكبر أزمة مالية عالمية عرفها الاقتصاد العالمي.

## الفرع الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008

### 1. تداعيات الأزمة على الاقتصاد الأمريكي

مع التراجع الكبير في أسعار العقارات وإفلاس المؤسسات المالية الضامنة لها وانتقال الأزمة إلى قطاع المصارف وقطاع التأمين، تراجع القطاع المصرفي عن أداء دوره المحوري لتحريك الاقتصاد عن طريق تقديم القروض لأغراض الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، كما زادت هذه الأزمة من معاناة الاقتصاد الأمريكي، الذي يعاني بالفعل منذ سنوات من النمو المتباطئ نتيجة العجز التجاري، وظهرت أعراض هذه الأزمة على كافة مؤشرات الأداء الاقتصادي الكلي للولايات المتحدة على النحو التالي<sup>1</sup>:

- تفاقم العجز في الميزانية، والذي وصل لأقصاه في الربع الأول من عام 2008، حيث أصبح يمثل حوالي 9.2% من الناتج المحلي الإجمالي. كما تمّ التوقع بارتفاع عجز الموازنة في نهاية عام 2008 من حوالي 100 مليار دولار إلى 258 مليار دولار دون تكاليف خطة إنعاش الاقتصاد مقابل 163 مليار دولار عام 2007؛
- ارتفاع حجم المديونية ليصل إلى 36 تريليون دولار، فحسب إحصائيات وزارة الخزانة الأمريكية، فقد ارتفعت الديون الحكومية لتشكّل حوالي 64% من الناتج المحلي الإجمالي، هذا إلى جانب ارتفاع مديونيات الأفراد والشركات لتصل إلى 6.27 تريليون دولار، منها حوالي 2.09 تريليون دولار ديون أفراد نتيجة التمويل العقاري، وحوالي 4.18 تريليون دولار ديون على الشركات؛

1. إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، مرجع سابق، ص. 25.

- تزايد تباطؤ نمو الاقتصاد الأمريكي منذ شهر جانفي 2008، حيث شهدت قطاعات الإسكان والتصنيع وحركة البيع والشراء ضعفاً في أنشطتها نتيجة لارتفاع أسعار المواد والسلع الأولية والطاقة؛
- ارتفاع معدلات التضخم التي تجاوزت 5.4%، علاوة على ارتفاع معدلات البطالة إلى 1.5% و فقدان أكثر من 3 مليون شخص لوظائفهم بمعدل 80 ألف وظيفة شهرياً ليصل إجمالي من فقدوا وظائفهم في الاقتصاد الأمريكي بسبب أزمة الرهن العقاري حتى ماي 2008 أكثر من نصف مليون شخص؛
- انخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين إلى أدنى مستوى له منذ عام 1992 نتيجة تخوف المستثمرين، حيث تراجع كل من مؤشر النشاط الصناعي في نيويورك، ومؤشر الطلب على الاستهلاك إلى أدنى قيم لهما منذ أكتوبر 2001؛
- تراجع تحويل رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 50%، لدرجة أن تحويل رؤوس الأموال أصبح كافياً فقط لسد العجز في الميزان التجاري الأمريكي، الذي بلغ حوالي 60 مليار دولار؛
- الهبوط السريع في سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى في العالم، حيث وصل الدولار إلى مستوى 100 ين ياباني وهو أدنى سعر له منذ التسعينات، كما وصل اليورو إلى ما بعد حاجز الدولار والنصف لأول مرة منذ صدور اليورو، وهو ما أدى لتزايد التحول عن التعامل بالدولار سواء من الأفراد أو الدول؛
- تراجع أرباح البنوك الأمريكية، وذلك بسبب عدم تحصيل الديون العقارية، وتوالي الإعلان عن انهيار صناديق التحوط التابعة لعدد من البنوك، بسبب القروض العقارية الرديئة، و حدوث عمليات بيع واستحواذ في الجهاز المصرفي بأسعار متدنية جداً، بعد تراجع أسعار أسهم المصارف بشكل كبير.
- زيادة مشتريات الأجانب لحصص في الشركات والمصانع الأمريكية، وذلك بسبب تراجع أسعار الأسهم وتراجع قيمة الدولار، حيث بلغت هذه المشتريات حوالي 414 مليار دولار

في نهاية الربع الأول من عام 2008، وذلك بنسبة زيادة حوالي 90 % مقارنة بنفس الفترة من عام 2006 .

وبالإضافة لما سبق قدّرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إجمالي الخسائر الاقتصادية الأمريكية بسبب أزمة الرهن العقاري بحوالي 350 إلى 540 مليار دولار، بينما قدر صندوق النقد الدولي هذه الخسائر بحوالي 945 مليار دولار.

## 2. تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي

إن تحول الأزمة المالية الأمريكية إلى أزمة مالية عالمية كان أمراً منطقياً لأن الولايات المتحدة الأمريكية هي أكبر بلد مستورد في العالم؛ حيث تبلغ وارداتها السلعية نحو 1919 مليار دولار أي ما نسبته 15.5% من الواردات العالمية، وهو ما انعكس على صادرات دول العالم<sup>1</sup>، وبالتالي إحداث آثار حادة على الاقتصاد العالمي في كافة جوانبه، وتتمثل أهمها فيما يلي:

### - تراجع البورصات العالمية

حيث أن العولمة المالية ساهمت بشكل كبير في انتقال الأزمة المالية الأمريكية إلى بقية دول العالم؛ إذ طالت الأزمة المالية الأسواق المالية وذلك بتراجع مؤشراتها؛ حيث انخفض مؤشر داوجونز بنحو 18% وهو الانخفاض الأكبر في تاريخه منذ عام 1986، كما انخفض مؤشر ناسداك بنسبة 15% ومؤشر نيكاي بنسبة 10%، وقد بلغ مستوى الخسائر في البورصات العالمية 25 تريليون دولار بتاريخ 10 أكتوبر 2008<sup>2</sup>.

### - الركود الاقتصادي

من بين آثار الأزمة المالية العالمية أيضاً، دخول الاقتصاد العالمي في حالة ركود اقتصادي نتيجة انخفاض الاستهلاك، وتقليص إنفاق الشركات والنشاط الإسكاني؛ مما انعكس على العجز

<sup>1</sup>. سعيد الحلاق، "الأزمة المالية العالمية ومعالجتها من منظور إسلامي"، مؤتمر تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، مصر: منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2010، ص. 72.

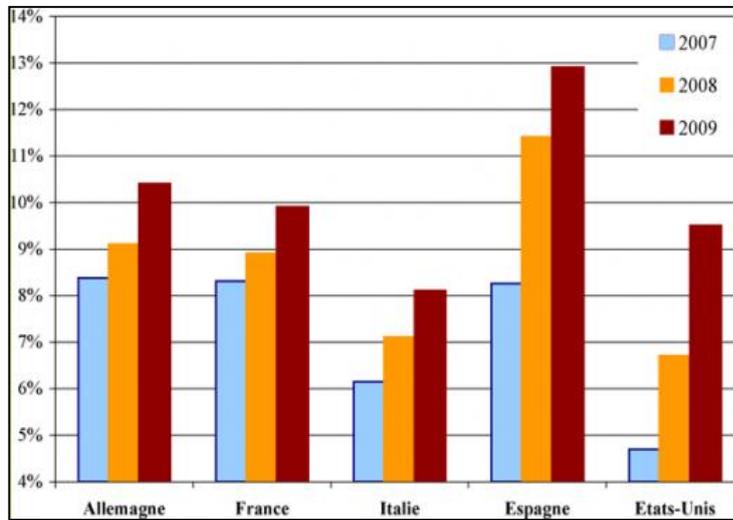
<sup>2</sup>. سفيان عيسى حريز، "الإجراءات الوقائية والعلاجية للاثزمات المالية: رؤية إسلامية"، مؤتمر تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، مصر: منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2010، ص. 129.

في الميزان التجاري للدول المتقدمة؛ حيث حققت الولايات المتحدة الأمريكية عجزاً قياسيًّا خلال سنة 2008 بلغ 455 مليار دولار وازدياد قدرها 50% مقارنة بسنة 2007، كما حقق الميزان التجاري لدول التكتل الاقتصادي الأوروبي في 2008 عجزاً بقيمة 27.2 مليار يورو أي ما يعادل 36 مليار دولار، مقارنة بـ 16.1 مليار يورو سنة 2007<sup>1</sup>.

### - ارتفاع معدلات البطالة

عرفت البنوك والمؤسسات المالية عمليات واسعة لتسريح العمال؛ حيث تمَّ في بريطانيا تأميم بنك "نورث نروك" للتمويل العقاري والاستغناء عن أكثر من 2000 موظف، وفي ألمانيا قرر مصرف "كومرتس بنك" الاستغناء عن 9000 وظيفة، ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح تطور معدلات البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول الأوروبية<sup>2</sup>.

الشكل رقم (06): تطور معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول الأوروبية



Source : Jacques Sapir, « Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe ». <http://www.france.attac.org/spip.php?article9400.vu> . P.4. (Consulté le : 12/01/ 2018).

<sup>1</sup>. إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الإسكندرية: الدار الجامعية، 2009، ص. 72.

<sup>2</sup>. حازم الببلاوي، "الأزمة المالية العالمية الحالية محاولة للفهم"، ص:3، على الموقع الإلكتروني:

(تاريخ الزيارة: 2018/01/1)، [www.iidalraid.de/Arabisch/Abwab/Artikel/2008/Dirasat/Dr0000117.doc](http://www.iidalraid.de/Arabisch/Abwab/Artikel/2008/Dirasat/Dr0000117.doc)

كما كان للأزمة المالية العالمية آثاراً سلبية على معظم اقتصادات دول العالم بدرجات متفاوتة، وهذا بالنظر إلى درجة انفتاح البلد وحجم علاقاته الاقتصادية والمالية مع العالم الخارجي؛ حيث انخفضت المبادلات التجارية العالمية مع نهاية 2008؛ حيث أشارت تقارير المنظمة العالمية للتجارة أن سنوات 2008 و 2009 عرفت تراجعاً كبيراً في المبادلات التجارية بسبب انخفاض الطلب في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو<sup>1</sup>.

ويمثل الاقتصاد الأمريكي المنهار ما لا يقل عن 30% من الناتج الإجمالي العالمي ويؤثر مباشرة على ما لا يقل عن 50 دولة تأثيراً مباشراً، لذلك فدخل الاقتصاد الأمريكي في حالة ركود اقتصادي عام 2008، جعل كل التوقعات والمؤشرات كلها تشير إلى انخفاض الطلب لهذه السوق على المنتجات والسلع من الدول الأخرى بمعدلات كبيرة، وهو ما انعكس على انخفاض الصادرات المتدفقة من الدول الأخرى على الاقتصاد الأمريكي، ومن ناحية أخرى انخفضت قدرة الولايات المتحدة الأمريكية على الاستيراد والتصدير، كما أن انخفاض استهلاك الولايات المتحدة الأمريكية من البترول انعكس سلباً على الدول المصدرة للنفط.

### 3. تداعيات الأزمة المالية العالمية على الدول العربية

تختلف آثار الأزمة المالية العالمية على الدول العربية تبعاً للظروف والأوضاع الاقتصادية لكل دولة، وبصفة خاصة مدى انفتاحها على العالم الخارجي، ويمكن إيجاز أهم تداعيات الأزمة المالية العالمية على الدول العربية في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- انخفاض الصادرات العربية، بسبب الركود الاقتصادي الذي أصاب الاقتصاد العالمي، خاصة أن الجزء الأكبر من الصادرات العربية يتجه نحو الولايات المتحدة الأمريكية والدول

<sup>1</sup>. عمار علوني، "آثار الأزمة المالية العالمية على التشغيل"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص. 469-470.

<sup>2</sup>. راضية بوزيان، "الأزمة المالية العالمية وآثارها على اقتصاديات العالم العربي الأسباب والتداعيات والتأثيرات وآفاق التغيير على الاقتصاد العالمي والجزائري"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص. 437-438.

الأوروبية، وهي الدول الأكثر تأثراً بالأزمة المالية العالمية، فقد بلغت الصادرات العربية الإجمالية عام 2008 حوالي 800 مليار دولار أي ما يُمثل 6% من إجمالي الصادرات العالمية، كما بلغت الصادرات العربية من البترول في نفس العام حوالي 608 مليار دولار، أي ما يعادل 76% من إجمالي الصادرات العربية؛

- انخفاض الطلب على البترول خاصة من قبل الولايات المتحدة الأمريكية، باعتبارها أكبر بلد مستورد للنفط، وما نتج عنه من انخفاض في سعره العالمي؛ حيث خلال الأشهر الأخيرة من عام 2008 والأشهر الأولى من عام 2009 انخفض سعر البترول من 150 دولار إلى 40 دولار للبرميل الواحد؛

- حدوث خسائر في الاستثمارات العربية بالخارج وخاصة الاستثمارات الخليجية، والتي كانت في شكل أموال مملوكة للحكومات في إطار ما يُعرف "بصناديق الثروة السيادية"؛ وقد بلغت خسائر هذه الصناديق السيادية الخليجية بسبب الأزمة المالية العالمية 400 مليار دولار.

### المطلب الثالث: تدويل الأزمة المالية العالمية 2008

تطورت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية بصورة سريعة نتيجة ظاهرة اندماج البنوك وتربطها ببعضها البعض؛ حيث بلغ عدد البنوك التي أعلنت إفلاسها في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها ومنذ شهرين فقط من انفجار الأزمة 19 بنكاً كبنك "ليمان برانرز"، وبنك "ميرل لنش" (Mirll Lynch) وتحول بنكي "مورغان ستانلي" (Morgan Stenley) و"غولدمان ساكس" (Goldman Sacks) إلى مجموعتين مصرفيتين تابعتين لبنك الاحتياطي الفيدرالي<sup>1</sup>، وبعدها انتقلت

\*. يمكن تعريف صناديق الثروة السيادية على أنها آلية أو أداة يُنشئها بلد لديه فائض مالي محقق نتيجة فائض في الميزان التجاري أو بسبب ارتفاع الإيرادات العامة، بهدف ادخار أو استثمار هذا الفائض داخلياً أو خارجياً في الأسواق المالية العالمية أو في البنوك والمؤسسات المالية الدولية.

<sup>1</sup>. إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص. 47-78.

عدوى أزمة الرهن العقاري الأمريكية إلى الأسواق المالية الأمريكية ثم العالمية وخاصة الأوروبية وهو ما يعرف بتداول الأزمة المالية العالمية.

## الفرع الأول: قنوات انتقال الأزمة المالية العالمية عالمياً

### 1- قناة أسواق المال

نظراً لأهمية الاستثمار في الاقتصاد الدولي من خلال تعاضد دور الأوراق المالية في الدول، تُعتبر قناة أسواق المال الأكثر تأثيراً في انتقال الأزمات المالية، من خلال توجه الكثير من المستثمرين إليها بهدف تحقيق الأرباح بالاعتماد على عمليات المضاربة.

ترتبط السوق الأمريكية ارتباطاً وثيقاً بباقي الأسواق المالية العالمية وخاصة الأوروبية؛ ولعل أهم الآثار الأولية لأزمة الرهن العقاري، انخفاض في مؤشرات الأسواق المالية الدولية؛ حيث كانت نسب الانخفاض الأولية في مؤشرات الأسواق المالية العالمية بعد انفجار أزمة الرهن العقاري الأمريكية كما يلي<sup>1</sup>:

- مؤشر داوجونز، وهو مؤشر صناعي لأكبر 30 شركة صناعية في بورصة نيويورك بنسبة 12%؛
- مؤشر يوروستوكس، وهو مؤشر لأسهم أكبر 50 شركة في منطقة اليورو بنسبة 20%؛
- مؤشر نيكاي وهو مؤشر لسوق الاسهم اليابانية في بورصة طوكيو بنسبة 26%؛
- مؤشر كاك 40 الفرنسي، وهو مؤشر لأكبر 40 شركة في فرنسا بنسبة 22%؛
- مؤشر داكس، وهو مؤشر لأكبر 30 شركة ألمانية في بورصة فرانكفورت بنسبة 19%؛
- مؤشر فوتس، وهو مؤشر لأكبر 100 شركة بريطانية في بورصة لندن بنسبة 12%؛

<sup>1</sup>. نادية العقون، أزمة الرهن العقاري: عداها وآليات انتقالها"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة الاقتصادية، العددان 53-54، 2011، ص. 104.

ومنه فإن الأزمة المالية انتشرت لتشمل معظم الأسواق المالية العالمية، بما فيها الأسواق المالية الأوروبية؛ حيث تراجعت جميعها جراء هذا الانخفاض في المؤشرات.

## 2- قناة سعر الصرف

يعتبر سعر الصرف قناة لانتقال أثر أزمة الرهن العقاري إلى باقي دول العالم وتحولها إلى أزمة عالمية، على اعتبار أن الدولار عملة عالمية؛ حيث تقدر حصة الدولار من إصدارات السندات بـ 36%، و 52% من فوترة التجارة العالمية، و 65% من احتياطات الصرف في البنوك المركزية، كما يبلغ حجم السوق المالي الأمريكي 58 ترليون دولار، وعلى هذا الأساس فإن انخفاض سعر صرف الدولار مقارنة بما كان عليه في منتصف عام 2007 بما يقارب 15% منذ بداية ديسمبر 2008 مقابل اليورو، الأمر الذي أدى إلى زيادة أسعار السلع الأساسية المسعرة بالدولار خاصة أسعار الذهب والنفط الخام، ومنه فإن التوتر الكبير الذي أصاب أسواق النقد الأجنبي الناتج عن الأزمة المالية الأمريكية كان له أثر كبير على الأسواق المالية العالمية<sup>1</sup>.

## 3- قناة التجارة الخارجية

ساهم التحرير التجاري في مضاعفة التجارة الدولية في السلع والخدمات، حيث يُعتبر السوق الأمريكي من أكبر الأسواق العالمية من حيث الحجم والقوة الشرائية، وحسب الأناكند (المؤتمر العالمي للتجارة والتنمية) فإن واردات الولايات المتحدة الأمريكية تُقدر بما يقارب 20% من إجمالي الواردات العالمية، مما يعمل على نقل تغيرات أسعار السلع المتاجر فيها دولياً، كما تعمل قناة التجارة الدولية باتجاهين؛ حيث يمكن للولايات المتحدة الأمريكية أن تستورد التضخم من خلال الصادرات القادمة لها من الخارج، كما يمكن أن تصدر التضخم من خلال ما تستورده الدول الأخرى من السوق الأمريكي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. نادية العقون، مرجع سابق، ص. 106. نقلاً عن:

Emmanuel Lechypre, « Que Vaut encore le Dollar ? », L'Expansion, n°731, juin 2008, P.44.

<sup>2</sup>. سمير بوعافية، مصطفى قريد، مرجع سابق، ص. 248.

إلى جانب هذه القنوات، يمكن للتوقعات بصنفيها المتشائمة والمتفائلة الخاصة بالمستثمرين والمضاربين أن تلعب دوراً مهماً في نقل الأزمة المالية الأمريكية إلى بقية دول العالم؛ حيث أن انفجار الفقاعة العقارية أدى إلى حدوث حالة من التوقعات التشاؤمية حول التطورات الاقتصادية المستقبلية، الأمر الذي دفع بالمستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمار، كما امتنعت البنوك عن الإقراض سواء فيما بينها أو للأفراد خوفاً من نقص السيولة، مما أدى إلى ارتفاع نسب الفوائد وحدثت أزمة سيولة والتسبب في التراجع الاقتصادي في بقية دول العالم.

والجدير بالذكر أن هذه القنوات لا تعمل بشكل منفصل عن بعضها البعض، بل تتفاعل بشكل آني فيما بينها، فالضغوط الانكماشية أو التضخمية في السوق الأمريكي تؤدي لا محالة إلى تغيير قيمة الدولار مقابل العملات الدولية الرئيسية، وبالتالي انتقال الآثار المضاعفة على الاقتصاد الأمريكي إلى باقي دول العالم، ولكن بدرجات متفاوتة حسب درجة انفتاحها ومدى ارتباط أسواقها بالسوق الأمريكي، كما أن التوقعات التشاؤمية تساهم في مضاعفة هذه الضغوط وتعمل على نقلها إلى الأسواق العالمية الأخرى من خلال وسائل نقل المعلومة المتعددة والسريعة.

### الفرع الثاني: قنوات انتقال الأزمة المالية العالمية 2008 أوروبا

كان للأزمة المالية العالمية تأثيرات كبيرة على الاتحاد الأوروبي؛ حيث انتقلت الأزمة إلى أوروبا بداية من صيف 2008 من خلال ثلاث قنوات رئيسة تتمثل في النظام المالي الأوروبي في حد ذاته، وتأثير الثقة على الطلب، ومن خلال التجارة الدولية<sup>1</sup>؛ إلا أن أغلب الدراسات تتفق على أن انتقال أزمة الرهن العقاري 2008 من الولايات المتحدة الأمريكية إلى الاتحاد الأوروبي كان عبر قناة أسواق المال، وقناة سعر صرف الدولار، وكذا قناة التجارة الخارجية الأوروبية مع الولايات المتحدة الأمريكية.

<sup>1</sup> . European Commission, « **Economic Crisis in Europe : Causes, Consequences, and Responses** », Directorate-General : Economic and Financial Affairs, 2009,P.24. Site Internet : [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication15887\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf) (Consulté le : 25/02/2019).

## 1- قناة أسواق المال الأمريكية وارتباطها بالأسواق المالية الأوروبية

مما لا شك فيه أن التحرير المالي وتكامل وارتباط الأسواق المالية العالمية ببعضها البعض أدى إلى انتقال رؤوس الأموال من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي الأسواق المالية الأخرى وخاصة الأوروبية، كما أن المستثمر الأوروبي يمكنه شراء الأوراق المالية من الولايات المتحدة الأمريكية والعكس صحيح؛ وبالتالي حدوث صدمة مالية في بلد معين سيؤثر لامحالة على الأسواق المالية في البلدان الأخرى.

وعليه أدى تراجع أسعار السندات الحكومية الأمريكية إلى تراجع كبير في أسعار السندات الحكومية في منطقة اليورو؛ ويعود ذلك إلى أن هذه الأخيرة شديدة الانكشاف المالي تجاه الولايات المتحدة الأمريكية وبالتالي انتقلت آثار الأزمة المالية العالمية إليها<sup>1</sup>.

## 2- قناة سعر صرف الدولار

يعتبر الدولار الأمريكي من أهم العملات المتداولة على المستوى العالمي؛ حيث تتم به معظم الصفقات التجارية الدولية، ومع حدوث أزمة الرهن العقاري الأمريكية انخفضت احتياطات البنوك المركزية من الدولار؛ حيث قدرت عام 2008 بـ 62.1% مقارنة بعام 2000 أين كانت البنوك المركزية تحتفظ بالدولار كعملات احتياطية بنسبة 71.1%، كما أن قيمة الأسهم والسندات المحررة بالدولار انخفضت<sup>2</sup>.

وعليه حدث أي انخفاض في سعر صرف الدولار الأمريكي أمام العملات الدولية الأخرى كاليورو أو الجنيه الإسترليني يؤدي إلى خسارة في الاستثمارات المقومة بالدولار الأمريكي سواء

<sup>1</sup>. رجال فاطمة، تداعيات أزمة منطقة اليورو على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول الاتحاد الأوروبي -دراسة حال فرنسا- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018-2019، ص: 46 نقلا عن: صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي-الأزمة والتعافي- دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، أبريل 2009، ص: 2.

<sup>2</sup>. رجال فاطمة، مرجع سابق، ص: 47.

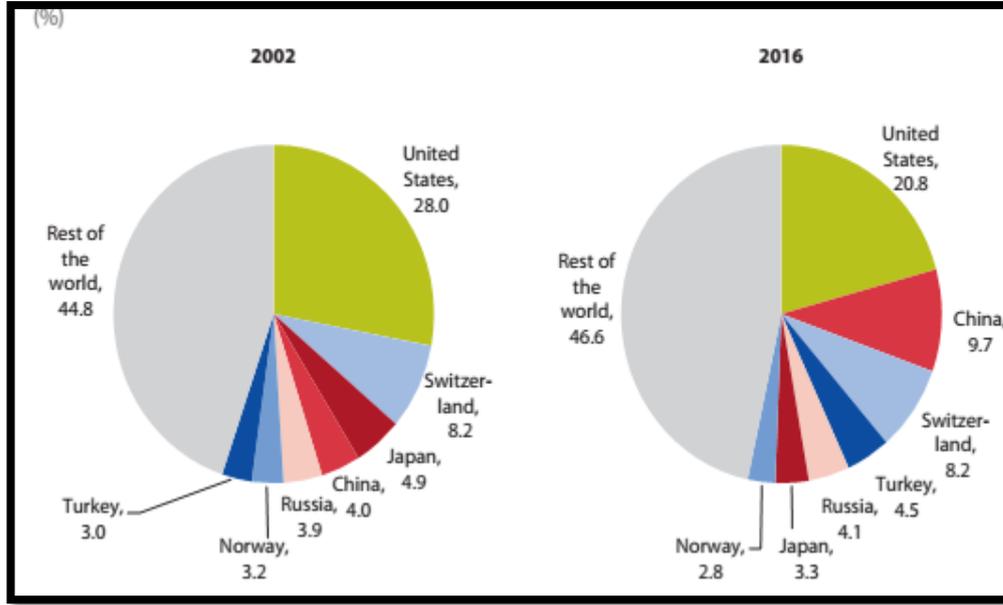
داخل الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها وهو ما يؤدي الى انتقال أزمة الرهن العقاري الى الاتحاد الأوروبي عن طريق قناة سعر صرف الدولار.

أما فيما يخص سعر صرف اليورو فقد سجل ارتفاعا ملحوظا مقابل الدولار الأمريكي خلال فترة الأزمة؛ وهذا راجع الى قيام البنوك المركزية بتحويل احتياطياتها الى اليورو لتجنب مخاطر سعر صرف الدولار أمام اليورو هذا من جهة، من جهة أخرى قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتخفيض قيمة الدولار بشكل عمدي وهذا لتشجيع الصادرات الأمريكية وتخفيف العجز في الميزان التجاري، وهذا تزامنا مع قيام البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتطبيق سياسة التيسير الكمي الأولي بقيمة 1.25 تريليون دولار سنة 2008 والثاني بقيمة 600 مليار دولار عام 2010 وهذا بقصد التخفيف من حدة آثار أزمة الرهن العقاري الأمريكية.

### 3- قناة التجارة الخارجية

ترتبط التجارة الأمريكية بدرجة وثيقة مع باقي أسواق واقتصادات دول العالم، وأي كساد يحدث في الولايات المتحدة الأمريكية يتطور بسرعة ليصبح كساد عالمي وينعكس على صادرات الدول الأخرى، ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح صادرات الاتحاد الأوروبي من السلع خلال الفترة 2002/2016

الشكل رقم (07): صادرات الاتحاد الأوروبي من السلع خلال الفترة 2016/2002

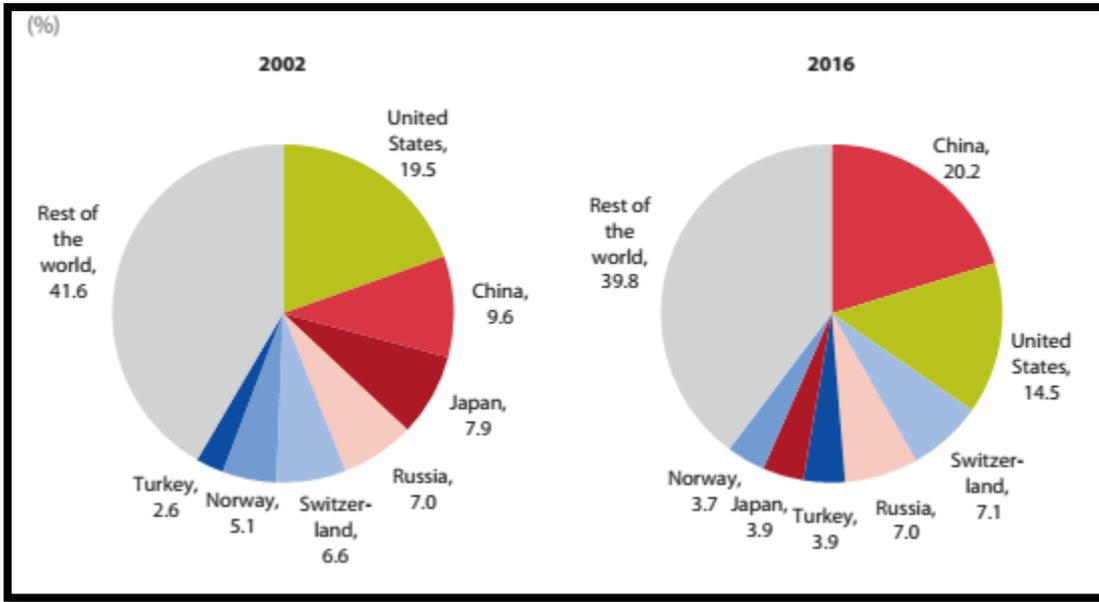


المصدر: رجال فاطمة، مرجع سابق، ص: 54، نقلا عن:

EURO STAT, GLOBALISATION PATTERNS IN EU TRADE AND INVESTMENT, 2017 EDITION, LUXEMBOURG, OCTOBER 2017, P75.

ورغم تراجع نسب صادرات الاتحاد الأوروبي الى الولايات المتحد الامريكية من 28% من إجمالي الصادرات عام 2002 الى 20.8% من إجمالي الصادرات عام 2016 كما هو موضح في الشكل السابق، تبقى الولايات المتحدة الأمريكية الشريك التجاري الرئيسي للاتحاد الأوروبي، ونفس الشيء بالنسبة للواردات كما هو مبين في الشكل الموالي

الشكل رقم (08): واردات الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2016/2002



المصدر: رجال فاطمة، مرجع سابق، ص: 55، نقلا عن:

EURO STAT, GLOBALISATION PATTERNS IN EU TRADE AND INVESTMENT, 2017 EDITION, LUXEMBOURG, OCTOBER 2017, P75

يمكن القول أنه مع حدوث الازمة المالية العالمية عرفت تجارة دول الاتحاد الأوروبي عامة ومنطقة اليورو خاصة تدهورا بسبب انخفاض الطلب العالمي على السلع الاستهلاكية الناتج عن الركود فانخفاض الطلب الأمريكي على السلع الاستهلاكية الأوروبية ساهم في تدهور تجارة الاتحاد الأوروبي في السلع، وبالتالي تصبح قناة التجارة الخارجية قناة أخرى من قنوات انتقال الازمة المالية العالمية 2008 الى الاتحاد الأوروبي وبالأخص منطقة اليورو، هذا الانتقال كان سبب من أسباب حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية.

## المبحث الثاني: بداية، أسباب وآثار أزمة الديون السيادية الأوروبية

لم يتعافى الاقتصاد العالمي من آثار الأزمة المالية العالمية 2008 حتى انفجرت أزمة الديون السيادية الأوروبية؛ وذلك نتيجة لترابط الأسواق المالية العالمية مسببة ركود اقتصادي حاد خاصة في منطقة اليورو مع بداية عام 2012، ومبرزة للاختلالات الاقتصادية والهيكلية في بعض الدول الأعضاء، والتي تم تجاهلها خلال فترة الاستقرار الاقتصادي والمالي أي قبل حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية.

وعليه سنحاول في هذا المبحث عرض بداية أزمة الديون السيادية الأوروبية وكذا أسباب حدوثها وآثارها على منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي ككل.

### المطلب الأول: بداية أزمة الديون السيادية الأوروبية

ظهرت أزمة الديون السيادية في الاتحاد الأوروبي مع نهاية عام 2009 وبداية عام 2010 نتيجة لتراكم الدين الحكومي في اليونان ليبلغ 175% من الناتج المحلي الخام، وامتدت بعدها الى دول أخرى كإسبانيا والبرتغال وإيطاليا وإيرلندا. فإسبانيا مثلا بلغت معدلات البطالة فيها 24% عام 2012، مع تدهور قدرتها التنافسية اللازمة لإنعاش النمو ومعالجة حالة الركود الذي ميزت دول منطقة اليورو؛ حيث شهدت معدلات نمو سالبة بلغت -0.3% عام 2012<sup>1</sup>.

وعليه أصبحت منطقة اليورو تواجه تحديات اقتصادية تتمثل في ارتفاع مستويات الديون والعجز في الموازنات العامة وضعف النظام المصرفي الأوروبي وارتفاع معدلات البطالة؛ الامر الذي أدى الى ظهور أزمة سياسية وخلافات بين الدول حول عمل المؤسسات الأوروبية<sup>2</sup>.

1. Bulletin du FMI, le FMI engage la zone euro à prendre des mesures fermes face à la crise, 18 juillet 2012, Retrived From : [http://www.imf.org/external/French/pubs/ft/survey/so/2012/int071812\\_ab.pdf](http://www.imf.org/external/French/pubs/ft/survey/so/2012/int071812_ab.pdf), consulter le 15/11/2017.

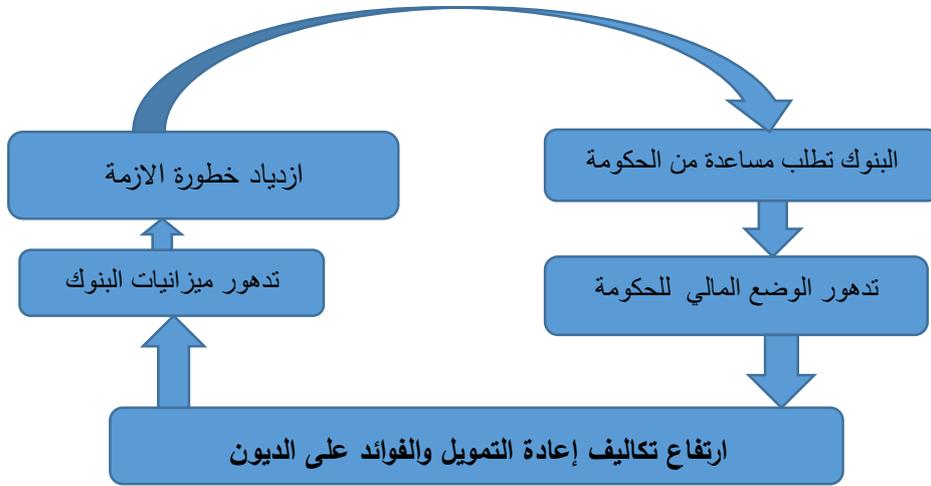
2. Rebecca M, Nelson, Paule belkin, Derek E, Mix Martin. A, Weiss, « the eurozone crisis : Overview and Issues for congress, Conresional research Services, 31 May 2012, P1.

وهناك وجهتي نظر مختلفتين حول طبيعة الازمة في منطقة اليورو ، فهناك من يرى أنها أزمة ديون سيادية فقط وهناك من يعتقد أنها أزمة تصميم النظام النقدي الأوروبي.

### الفرع الأول: أزمة منطقة اليورو هي أزمة ديون سيادية

أكدت المفوضية الأوروبية أن السبب الرئيسي لازمة منطقة اليورو هو الأزمة المالية العالمية 2008 والتي أدت الى انهيار النظام المصرفي الأوروبي وما نتج عنه من ركود في الاقتصاد؛ أي ان أزمة المصارف هي السبب الرئيسي في حدوث أزمة الديون السيادية وذلك عندما قامت حكومات دول الاتحاد الأوروبي بإنفاق ما لا يقل عن 2 تريليون يورو لإنقاذ المصارف الأوروبية بين عامي 2009 و 2010 وهو ما نتج عنه حلقة مفرغة بين المصارف والدين السيادي مثلما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (09): الحلقة المفرغة بين المصارف والديون السيادية



Source : European commission, Banking Union : restoring Financial Stability in Eurozone, MEMO, Brussels, 15 April 2014, P3, Retrieved From :

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/Finances/docs/banking-union/banking-union-meo-en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/Finances/docs/banking-union/banking-union-meo-en.pdf)

## الفرع الثاني: أزمة اليورو هي نتيجة أخطاء في تكوين الاتحاد النقدي الأوروبي

يرى الاقتصادي الأمريكي *Paul Krugman* أن أزمة منطقة اليورو هي ليست أزمة ديون سيادية كما يروج له بعض القادة الأوروبيون؛ وإنما هي أزمة تكوين خاطئ للاتحاد النقدي الأوروبي وذلك وفق ما ورد في كتابه الصادر عام 2012 تحت عنوان «*End this Depression Now*» \*، فالمشكلة حسب كروغمان هي "عملة اليورو" في حد ذاتها التي ساهمت في خفض تكلفة الاقتراض في دول جنوب أوروبا نتيجة الثقة الزائدة في اليورو من قبل المستثمرين وبالتالي عدم المطالبة بعلاوات المخاطر وأصبحوا يعاملون الدين اليوناني كالدين الألماني، بالإضافة الى عدم توافر منطقة اليورو على المعايير اللازمة لتكوين منطقة عملة مثلى فالمعيار الوحيد المحقق هو معيار حجم التبادل التجاري بين الدول الأعضاء والذي يعادل 60%؛ الا أن هناك معيارين آخرين لم يتحققا هما:

- انتقال اليد العاملة بين الدول الأعضاء: فحركية اليد العاملة داخل منطقة اليورو ضعيفة نتيجة الاختلافات اللغوية والثقافية على الرغم من إمكانية عمل أي مواطن أوروبي في كل الدول الأعضاء قانونيا منذ عام 1992.
- غياب الاتحاد المالي بين الدول الأعضاء: فحسب الاقتصادي *Harold James* الذي اكد في كتابه «*Making the European Monetary Union*» الصادر عام 2012 فان عدم وجود اتحاد مالي وغياب التنسيق في صنع السياسات إضافة الى عدم وجود آليات للتعامل مع الصدمات غير متماثلة وتفاوت القدرات التنافسية هي اهم أزمات منطقة اليورو، وأصبح الهدف من انشاء اليورو هو الانطلاق نحو أوروبا موحدة سياسيا وبالتالي خسر مشروع اليورو إمكانية توفير ركيزة أساسية مستقرة اقتصاديا في المستقبل.

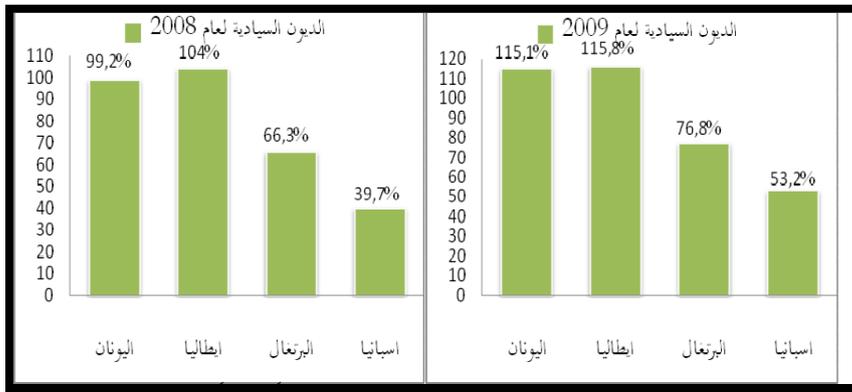
\* Paul Krugman, « And this Depression Now! » W.W.Norton and Company, New-York, 2012 (chapt 10).

\* Harlod James, « Making the European Monetary Union », Belknap Press, Combridge, Masschuttes, 2012.7

وقد ظهرت الشرارة الأولى لأزمة الديون السيادية الأوروبية في اليونان التي عجزت عن تسديد ديونها اتجاه البنوك ومؤسسات مالية وصناديق الاستثمار وازدادت حثتها مع بداية 2011 بانتقالها الى كل من البرتغال وإيرلندا وإيطاليا وإسبانيا والشكل الموالي يوضح نسب الديون السيادية من الناتج المحلي الاجمالي لبعض دول منطقة اليورو لعامي 2008 و2009.

الشكل رقم (10): نسب الديون السيادية من الناتج المحلي الاجمالي لبعض دول منطقة اليورو

خلال عامي 2008 و2009



المصدر: لقمان معزوز، شريف بودري، "المنافسة بين الدولار والايورو في ظل لا استقرار النظام النقدي الدولي"، مجلة الباحث، العدد 09، 2011، ص. 85. نقلاً عن:

Département Des Études Économiques De La Société Générale, « **Les Risques En Europe Du Sud Et La Spécificité Italienne** », Juin 2010, P 24.

من خلال الشكل نلاحظ أن نسب الديون السيادية في اليونان ارتفعت من 99.2% عام 2008 إلى 115.2% عام 2009، وفي إيطاليا ارتفعت من 104% عام 2008 إلى 115.8% عام 2009، وأيضا البرتغال شهدت ارتفاعاً في نسب ديونها السيادية من 66.3% عام 2008 إلى 76.8% عام 2009، وكذلك إسبانيا حيث ارتفعت ديونها السيادية من 39.7% عام 2008 إلى 53.2% عام 2009.

## المطلب الثاني: أسباب أزمة الديون السيادية الأوروبية

واجهت منطقة اليورو أخطر أزمة على مر تاريخها ومنذ بداية انشاء الاتحاد النقدي الأوروبي، فبالرغم من الإجراءات الأولية المتخذة عقب الأزمة؛ إلا أنها لم تتجح في التحكم في الاضطراب في الأسواق المالية في منطقة اليورو والعجز في الميزانيات العامة للدول الأعضاء، ويرجع الكثير من الاقتصاديين الى ان حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية يعود الى مجموعة من الأسباب يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على منطقة اليورو؛ فالارتباط الاقتصادي الوثيق بين الولايات المتحدة الامريكية ومنطقة اليورو خاصة والاتحاد الأوروبي بصفة عامة أدى الى انتقال تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 الى أوروبا ومساهمتها بشكل واضح في حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية وما نتج عنها من انهيار النظام المصرفي الأوروبي وحدث الركود الاقتصادي الأوروبي الخطير؛
- الاستثمار في الأوراق المالي المسندة الى الرهون العقارية (الأصول المسمومة)؛ حيث أن 20% من البنوك الامريكية هي فروع لبنوك منطقة اليورو حسب بنك التسوية الدولي، كما

---

<sup>1</sup> معيزي نجاة، بوزرب خير الدين، الإصلاحات التنظيمية المصرفية في منطقة اليورو بعد أزمة الديون السيادية (2011-2013) -دراسة تحليلية-، مجلة جديد الاقتصاد العدد 13، ديسمبر 2018، ص: 52-55 نقلا عن:

- هدى حواء، الأزمة المالية الأوروبية ومعضلة الاورو: دراسة في ادارة الأزمات المالية، مجلة عمران للعلوم الاجتماعية والانسانية، العدد 1، الطبعة 4، 2013.
- فوزي عبد الرزاق، دور عقود CDS في إطار ابتكارات الهندسة المالية في احداث أزمة الديون السيادية اليونانية، مجلة رماح للبحوث والدراسات الأردن، العدد 13، 2014.

- Eric Dor, **les situation des banques et encore périlleuse**, IESEG School of management, Working paper séries, 2009
- M. Nautet, L. Van Meensel, **Impact économique de la dette publique**, revue économique, septembre 2011.

- أن 75% من الأوراق المالية في البنوك الأوروبية هي أوراق مالية مسندة الى رهون عقارية وذلك حسب صندوق النقد الدولي؛
- ارتفاع حجم الدين الحكومي (السيادي)؛ والذي سببه الانفاق الحكومي المرتفع في ظل خطط الإنقاذ المقدمة من قبل الحكومات للقطاع المالي خلال الأزمة المالية العالمية من جهة، والركود الاقتصادي العالمي والاوروبي الذي خلفته الازمة المالية العالمية من جهة أخرى؛ حيث ارتفع حجم الدين الحكومي من 66.2% سنة 2007 الى 87.7% سنة 2011 مع اختلاف في نسب الدين الحكومي من دولة الى أخرى في منطقة اليورو والتي كانت اعلاها في اليونان بنسبة 175% بداية من 2010، وهو ما يتنافى مع المعيار الأساسي لمعايير التقارب لإنشاء منطقة اليورو وهو ان لا تتجاوز نسب الدين الحكومي (السيادي) 60% من الناتج المحلي الإجمالي؛
- التأخر في الإعلان عن حجم الديون التي تعاني منها بنوك منطقة اليورو؛ فحسب بنك Goldman Sachs فان الخسائر المحتملة للبنوك في منطقة اليورو في مارس 2009 بلغت 922 مليار يورو أي 10% من الناتج المحلي الإجمالي، الا ان المبلغ المصرح به هو 346 مليار يورو فقط، فعدم إعطاء نسب الديون الحقيقية ساهم في تعمق أزمة الديون السيادية الأوروبية؛
- الدور السلبي لوكالات التصنيف الائتماني؛ حيث قامت وكالات التصنيف الثلاث (ستاندر أندبورز، فيتش، ووكالة موديز) بخفض توقعاتها لليونان في 2011 بالرغم من تنفيذ برامج ومساعدات الاتحاد الأوروبي له وهو الامر الذي أدى الى حالة ذعر في الأسواق المالية وانسحاب المستثمرين من سوق السندات اليونانية؛ وهو ما أدى الى تفاقم أزمة الديون السيادية في اليونان وانتقالها الى باقي دول منطقة اليورو.
- الجدير بالذكر أن هناك سبب رئيسي ساهم في تعمق أزمة الديون السيادية الأوروبية خاصة في منطقة اليورو وهو الاختلاف الكبير بين دول الشمال ودول الجنوب؛ الامر الذي

ساهم في تضخم الفجوة المالية والتجارية بين هذه الدول، فدول الجنوب كاليونان والبرتغال وإيرلندا واسبانيا تعاني من عجز كبير في ميزان مدفوعاتها، على عكس دول الشمال كألمانيا التي بقيت متمسكة بقوتها الاقتصادية.

كما أن دول الجنوب بمؤشراتها الاقتصادية الضعيفة لم تصل بعد الى مرحلة معينة من التطور الاقتصادي الذي يسمح لها بدخول الأسواق الخارجية؛ وهو ما أدى الى عدم توازن في التجارة البينية بين دول منطقة اليورو، وجعل من دول الجنوب أسواقا لتصريف منتجات دول الشمال، هذا الاختلاف ساهم بدرجة كبيرة في تفاقم أزمة الديون السيادية خاصة في دول الجنوب، وصعب من إدارة الازمة في الوقت المحدد وبالشكل الكاف.

ومع نهاية عام 2011 بلغت نسبة الديون العامة السيادية لمنطقة اليورو 87.4% من الناتج المحلي الإجمالي؛ حيث قُدرت في اليونان بنسبة 159.1%، ايطاليا 119.6%، البرتغال 110.1%، إيرلندا 104%، والجدول الموالي يوضح تطور الدين السيادي لليونان من 2000 إلى 2012 على اعتبار انها مصدر أزمة الديون السيادية الأوروبية.

الجدول رقم (09): تطور الدين السيادي اليوناني من 2000 الى 2012

السنوات	الدين الحكومي %
2000	103.442
2001	103.716
2002	101.451
2003	97.270
2004	98.844
2005	100.291
2006	106.107
2007	105.412
2008	110.721
2009	127.100
2010	142.757
2011	165.559
2012	189.149

المصدر: موسلي أمينة، عدوى الأزمات المالية، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 5، 2014، ص: 190، نقلا عن:

International Monetary Fund, World Economic outlook Database, September 2011.

كما يرجع البعض إلى أن أزمة الديون السيادية نشأة لعدة أسباب يمكن تصنيفها إلى أسباب داخلية وأخرى خارجية<sup>1</sup>:

- الأسباب الداخلية

وتتمثل فيما يلي:

- حدوث عجز في الميزانية العامة أكبر من المتوسط المحدد في المجموعة الأوروبية؛
- ارتفاع في حجم الديون العامة؛

<sup>1</sup>. Klaus Busch, « gouvernement économique européen et coordination des politiques salariales- la crise de la zone euro appelle des réformes structurelles-», Site internet : <http://www.fesparis.org/common/pdf/publications/Wirtschaftsregierung.pdf>, Friedrich Ebert Stiftung, Bureau de paris, Mais 2010, p.7.(Consulté le : 12/01/2019).

- ضعف التمويل، والذي لا ينتج عن زيادة الإنفاق وإنما يتعلق بنقص في الإيرادات الناتجة عن سوء التنظيم للخدمات الضريبية؛
- عدم وضوح مقدار العجز والديون من قبل الحكومة اليونانية.

#### - الأسباب الخارجية

والتي تتضمن ما يلي:

- نتائج الأزمة المالية والاقتصادية العالمية التي أدت إلى ارتفاع العجز في الميزانية العامة لليونان؛
- فقدان التنافسية على المستوى الدولي؛
- المضاربة المالية الدولية التي أدت إلى ارتفاع ديون اليونان والتي تسببت في انخفاض قيمة اليورو مقابل باقي العملات؛
- فقدان ثقة الرأي العام الدولي حول المعطيات الإحصائية اليونانية ورفض الشركاء الأوروبيين تقديم المساعدة مما أدى إلى تفاقم الأزمة اليونانية.

ولا تُعتبر اليونان البلد الوحيد المتضرر من الأزمة المالية العالمية، وإنما انتقلت عدوى أزمة الديون السيادية إلى دول أخرى في منطقة اليورو، حيث بلغت الديون السيادية الإسبانية 40% من إجمالي الناتج المحلي الإسباني خلال عام 2012، أما الاقتصاد البرتغالي فقد عانى من مشاكل هيكلية؛ حيث أنه خلال العام 2009 بلغ العجز في الميزانية العامة للبرتغال 9.4%، وبين 2007 و2010 ارتفعت الديون العامة للبرتغال من 62% إلى 83% من الناتج المحلي الإجمالي، مما أدى إلى قيام الحكومة البرتغالية برفع نسبة الضريبة على القيمة المضافة من 21% إلى

23% بالإضافة إلى رفع الضرائب على الدخل وتأجيل العديد من المشاريع الاستثمارية، وتجميد الأجر الخاصة بالقطاع العام<sup>1</sup>.

المطلب الثالث: آثار الأزمة على المؤشرات الاقتصادية لمنطقة اليورو والاتحاد الأوروبي

الفرع الأول: النمو الاقتصادي، سعر صرف اليورو

### 1- النمو الاقتصادي

مع تفاقم أزمة الديون السيادية في 2011 استمر معدل النمو الاقتصادي في الانخفاض؛ حيث بلغ 1.4% في 2011 مقابل 1.9% في 2010، كما انه مع حالة الضعف في الجهاز المصرفي وخفض مستويات القروض التي تقدمها البنوك، والسياسات المالية التقشفية وحال الاضطراب في الأسواق المالية وتزايد المخاوف من إمكانية العجز عن الالتزام بالديون السيادية لدى بعض الاقتصادات؛ دخلت في الركود الاقتصادي في 2013 حيث بلغ على سبيل المثال الناتج المحلي الإجمالي في ألمانيا 0.2% في أوت 2014.

ومن خلال الجدول الموالي يمكن توضيح تباطؤ النمو الاقتصادي في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي من 2011 الى 2016.

<sup>1</sup> . Sebastian Paulo, « l'Europe et la crise économique mondiale : réponse-bilan », Site Internet : [www.robert-schuman.eu/doc/questions\\_europe/qe-200-fr.pdf](http://www.robert-schuman.eu/doc/questions_europe/qe-200-fr.pdf), Fondation Robret Schuman, avril 2011, p.18. (Consulté le : 2019/01/12).

الجدول رقم (10): معدلات النمو الاقتصادي في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي

2016	2015	2014	2013	2012	2011	النمو الاقتصادي (%)
1.4	1.2	0.8	0.5-	0.6-	1.4	منطقة اليورو
/	/	1.4	0.1-	0.3-	1.6	الاتحاد الأوروبي
1.3	0.9	0.4	0.3	0.0	2.0	فرنسا
1.8	2.0	1.4	1.2-	1.4-	0.4	إسبانيا
1.5	1.3	1.5	0.2	0.9	3.1	ألمانيا
0.8	0.4	0.4	1.9	2.4	0.4	إيطاليا

المصدر: حساني رقية، حملاوي سكينه، انعكاسات أزمة منطقة اليورو على الاتحاد الأوروبي، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي 34 (01)، جامعة عاشور زيان، الجلفة، دون ذكر سنة النشر، ص: 233.

من خلال الجدول نلاحظ أن معدلات النمو الاقتصادي منخفضة بشكل كبير في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي خاصة خلال الفترة 2011-2013 وهذا بسبب تقادم حجم الديون السيادية التي عجزت بعض الدول عن سدادها، كما أن دول منطقة اليورو التي عانت من تباطؤ كبير في النمو الاقتصادي هي إيطاليا ثم ألمانيا ثم إسبانيا.

أما في الفترة من 2014 إلى 2016 فقد شهد النمو الاقتصادي تحسنا طفيفا إلا أنه غير كاف رغم برامج الإنقاذ المالي التي اتخذتها معظم الدول مع استمرار ارتفاع الدين الحكومي أو السيادي في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي مثلما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (11): نسبة العجز الحكومي من الناتج المحلي الإجمالي في كل من منطقة اليورو والاتحاد

### الأوروبي

2015	2014	2013	2012	2011	العجز الحكومي (%)
2.4-	3.0-	3.3-	4.3-	4.6-	منطقة اليورو
2.4-	3.0-	3.3-	4.3-	4.6-	الاتحاد الأوروبي

المصدر: حساني رقية، حملاوي سكيينة، مرجع سابق، ص: 234

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط حجم الدين السيادي أو الحكومي في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي قد بلغ 81.1% لسنة 2011 و85% سنة 2015 من الناتج المحلي الإجمالي، وهو أكثر من النسبة المقررة في معاهدة ماستريخت التي حددت معايير التقارب؛ حيث تم الاتفاق على أن الديون العامة لا تتعدى نسبة 60% من الناتج المحلي الإجمالي.

### 2- سعر صرف اليورو

نتيجة للمخاوف إزاء مستقبل منطقة اليورو انخفض سعر صرف اليورو إلى 1.2165 دولار في 2012 وهو أدنى مستوى له منذ عام 2010، كما أن معدل الفائدة الأساسي انخفض من 1% إلى 0.75%، كما انخفض معدل الفائدة على الإيداع من 0.25% إلى الصفر.

كما أن مؤشرات الأسواق المالية عرفت تراجعاً، فمؤشر فايننشال تايمز 100 تراجع بنسبة 1%، ومؤشر يوروسوفت لأسهم الشركات الأوروبية انخفض بـ 1%، وانخفض مؤشر داكس الألماني بـ 0.5% ومؤشر كاك 40 الفرنسي بنسبة 0.7%، وهذا راجع إلى المخاوف المتعلقة بتوقعات انخفاض النمو الاقتصادي في منطقة اليورو.

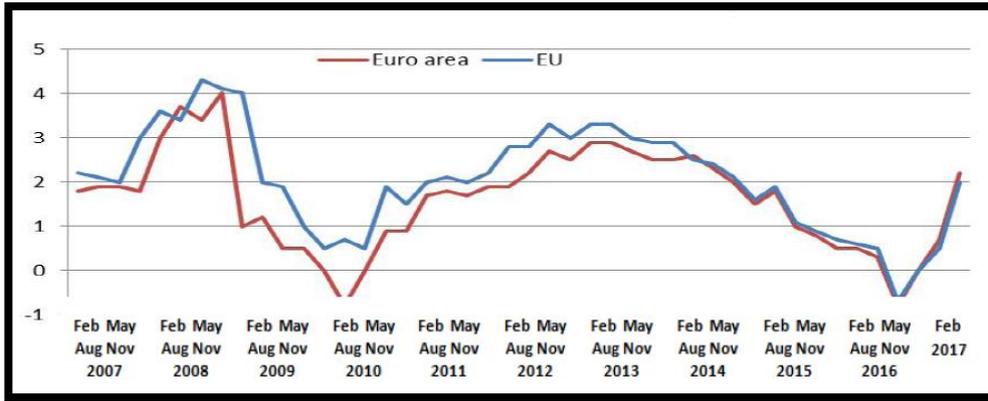
## الفرع الثاني: التضخم، معدل البطالة

### 1-التضخم:

تراجع مستوى التضخم في منطقة اليورو إلى مستويات مقلقة ليصل إلى أدنى مستوى له في أربع سنوات عند 0.7% في أكتوبر 2013 وهذا راجع إلى الكساد الذي حصل في منطقة اليورو.

ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح معدلات التضخم في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2007-2017

الشكل رقم (11): معدلات التضخم في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي



المصدر: حساني رقية، حملاوي سكيينة، مرجع سابق، ص: 236 نقلا عن

:Source : Eurostat ,newsrelease euroindicators,annual inflation up to 2.0 % in the euro area up to 1.9% in the eu,45/2017-16 march2017,p1.

من خلال الشكل نلاحظ ان معدل التضخم انخفض في 2010 الى -0.2% وذلك يعود إلى أثر الأزمة الاقتصادية 2008 أما في فيفري 2016 فقد انخفض إلى -0.2% في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي، ثم ارتفع في جانفي 2017 إلى 1.7% وذلك بسبب سياسات البنك المركزي الأوروبي التي سعى إلى وصول التضخم 2%؛ إلا ان هذا المعدل لم يتحقق رغم سياسات التحفيز الاقتصادي إبقاء أسعار الفائدة منخفضة للخروج من أزمة الديون السيادية.

## 2-معدل البطالة:

ارتفعت نسب البطالة في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي خلال أزمة الديون السيادية، وذلك نتيجة لآثار الأزمة المالية 2008 وما نتج عنها من كساد اقتصادي في المنطقة، ومن خلال الجدول الموالي يمكن توضيح معدل البطالة في كل كم منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي.

الجدول رقم (12): معدلات البطالة في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2011-2017

النسبة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	جانفي 2017
منطقة اليورو	10.2	11.4	12.2	12.1	/	8.5	8.1
الاتحاد الأوروبي	9.7	10.5	11.1	11.1	/	8.5	8.1

حساني رقية، حملوي سكيينة، مرجع سابق، ص 237 نقلا عن:

-Directorate-General for Economic and Financial Affairs, **EUROPEAN ECONOMY, THE EU S NENHBOURIG ECONOMIES: MANAGING POLICIES IN A CHALLENGING GLOBAL ENVIRONMEENT, OCCASIONAL PAPERS 160/OUGUST2013, P52.**

نلاحظ من خلال الجدول أن معدل البطالة في منطقة اليورو ارتفع من 10.2% الى 12.1% خلال الفترة من 2011 إلى 2014، مثلما هو الحال بالنسبة للاتحاد الأوروبي حيث ارتفعت نسبة البطالة من 9.7% في 2011 إلى 11.1% في 2014.

بالرغم من ان الدول الأوروبية كانت في الأصل تعاني من البطالة إلا انه وبفعل أزمة الديون السيادية الأوروبية وسياسات التقشف في ظل الأزمة وما نتج عنه من التخلي عن مناصب العمل للتقليل من نفقات المؤسسات الأوروبية الي تعاني من أزمة السيولة ارتفعت نسبة البطالة بشكل كبير .

أما خلال الفترة 2016-2017 انخفض معدل البطالة في منطقة اليورو من 10% منذ عام 2011 إلى 8.5 في 2016 ثم إلى 8.1% في 2017، مثلما هو الحال بالنسبة لدول الاتحاد

الأوروبي، وهذا راجع إلى الحلول والإجراءات المتخذة من قبل دول الاتحاد الأوروبي خاصة دول الأعضاء في منطقة اليورو للخروج من أزمة الديون السيادية؛ حيث بفضل هذه الإجراءات استطاعت التخفيف ولو بشكل ضئيل من معدل البطالة.

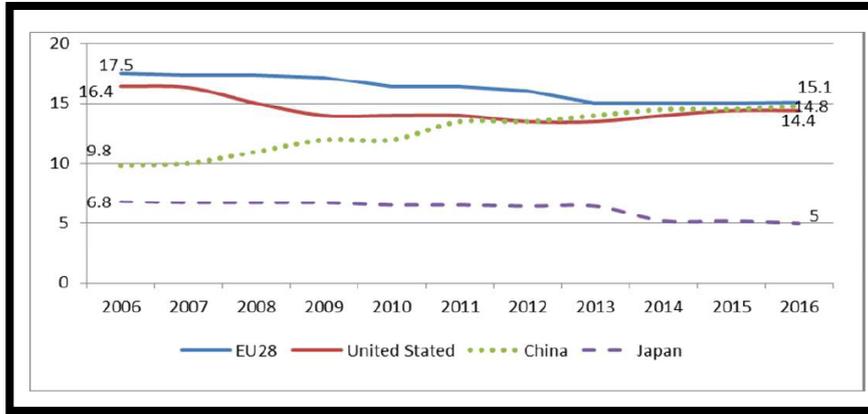
### الفرع الثالث: التجارة الدولية، الاستثمار

#### 1- التجارة الدولية

أثرت أزمة الديون السيادية الأوروبية على التجارة الدولية من خلال تذبذب طفيف في قيمتها، وهذا راجع إلى انخفاض قيمة اليورو، ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح حصة تجارة سلع الاتحاد الأوروبي من التجارة الدولية في الفترة من 2006 الى 2016.

الشكل رقم (12): حصة تجارة سلع الاتحاد الأوروبي من التجارة الدولية خلال الفترة 2006-2016

2016



حساني رقية، حملاوي سكيينة، مرجع سابق، ص: 240. نقلا:

EUROPEAN COMMISSION, Directorate General Trade Statistical Guide, June 2017 ; p.21

من خلال الشكل اتضح أن سلع الاتحاد الأوروبي تشكل النسبة الأعلى في التجارة الدولية تليها الولايات المتحدة الأمريكية ثم الصين ثم اليابان؛ إلا أن هذه النسبة انخفضت من 17.5%

إلى 15.1% وهذا راجع الى انخفاض قيمة اليورو؛ الا ان مكانته في التجارة الدولية لم تتأثر بالأزمة وهذا راجع لانفتاحه واندماجه في الكبير في الأسواق العالمية.

## 2- الاستثمار

إن سياسات التقشف وحزم الإنقاذ وارتفاع الضرائب لمعالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية أثرت بشكل كبير على الانفاق الاستثماري، كما أن ديون الدول والشركات أدت الى إعاقة الاستثمار الأجنبي وعدم تدفقه بشكل كبير إلى دول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو، والجدول الموالي يوضح تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الى الاتحاد الأوروبي وبعض الدول الأعضاء خلال الفترة 2005-2015.

الجدول رقم (13): تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الى الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2005-

2015 (ترليون يورو)

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الاتحاد الأوروبي	129.7	131.2	432.2	182.2	274.8	224.5	424.7	309.8	506.8	98.7	466.5
فرنسا	129.7	16.1	15.1	12.8	8.4	3.8	5.5	5.6	12.8	4.4-	25.9
ألمانيا	4.7	24.3	12.3	1.2-	3.0	17.3	18.7	16.9	13.9	9.2	0.3
إيطاليا	1.9	2.9	1.5	7.4	0.4	7.5	2.3	9.0	6.3	2.7	3.5
بريطانيا	37.7	54.5	78.6	31.1	26.1	45.1	12.9	22.2	/	27.9	/

حساني رقية، حملوي سكيينة، مرجع سابق، ص: 241.

EUROPEAN, COMMISSION, DirectorateGeneral Trade Statistical Guide, June 2017, p28.

من خلال الجدول نلاحظ انه خلال الفترة من 2009 الى 2013 رغم حدوث أزمة الديون السيادية إلا انه هناك ارتفاع في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر من 274.6 بليون يورو في عام 2009 الى 506.8 بليون يورو عام 2013، وذلك بسبب اعتماد الاتحاد الأوروبي الى إجراءات وسياسات حماية الاستثمار كمعاهدة لشبونة التي دخلت حيز التنفيذ في ديسمبر 2009، وبالتالي

لم يفقد الاتحاد الأوروبي مكانته العالمية في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر، أما في سنة 2014 فقد انخفض الاستثمار الأجنبي المباشر الى 98.7 بليون يورو وهذا راجع الى انخفاض سعر صرف اليورو ليعاود الارتفاع عام 2015 الى 466.5 بليون يورو، أما الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي فدرجة استقطاب الاستثمارات تختلف من دولة الى أخرى.

يمثل الاستثمار الأجنبي المباشر في الاتحاد الأوروبي حوالي 36% من الثروة الى ينتجها سنويا ويدعم مباشرة 7.6 مليون وظيفة إضافة الى توفير رأس المال والتكنولوجية لتحفيز البحث والابتكار والمنافسة<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> حساني رقية، حملوي سكيينة، مرجع سابق، ص: 242. نقلا عن:

## المبحث الثالث: قنوات انتقال أزمة الديون السيادية الأوروبية وبعض الحلول المقترحة

### لإدارتها

وضعت أزمة الديون السيادية دول الاتحاد الأوروبي عامة ومنطقة اليورو بصفة خاصة في تحد كبير لمواجهتها والتخفيف من آثاره؛ حيث ساءت الأزمة خلال عام 2011 بصورة أكبر، وذلك لاستمرار حالة الاضطراب في سوق المال وتزايد المخاوف بشأن العجز عن الوفاء بالتزامات الديون لدى بعض الدول في منطقة اليورو خاصة اليونان.

ومما زاد الأمر تعقيدا هو انتقال عدوى الأزمة من اليونان الى بلدان أخرى كإيطاليا، اسبانيا، البرتغال، ايرلندا؛ مما دفع بالمفوضية الاقتصادية الأوروبية الى دفع كل من اليونان وايرلندا الى طلب مساعدات من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي وفق برنامج يلزم الدولتين بإجراءات تقشفية، كما ان أزمة الدين السيادي لم تؤثر فقط على منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي بل انتشرت على الصعيد الدولي مهددة النظام المالي العالمي

### المطلب الأول: قنوات انتقال أزمة الديون السيادية الأوروبية

انتقلت أزمة الديون السيادية الأوروبية إلى باقي القطاعات في منطقة اليورو خاصة القطاع المصرفي عبر مجموعة من القنوات أهمها:<sup>1</sup>

<sup>1</sup>. الياس حناش، خير الدين بوزرب، الاتحاد المصرفي كآلية لتعزيز التكامل الاقتصادي في منطقة اليورو بعد أزمة الديون السيادية "مقاربة تحليلية"، مجلة النماء للاقتصاد والتجارة، العدد الثالث، جوان 2018، ص 75-76، نقلا عن:

- Viral V Acharya, Tim Eisert, Christian Eufinger, Christian Hirsch, Real Effects of the Sovereign Debt Crisis in Europe : Evidence From Syndicated Loans, Paper Presented at the Bank Performance, **Financial Stability and the Real Economy Conference**, Naples, Italy, 13 March 2015, p :8. 4
- kraussi roman, lehnert thorsten, stefanova denitsa, **The European Sovereign Debt Crisis : What Have We Learned ?**, CFS working paper series, N°. 567, CFS, 2017, p: 12. 5
- Ricardo Correa, Horacio Saprizza, **Sovereign debt crisis, international finance discussion papers**, N° 1104, board of governors of the Federal Reserve System, May 2014, pp: 13-15.

- ارتفاع مخاطر الديون السيادية الذي تحول الى خسائر في البنوك وهذا راجع لحيازتها على عدد هائل من السندات السيادية؛
  - تعتبر عدوى الديون السيادية بين بلدان منطقة اليورو قناة رئيسة لانتقال الازمات؛ حيث ان الاندماج القوي للاقتصادات في منطقة اليورو ساهم بشكل كبير في نقل المخاطر خاصة داخل القطاع المصرفي عبر البلدان وبين الأسواق المالية للدول الأعضاء؛
  - تأثير الضغوط السيادية على تكاليف تمويل البنوك من خلال ثلاث قنوات أساسية:
    - قناة الضمان: فالسندات الحكومية هي أحد الأوراق المالية الرئيسية المستخدمة لضمان المعاملات، وقد تواجه البنوك التي تعتمد على هذه الضمانات قيود تمويل ملحوظة؛
    - قناة التصنيف: تقوم وكالات التصنيف بترتيب التصنيفات للشركات بعد مراحل التصنيف الخاص بها، وبالتالي يمكن ان يؤدي تخفيض التصنيف الى التغيير في التكلفة وصعوبة الحصول على التمويل المصرفي؛
    - قناة الدعم الحكومي: يعتمد الدعم الحكومي للمصارف على ثلاثة عوامل هي استعداد الحكومة لدعم المصارف، قدرتها المالية على توفير هذا الدعم، حجم المصارف والقطاع المصرفي، وبالتالي الصلة بين الدعم الحكومي والتمويل المصرفي على المدى القصير يتأثر بالتغيرات في قدرة الحكومة على تقديم الدعم.
- إن القنوات السابقة الذكر تساهم في انتقال أزمة الديون السيادية الى القطاع المصرفي، وبما انه خذا الأخير هو العمود الفقري لاقتصاد أي دولة فان هذا الانتقال يؤثر على باقي القطاعات الاقتصادية وهو الامر الذي يزيد من صعوبة معالجة الازمات المالية.

## المطلب الثاني: بعض الحلول المقترحة لإدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية

### الفرع الأول: إنشاء آلية الاستقرار الأوروبي

وتستند هذه الآلية على جانبين هما:

#### 1. إنشاء صندوق الاستقرار المالي الأوروبي

تمّ طرح فكرة إنشاء صندوق الاستقرار المالي الأوروبي (*Fonds Européen de Stabilité Financière*) لمساعدة دول منطقة اليورو على إدارة أزمة الديون السيادية؛ إلا أن الموقف الألماني عارض فكرة إنشائه ورأى أن اللجوء إليه هو الخيار الأخير، وهو الموقف نفسه الذي تبنته الحكومة الهولندية<sup>1</sup>، وقد تمّ رفع قدرته التمويلية من 250 مليار يورو إلى 440 مليار وسيتم تعويضه "بآلية الاستقرار الأوروبي" (*Le Mécanisme Européen de Stabilisation Financière*) خلال عام 2013 بقدرة اقتراض تقدر بـ 500 مليار يورو وبرأسمال يُقدر بـ 700 مليار يورو تساهم فرنسا منه بـ 20% وألمانيا بـ 27%<sup>2</sup>.

وبعد طرح فكرة إنشاء صندوق الاستقرار المالي الأوروبي في 2010 تحول إلى أداة لا غنى عنها لمعالجة أزمة الديون، وأصبح يحظى بالتصنيف الائتماني الأفضل لدى وكالات التصنيف المالي، وتقوم هذه الأداة المالية بجمع الأموال في الأسواق بضمانات من مختلف دول منطقة اليورو، تتناسب مع مشاركة كل منها في رأس مال البنك المركزي، وتم توسيع الأدوات الموضوعية تحت تصرفه في 21 جويلية 2011 عن طريق شراء الدين العام للدول التي تواجه صعوبات في الأسواق الثانوية حيث يتم تبادل الأوراق المالية المتداولة، مما يؤدي إلى تقليص الأعباء عن البنك المركزي الأوروبي الذي كان الوحيد من يقوم يمثل هذا الإجراء في الأسواق.

<sup>1</sup>. سامر مظهر قنطجي، مرجع سابق، ص. 85-86.

<sup>2</sup>. Paul Boccara, « **Quelles réponses et quels financements nouveaux dans l'union européenne face à la crise de l'euro** », la règle d'or pour la finance, Economie & Politique, Juillet Août 2011, P.P.11-12.

وخلال القمة المنعقدة في بروكسل في 31 جانفي 2012 تم الاتفاق على إطلاق صندوق الإنقاذ المالي الدائم لمنطقة اليورو قبل مواعده المقرر سابقاً الذي كان في 1 جويلية 2013؛ حيث تقرر تقديم موعد إطلاقه إلى جويلية 2012 لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية في منطقة اليورو.

## 2. الآلية الأوروبية للاستقرار المالي

هي آلية مشتركة تدار من قبل المجلس الأوروبي لحساب الدول الأعضاء في التكتل الاقتصادي الأوروبي، تمّ انشاؤها في 09 ماي 2010 وتعتبر هذه الآلية مؤقتة وتكمل آلية المساعدات الموجودة لدعم الدول التي لم تنضم بعد لمنطقة اليورو (آلية الدعم المالي قصير الأجل لموازن المدفوعات)، وتتيح لدول التكتل الاقتصادي الأوروبي مبلغ 60 مليار يورو كحد أقصى لمساعدة الدول التي تواجه صعوبات مرتبطة بحوادث استثنائية خارجة عن السيطرة، ويتم تعبئتها في أجل قصير جداً من قبل المجلس الأوروبي للإقراض في الأسواق المالية<sup>1</sup>.

## الفرع الثاني: صياغة معاهدة الانضباط المالي الجديدة

تعرض القادة الأوروبيون إلى ضغوطات متزايدة من أجل بذل المزيد من الجهود لمعالجة أزمة الديون الأوروبية وذلك وسط مخاوف من قدرة اليورو على البقاء؛ مما دفعهم بالتعهد باتخاذ خطوات محددة لإنشاء اتحاد مالي من أجل إحداث الانضباط في الميزانية وآلية فاعلة لإدارة الأزمة؛ حيث صرحت رئيسة الوزراء الألمانية "أنجيلا ميركل" أن حل أزمة ديون منطقة اليورو لا يمكن أن يتم في خطوة واحدة بل عن طريق أسلوب طويل الأمد يعتمد على تكامل مالي أكثر صرامة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم عبيدات، علي بوعمامة، "مستقبل الاتحاد النقدي الأوروبي في ظل أزمة الديون الأوروبية"، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات زمن الأزمات، معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012، ص. 14.

<sup>2</sup> جريدة الاقتصادي العربي، العدد 8632، الاثنين 30 جانفي 2012، ص. 9. على الموقع الإلكتروني: [http://www.alarab.qa/uploads\\_ar/pdf/files/441550313\\_E30N.pdf](http://www.alarab.qa/uploads_ar/pdf/files/441550313_E30N.pdf) (تاريخ الاطلاع: 2017/06/20)

وبعد مرور نحو عامين من أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو، انفتحت 25 دولة من أصل 27 دولة عضو في الاتحاد الأوروبي خلال القمة بروكسل في 31 جانفي 2012 على توقيع معاهدة مالية جديدة لضبط ميزانيات الدول الأعضاء، والتي دعت إليها ألمانيا بحماس كبير، على اعتبار أن هذه الأخيرة أكبر دائن في منطقة اليورو وأقوى اقتصاد في القارة الأوروبية، واعتبرت ان المعاهدة شرطاً أساسياً مقابل تضامنها مع الدول المتعثرة في منطقة اليورو.

وتتضمن المعاهدة المالية الجديدة وضع قوانين محلية داخل الدول الأعضاء لتشديد الرقابة على ميزانياتها، ويتم تطبيقها في بداية مارس 2012، وتتمثل القواعد الذهبية الخاصة بمعاهدة الانضباط المالي فيما يلي<sup>1</sup>:

- القاعدة المالية؛ حيث تتعهد الدول التي وقعت على المعاهدة بوضع "موازنات متوازنة"؛ حيث يكون الحد الأقصى للعجز البنوي (خارج العناصر الاستثنائية وخدمة الديون) لا يتجاوز 0.5% من إجمالي الناتج الداخلي، والدول التي تشمل على ديون معتدلة؛ أي ما دون 60% من إجمالي الناتج الداخلي، ستمتع بهامش أكبر مع عجز بنوي مقبول بنسبة 1%؛
- تصحيح تلقائي؛ يتعين على كل الدول الأعضاء في التكتل الاقتصادي الأوروبي أن تتوقع حدوث آلية تصحيح تلقائية في حالة تجاوز القاعدة المالية؛
- إدراج القاعدة المالية في دستور الدولة التي وقّعت على معاهدة الانضباط المالي، وهو أمر غير إلزامي إذ يكفي أن تشمل الدولة على قانون يضمن القاعدة المالية؛
- اعتماد عقوبات محكمة العدل الأوروبية؛ ففي حالة عدم احترام تطبيق القاعدة المالية من قبل دولة ما تفرض عليها محكمة العدل الأوروبية عقوبات تتمثل في غرامة تصل إلى 0.1% من إجمالي ناتجها الداخلي؛

<sup>1</sup>. المرجع نفسه.

- سن عقوبات شبه تلقائية على العجز المفرط؛ حيث أن الحد الأدنى المقبول من العجز العام السنوي يبقى محدد بـ 3% من إجمالي الناتج الداخلي، وكل دولة تنتهك هذه القاعدة ستعرض لعقوبات تلقائية من الصعب الإفلات منها كما في السابق.

إن إصرار ألمانيا الربط بشكل قانوني بين اعتماد كل دولة للمعاهدة المالية الجديدة وبين حصولها على مساعدة صندوق الاستقرار المالي الأوروبي، أثار معارضة بعض الدول الأعضاء في التكتل الاقتصادي الأوروبي على اعتبار أنه يحول دون بلورة مخرج سريع لأزمة الديون الأوروبية، كما أن إشراك محكمة العدل الأوروبية في إدارة الأزمة من خلال فرضها لعقوبات على الدول غير الملتزمة بالقاعدة المالية يؤدي إلى إضعاف السيادة الوطنية للدول الأعضاء، وهو ما جعل بريطانيا والتشيك ترفضان التوقيع على معاهدة الانضباط المالي الأوروبي.

### الفرع الثالث: خطط الإنقاذ لبعض دول منطقة اليورو

نتيجة لارتفاع حجم الديون السيادية تبنت معظم دول منطقة اليورو خطط انقاذ على المستوى المحلي، ومن بين أهم هذه الدول نجد:<sup>1</sup>

- 1-اليونان: تهدف اليونان من خلال وضعها لخطط وتدابير صارمة الى تخفيض العجز الموازي والسيطرة على الموارد العامة وتعزيز مناخ الاستثمار، وذلك من خلال ما يلي:
  - ضبط أوضاع المالية العامة بما يعادل 11% من اجمالي الناتج المحلي الإجمالي على مدار ثلاث سنوات بهدف الوصول الى اقل من 3% بعدما كان 13.6% في 2009؛

<sup>1</sup>. رجال فاطمة، مرجع سابق، ص: 152-154، نقلا عن:

= صندوق النقد الدولي، اتفاق على مستوى خبراء الصندوق، اوروبا والصندوق يتفقان على خطة تمويلية بقيمة 110 مليار يورو، واشنطن، 2 ماي 2010، ص: 3-4.

= نشرة صندوق النقد الدولي، المجلس التنفيذي للصندوق يوافق على عقد اتفاق ممدد مع ايرلندا بقيمة مليار يورو، واشنطن، 16 ديسمبر 2010، ص: 01.

= محمد محمود الكاوي، الازمات الاقتصادية العالمية (المفهوم- النظريات التي تفسر الازمات) دراسة شخصية لأسباب الازمات، دار الفكر والقانون، المنصورة، 2012، ص44.

- تحقيق وفرات قدرها 5.25% من اجمالي الناتج المحلي مع تخفيض معاشات التقاعد وتجميدها لمدة 3 سنوات؛
  - تحقيق إيرادات بنسبة 4% من اجمالي الناتج المحلي حتى نهاية من خلال زيادة الضريبة على القيمة المضافة وزيادة الضرائب على السلع الكمالية؛
  - طلب المساعدة من المفوضية الأوروبية والبنك المركزي الأوروبي وصندوق النقد الدولي، واجراء مباحثات معهم تهدف الى إقامة صندوق للاستقرار المالي بتمويل من برنامج التمويل الخارجي لتأمين مستوى كاف من راس المال المصرفي؛
  - تحديث الإدارة العامة وتدعيم أسواق العمل وسياسات الدخل وتحسين مناخ الاعمال وخصوصة المؤسسات العامة.
- 2- إيرلندا: تهدف من خلال إجراءات التقشف الى توفير 15 مليار يورو سنة 2014 من خلال ما يلي:
- زيادة الضرائب بمقدار 5 مليار وتخفيض الأجور بمقدار 10 مليار يورو؛
  - تقليص الانفاق الحكومي في القطاعات الصحية والرعاية الاجتماعية والتعليم؛
  - تخفيض العجز في الموازنة الى 3% عام 2013؛
  - مراعاة العدالة في تصميم البرامج بحيث توزع أعباء التصحيح الاقتصادي والمالي على جميع طبقات المجتمع مع توفير أقصى درجات الحماية لأكثر الفئات ضعفا.
- 3- إيطاليا: تهدف من خلال إجراءات التقشف الى:
- توفير ما يقارب 48 مليار يورو للحكومة؛
  - الغاء العجز في الموازنة بنهاية 2014 الى 3.9%؛
  - تخفيض الانفاق الحكومي وزيادة الضرائب وتثبيت الأجور ورفع سن التقاعد؛
  - تمتد الخطة على مدى 4 سنوات.
- 4- البرتغال: أجاز البرلمان البرتغالي خطة نقشف تتضمن ما يلي:
- خفض الانفاق الحكومي وزيادة الضرائب بقيمة 6.8 مليار يورو؛

- خفض عجز الموازنة من 7.3% الى 4.6%.
- 5- اسبانيا: تهدف اسبانيا من خلال خطط التقشف الى دعم الميزانية العامة وتشمل:
  - خفض رواتب العاملين بنسبة 5%؛
  - تجميد أجور ومعاشات التقاعد خلال عام 2011؛
  - تخفيض رواتب الوزراء بنسبة 5%؛
  - الغاء الحكومة لمنحة المواليد الجدد والتي تبلغ 2500 يورو من عام 2011؛
  - تخفيضات أخرى في الانفاق مثل 6 مليار يورو واستثمارات في القطاع العام 1.2 مليار يورو الانفاق المحلي و 600 مليون يورو من المساعدات الخارجية التي تقدمها اسبانيا علاوة على تخفيضات أخرى من تكاليف الادوية ضمن نظام التأمين الصحي العام.
- 6- بريطانيا: تم اعتماد خطة انقاذ تمثلت فيما يلي:
  - خفض رواتب الوزراء بنسبة 5% مما يعني توفير 3 ملايين جنيه إسترليني (4.4 مليون دولار)؛
  - خفض الانفاق الحكومي وتقليل العجز الذي قدر بنحو 164 مليار جنيه إسترليني؛
  - خفض الانفاق الكلي للتأمين الصحي بأكثر من 20 جنيه إسترليني.

### خلاصة الفصل الثالث

مما لاشك فيه أن أزمة الديون السيادية الأوروبية كان لها وقع كبير على اقتصادات الدول الأعضاء في منطقة اليورو من خلال استمرار تراجع معدلات نموها الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة، وهو الأمر الذي أدى الى دخول المنطقة في حالة انكماش اقتصادي؛ مما دفع بأصحاب القرار السياسي والمؤسسات والهيئات الأوروبية على غرار البنك المركزي الأوروبي إلى التدخل لإدارة هذه الأزمة ومحاولة التخفيف من آثارها الحادة، ففي البداية قام البنك المركزي بتطبيق سياسات نقدية تقليدية؛ إلا انه مع اشتداد الأزمة خاصة في 2014 اضطر البنك المركزي الأوروبي إلى البحث عن أدوات أخرى حديثة لمعالجة الأزمة تمثلت في أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

الفصل الرابع:

تطبيق السياسة النقدية غير

التقليدية في منطقة اليورو

ومدى فعاليتها

## تمهيد:

يعتبر القطاع المصرفي من أهم القطاعات الاقتصادية في كل دولة من دول العالم، كما أن البنوك المركزية تعتبر العمود الفقري لهذا القطاع باعتبارها المسؤول الأول عن تطبيق وتوجيه السياسة النقدية لهذه الدول؛ وعليه هناك نزعة متزايدة نحو الاهتمام بدور البنوك المركزية في دعم الاستقرار الاقتصادي عموماً والاستقرار النقدي على وجه أخص، وذلك من خلال السعي للوصول إلى فعالية السياسة النقدية المطبقة بالإضافة إلى دعم التنسيق والتعاون بين البنوك المركزية على المستوى الإقليمي خاصة.

وبالنظر إلى سلسلة الأزمات المالية التي ميزت النظام الرأسمالي، واجهت منطقة اليورو أزمة الديون السيادية التي وضعت البنك المركزي الأوروبي أمام تحدي كبير لمواجهتها وإدارتها؛ من خلال توجيه مسار السياسة النقدية لهدف المحافظة على استقرار مستوى الأسعار وتحقيق التوازن الكلي لاقتصاد المنطقة، وكذا الاقتصاد الوطني لكل دولة عضو في منطقة اليورو، وقد كان للبنك المركزي الأوروبي دوراً هاماً في التخفيف من آثار أزمة الديون السيادية الأوروبية من خلال إعطائه المزيد من الصلاحيات لتبني سياسة نقدية جديدة غير تقليدية تمثلت بشكل خاص في سياسة ضخ السيولة في الاقتصاد أو ما يعرف بسياسة التيسير الكمي وكذا التيسير النوعي، بالإضافة إلى تطبيق أسعار الفائدة المنخفضة وأدوات أخرى غير تقليدية.

لذا سنحاول في هذا الفصل معرفة أوجه تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو لإدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية ومدى فعاليتها من خلال تقسيم الفصل إلى أربع مباحث أساسية، نتناول في المبحث الأول البنك المركزي الأوروبي وكل الجوانب المتعلقة به وكذا السياسة النقدية (التقليدية) التي يطبقها قبل أزمة الديون السيادية الأوروبية، أما المبحث الثاني فسننتظر فيه إلى أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في منطقة اليورو لإدارة أزمة الديون السيادية، والمبحث الثالث يخصص لنتائج تطبيق أدوات السياسة النقدية

غير تقليدية في منطقة اليورو ومدى فعاليتها ، وذلك بالتركيز على أداتين فقط هما أداة التيسير الكمي وأداة سعر الفائدة المنخفضة وذلك نظرا لاستخدامهما بشكل واسع من قبل البنك المركزي الأوروبي، في حين ارتأينا تخصيص المبحث الرابع لعرض التجريبتين الأوروبية والأمريكية في مجال تطبيق التيسير الكمي كأداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لمعرفة مدى فعاليته في دولة منفردة أم في منطقة عملة موحدة.

### المبحث الأول: البنك المركزي الأوروبي

إن تنويع الاتحاد الأوروبي بالوحدة النقدية والموسومة بمنطقة اليورو يتطلب سلطة نقدية غير عادية تترأس النظام النقدي الأوروبي هذه السلطة تتمثل في البنك المركزي الأوروبي، الذي هو من أهم البنوك في العالم، مقره الرئيسي في فرانكفورت بألمانيا، وهو المسؤول الأول عن السياسة النقدية في منطقة اليورو، كما يطلق عليه أيضا بنك البنوك المركزية وهذا لإشرافه على أداء البنوك المركزية في منطقة اليورو، ولا يمكن الوصول الى مدى فعالية أدائه الا بعد الفهم الدقيق لظروف نشأته، ورأسماله وهيكله التنظيمي، وكذا أهم أهدافه ومهامه.

### المطلب الأول: انشاء البنك المركزي الأوروبي

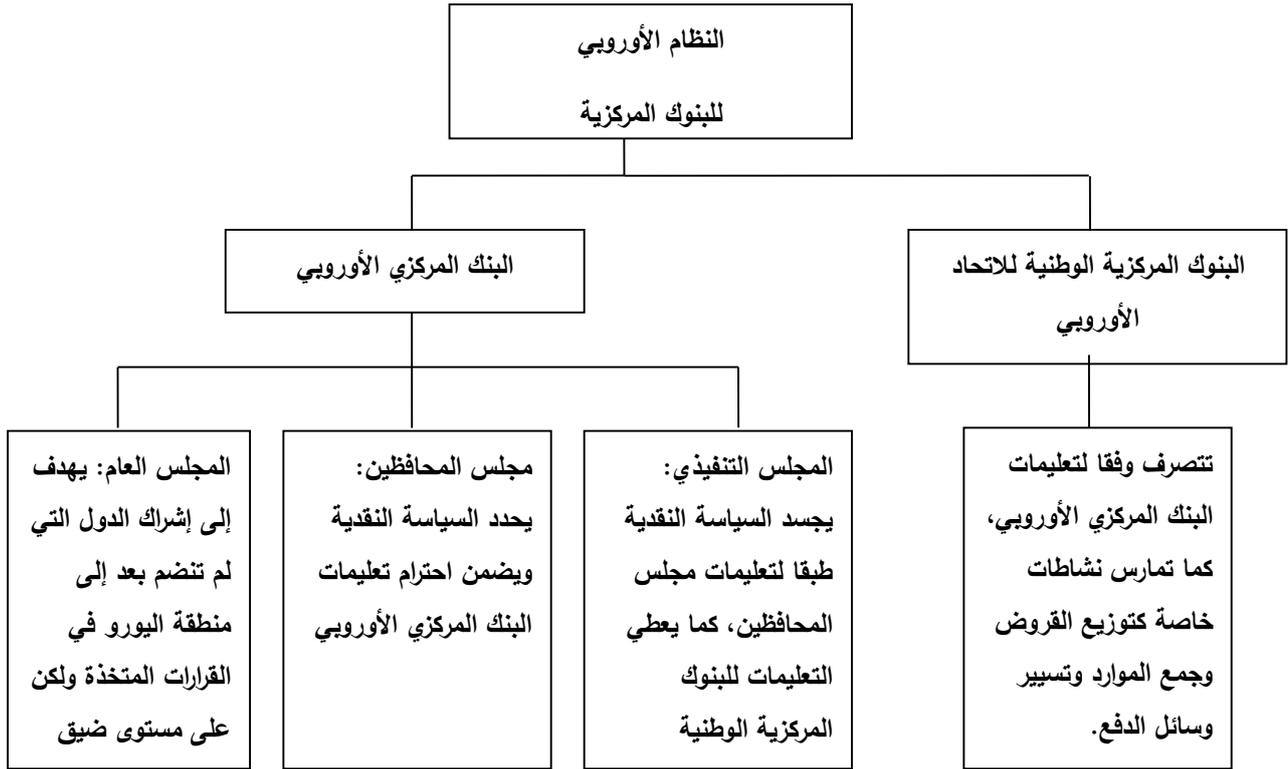
تم الاتفاق في المرحلة الثالثة من مراحل اتفاقية ماستريخت على الإطار المؤسسي للاتحاد النقدي الأوروبي؛ وعليه تم الغاء مؤسسة النقد الأوروبية التي كانت في فرانكفورت بألمانيا والتي تم انشاؤها في سنة 1994 كتمهيد لتأسيس النظام الأوروبي للبنوك المركزية " (*European System of Central Banks*)، ليحل محلها البنك المركزي الأوروبي.

وقد تمّ إنشاء البنك المركزي الأوروبي في سنة 1998، ليتحمل مسؤولية الإشراف على السياسة النقدية في الاتحاد النقدي الأوروبي ابتداء من 1999<sup>1</sup>، ويضم النظام الأوروبي للبنوك المركزية كل البنوك المركزي للدول الأعضاء في منطقة اليورو والتي يشرف عليها البنك المركزي الأوروبي، وفي المقابل أعطيت الاستقلالية التامة للبنك المركزي الأوروبي عن الحكومات؛ أي أنه يحدد السياسة النقدية لمنطقة اليورو بعيدا عن تدخل حكومات الدول الأعضاء، بالإضافة الى امتناع البنك المركزي الأوروبي عن تقديم المساعدات للدول الأعضاء

<sup>1</sup>. Dominick Salvatore, *Économie internationale*, Bruxelles : De Boeck, 2007, P. 754.

في وجود عجز في موازنتها العامة، ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح هيكل النظام الأوروبي للبنوك المركزية.

الشكل رقم (13): هيكل النظام الأوروبي للبنوك المركزية



Source : Christian Hen & Jaques Leonard, L'union européenne, Paris : La découverte, 9<sup>eme</sup> édition 2001, P.99

وقد حددت اتفاقية ماستريخت مهام النظام الأوروبي للبنوك المركزية والتي يمكن توضيحها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup>. مصطفى كامل، العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على واقع المصارف العربية مع التركيز على حالة مصر، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد الثالث والعشرون، 2009، ص: 12.

- رسم وتنفيذ السياسة النقدية للاتحاد الأوروبي كتكتل اقتصادي؛
- الاشراف على الاحتياطات الرسمية من النقد الأجنبي وتحديد كيفية إدارة هذه الاحتياطات وتوظيفها؛
- وضع الضوابط التي تحافظ على الاستقرار المالي والنقدي في دول الاتحاد الأوروبي؛
- إصدار أوراق البنكنوت وصك الوحدات المعدنية لليورو؛
- وضع وتنفيذ معايير الرقابة على المؤسسات الائتمانية في الاتحاد الأوروبي؛
- العمل على تدعيم موازين المدفوعات للدول الأعضاء وسياستها الاقتصادية بما يحقق أهدافها التنموية؛
- القيام بعمليات الصرف.

**المطلب الثاني: رأسمال، الهيكل التنظيمي، ومهام البنك المركزي الأوروبي**

**الفرع الأول: رأسمال البنك المركزي الأوروبي**

تم انشاء البنك المركزي الأوروبي برأسمال قدر بـ 50 مليار يورو تساهم فيه الدول الأعضاء في منطقة اليورو من خلال بنوكها المركزية<sup>1</sup>، بنسب متفاوتة ومحددة وفق معيارين، يتمثل الأول في الناتج المحلي الإجمالي PIB، أما المعيار الثاني فيتمثل في عدد السكان وهو ما جعل ألمانيا تحتل المرتبة الأولى من حيث المساهمة في رأس مال البنك المركزي الأوروبي. ويقوم البنك المركزي الأوروبي بالاحتفاظ بالنقد الأجنبي وتوظيفه وتوزيع الأرباح بنسبة 80% منها على البنوك المركزية للدول الأعضاء حسب مساهمة كل دولة في رأسمال البنك،

<sup>1</sup>.SiteInternet :[https://www.marefa.org/%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%86%D9%83\\_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B1%D9%83%D8%B2%D9%8A\\_%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%88%D8%B1%D9%88%D9%BE%D9%8A](https://www.marefa.org/%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%86%D9%83_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B1%D9%83%D8%B2%D9%8A_%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%88%D8%B1%D9%88%D9%BE%D9%8A) Consulté le : 18/06/2019.

الفصل الرابع:.....تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو ومدى فعاليتها

وذلك بعد الاحتفاظ بنسب 20% لديه، والجدول الموالي يوضح نسب مساهمة كل دولة عضو في منطقة اليورو في رأسمال البنك المركزي الأوروبي وذلك سنة إنشائه أي في 1999.

الجدول رقم (14): المساهمة في رأس مال البنك المركزي الأوروبي سنة 1999

الدول	السكان		النتاج المحلي الإجمالي PIB		الحصة من رأسمال البنك المركزي الأوروبي %	النسبة من القاعدة النقدية
	مليون نسمة	النسبة %	مليار يورو	النسبة %		
ألمانيا	82.060	28.3	1854	33.4	30.9	37.4
النمسا	8.084	2.8	182	3.3	3.0	3.7
بلجيكا	10.182	3.5	214	3.9	3.7	2.8
اسبانيا	39.323	13.5	469	8.5	11.2	13.4
فنلندا	5.140	1.7	1.5	1.9	1.8	1.4
فرنسا	58.607	20.2	1229	22.1	21.4	11.0
ايرلندا	03.661	1.3	67	1.2	1.1	0.4
إيطاليا	57.506	19.8	1.12	18.2	19.0	22.7
لوكسمبورغ	00.042	0.1	14	0.3	0.2	0.1
هولندا	15.603	5.4	318	5.7	5.4	5.6
البرتغال	09.876	3.4	75	1.5	2.4	1.5
المجموع	290.463	100.00	5548	100	100.00	100.00

المصدر: نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة، مرجع سابق، ص: 309، نقلا عن:

BCE, Rapport annuel 1999, P :28.

## الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي

تتمثل هيئات اتخاذ القرار في البنك المركزي الأوروبي في كل من المجلس التنفيذي، ومجلس المحافظين، والمجلس العام ويمكن توضيح ذلك في النقاط التالية:<sup>1</sup>

### 1- المجلس التنفيذي:

يقوم المجلس التنفيذي بتنفيذ السياسة النقدية وفقا لتوجيهات مجلس المحافظين عن طريق إعطاء تعليمات للبنوك المركزية الوطنية، كما أنه المسؤول عن الأعمال التجارية للبنك المركزي الأوروبي.

ويتكون المجلس التنفيذي من رئيس ونائب رئيس البنك المركزي الأوروبي وأربع أعضاء آخرين لديهم خبرة كافية في الشؤون النقدية، ويتم تعيينهم من طرف المجلس الأوروبي لرؤساء دول وحكومات منطقة اليورو وبتزكية من مجلس الوزراء وذلك بعد استشارة البرلمان الأوروبي ومجلس المحافظين، وينتخبون لمدة ثمان سنوات غير قابلة للتجديد.

### 2- مجلس المحافظين:

تتمثل المهام الأساسية لمجلس المحافظين في اعداد السياسة النقدية الموحدة وإعطاء التوجيهات الخاصة بتنفيذها، كما يعتبر المسؤول عن التنظيم الداخلي للبنك المركزي الأوروبي، كما يقوم مجلس المحافظين بتوقيع العقوبات على مخالفة القرارات التي تنتشر في الجريدة الرسمية للمجموعة الأوروبية.

<sup>1</sup>. أوتمار ايسنج، السياسة النقدية لنظام اليورو، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 36، العدد 1، مارس 1999، ص: 18.

ويقع مجلس المحافظين في هرم البنك المركزي الأوروبي ويضم أعضاء المجلس التنفيذي ومحافظي البنوك المركزية الوطنية للدول الأعضاء في منطقة اليورو، ولكل عضو صوت واحد، ويتم اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية عند التصويت عليها بالأغلبية.

### 3 - المجلس العام:

يتم من خلاله عضوية البنوك المركزية للدول التي لا تنتمي لمنطقة اليورو؛ حيث يساهم المجلس العام في تحديد أسعار صرف عملات الدول الغير منظمة لمنطقة اليورو، بالإضافة الى خلق تنسيق معها وجمع الاحصائيات النقدية والائتمانية وإعداد التقارير الى جانب باقي الهيئات ويضم المجلس العام رئيس ونائب رئيس البنك المركزي الأوروبي ومحافظي البنوك المركزي لمنطقة اليورو.

تتمثل أهم وظائف البنك المركزي الأوروبي فيما يلي<sup>1</sup>:

- الحفاظ على استقرار الأسعار مثل كافة البنوك المركزية؛
- اصدار العملة الأوروبية الموحدة اليورو سواء الأوراق النقدية أو العملة المعدنية؛
- تحديد معدلات الفائدة قصيرة الأجل في دول منطقة اليورو؛
- إدارة الاحتياطات النقدية للدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي؛
- تقديم النصائح والارشادات لمؤسسات وحكومات الاتحاد الأوروبي فيما يخص النظم المالية والنقدية، مثل مراجعة السياسة النقدية قبل تقديمها للبرلمان الأوروبي.

<sup>1</sup>. Mona Kamal, "The Experience of the European Monetary Union in the coordination of Monetary and Fiscal Policies", MPRA, Site Internet : <http://mpera.ub.uni-muenchen.de/27764/>. Paper N°. 27764, Posted 30, December 2010, P. 5. (Consulté le : 18/01/2018).

ومن أجل نجاح السياسة النقدية والعمل على استقرار اليورو يواجه البنك المركزي الأوروبي العديد من التحديات، تتمثل في ضرورة القيام بعدة مهام منها<sup>1</sup>:

- تجنب حدوث الصدمات الاقتصادية في الدول الأعضاء في منطقة اليورو؛ وذلك لأن تعرض أي دولة من الدول الأعضاء لصدمة أو أزمة اقتصادية يؤدي إلى الإضرار بقية الدول وعدم فاعلية السياسة النقدية المطبقة؛
- نجاح السياسات المالية الوطنية للدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي ودعم السياسة النقدية الموحدة؛
- تحقيق النمو وإيجاد فرص العمل مع المحافظة على استقرار الأسعار في الدول الأعضاء.

يتأرس البنك المركزي الأوروبي حالياً "كريستين لاغارد"؛ حيث يدير السياسة النقدية لكل دولة من الدول الأعضاء في منطقة اليورو، وعلى عكس البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي الذي سعى إلى تحقيق هدفين أساسيين هما الحفاظ على نسب البطالة متدنية والتحكم في التضخم، فإن البنك المركزي الأوروبي يسعى قبل كل شيء إلى الحفاظ على نسب التضخم في حدود 2%.

### المطلب الثالث: السياسة النقدية (التقليدية) المتبعة في منطقة اليورو

بدأ البنك المركزي الأوروبي تنفيذ السياسة النقدية الموحدة في منطقة اليورو منذ الأول من جانفي 1999، وتهدف هذه السياسة إلى العمل على تحقيق الاستقرار في الأسعار ودعم السياسة الاقتصادية، وقد حدد مجلس المحافظين شرطاً أساسياً لاستقرار الأسعار، هو تحقيق

<sup>1</sup>. وصاف عتيقة، سهام عاشور، "نظام النقد الأوروبي: الملامح الأساسية والإشكاليات الاقتصادية"، الملتقى الدولي حول اليورو واقتصاديات الدول العربية: فرص وتحديات، جامعة الجزائر، يومي 18 و 20 أفريل، 2005، ص. 141.

زيادة سنوية في الرقم القياسي المتسق لأسعار المستهلك (HICP) \* بالنسبة لمنطقة اليورو تقل عن 2%<sup>1</sup>، كما تركز السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي على عنصرين أساسيين هما<sup>2</sup>:

- **النقود:** انطلاقاً من أن التضخم هو ظاهرة نقدية على الأقل في الأجل الطويل؛ لذلك وضع مجلس المحافظين ضوابط لعملية التوسع النقدي تتفق مع المحافظة على استقرار الأسعار؛

- **بعض المؤشرات الاقتصادية والمالية:** أهمها سعر الفائدة طويلة الأجل، الأجور، أسعار استيراد السلع، والتي يستعملها مجلس المحافظين في تقييم المخاطر التي يتعرض لها استقرار الأسعار والتغلب عليها.

إن هدف تحقيق الاستقرار في الأسعار الذي يسعى إلى تحقيقه البنك المركزي الأوروبي يجعل من هذا الأخير يتمتع باستقلالية كاملة وعدم تعرضه لأيّة ضغوط من قبل حكومات الدول الأعضاء في منطقة اليورو.

كما تقوم السياسة النقدية لمنطقة اليورو على مجموعة من الأدوات تتمثل فيما يلي<sup>3</sup>:

- **عمليات السوق المفتوحة:** وتشمل أربعة عمليات هي:

- التمويل الأساسي (عمليات السوق المفتوحة الأسبوعية): وتقدم الجزء الأكبر من إعادة تمويل القطاع المالي، وتنفذ من خلال عطاءات نمطية لإعادة الشراء؛

\*. Harmonised Index of Consumer Prices.

وهو يمثل الرقم القياسي لأسعار المستهلكين بعد الاتساق بين الأساليب الإحصائية المستخدمة في دول منطقة اليورو.

<sup>1</sup>. Site Internet : <http://www.ecb.int/ecb/html/index.en.html> (Consulté le 28/02/2018).

<sup>2</sup>. مغاوري شلبي، مرجع سابق، ص. 41.

<sup>3</sup>. وصاف عتيقة، عاشور سهام، مرجع سابق، ص. 142-143، نقلاً عن:

تشارلز اينوخ وآخرون، "العمليات النقدية في الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 2، جويلية 1998، ص. 34-36.

- التمويل طويل الأجل: ويوفر جزءاً محدوداً من سيولة النظام الأوروبي للبنوك المركزية؛
- التعديل الطفيف: من خلال عطاءات سريعة أو اجراءات ثنائية وتستخدم للتحكم في تقلبات السوق إذا كان هناك تغير دائم في الطلب على العملة؛
- عمليات هيكلية: من خلال عطاءات نمطية أو اجراءات ثنائية ويستخدم لتوجيه الوضع الهيكلي للقطاع المصرفي.
- **التسهيلات الدائمة:** والتي تهدف إلى تحقيق الاستقرار الذاتي لمنطقة اليورو وتخفيف نقص السيولة أو عدم الاستقرار في أسعار الفائدة، وهناك تسهيلات مقدمة للبنوك لتسهيل عملية الحصول على السيولة وعملية إيداع الفوائض؛
- **شروط الاحتياطي:** حيث تمّ الاتفاق على نسبة قدرها 2% تحتقظ بها البنوك المركزية للدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي لدى البنك المركزي الأوروبي؛
- **نظام المدفوعات الأوروبي:** يعتبر عنصراً أساسياً في النظام النقدي والمالي الأوروبي فهو يدعم السياسة النقدية الأوروبية؛ حيث يساهم في خلق نظام مستقر وآمن للمدفوعات في أوروبا، ويقوم نظام المدفوعات الأوروبي على محورين هما:
  - النظام الوطني للتسوية الاجمالية في كل الدول الأعضاء؛
  - النظام الذي يربط بين الأنظمة الوطنية.

## المبحث الثاني: أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في منطقة اليورو

### لإدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية

بعد حدوث الأزمة المالية العالمية 2008 سعت الاقتصادات المتقدمة الى تجنب الانهيار المالي والافلات من الركود الاقتصادي، إلى جانب العمل على تخفيض معدلات البطالة واستعادة النمو وذلك من خلال عدة إجراءات اقتصادية نقدية ومالية، ومما لاشك فيه أن البنوك المركزية لها دورا هاما في تحقيق الأهداف المذكورة سالفا من خلال استهداف متغيرات اقتصادية كمية غير معتادة في السياسات النقدية من قبل، تم التعبير عنها بصيغ مختلفة مثل التيسير الكمي، والتيسير الائتماني، وأسعار الفائدة المنخفضة والسالبة، وغيرها من التعبيرات التي تتدرج كلها من مسمى واحد وهو أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وفي كل مرة يتبنى البنك المركزي أداة من الأدوات السالفة الذكر يشير الى أنها ذات طابع استثنائي ومؤقت وانه سيقوم برفعها تدريجيا بعد اثبات فعاليتها وتحقيقها للأهداف المسطرة.

### المطلب الأول: أهداف البنك المركزي الأوروبي من تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية

الهدف الأساسي من تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية من قبل البنك المركزي الأوروبي يتمثل في استقرار الأسعار؛ حيث يعمل على أن يكون معدل التضخم عند 2%، أما الهدف الثاني فيتمثل في تخفيض نسب الفائدة على السندات السيادية المطروحة في الأسواق، حتى أن بعض البلدان شهدت معدلات فائدة سلبية على سندات الحكومة أو السيادية في الأسواق كألمانيا وفرنسا وهذا للقضاء على الدين السيادي الذي تسبب في حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية، بالإضافة الى هذا يسعى البنك المركزي الأوروبي من وراء تطبيقه للسياسة النقدية غير التقليدية إلى تحقيق عدة أهداف لعل أهمها ما يلي:

- تلبية الطلب على النقد من خلال الرفع المكثف في كمية الأموال المتداولة؛

- الإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة لتحفيز الطلب وإنعاش الاقتصاد للخروج من حالة الركود الاقتصادي الذي تعاني منه منطقة اليورو؛
- إزالة مشكل ندرة السيولة من خلال شراء السندات من أسواق القروض سواء سندات عمومية (سيادية) أو خاصة.
- تحسين شروط التمويل داخل منطقة اليورو من خلال تسهيل عملية حصول البنوك التجارية على السيولة.

ولتحقيق أهداف السياسة النقدية في منطقة اليورو يركز البنك المركزي الأوروبي على عنصرين أساسيين، يتمثل العنصر الأول في النقود وذلك انطلاقاً من أن التضخم ظاهرة نقدية؛ لذلك وضع مجلس المحافظين ضوابط لعملية التوسع النقدي تتماشى مع استقرار الأسعار وتحقيق معدل نمو مناسب للناتج، أما العنصر الثاني فيتمثل في بعض المؤشرات الاقتصادية والمالية أهمها سعر الفائدة طويلة الاجل، الأجور، وتستخدم لتقييم المخاطر التي يتعرض لها استقرار الأسعار والعمل على التغلب عليها.

على العموم سعى البنك المركزي الأوروبي من خلال تطبيقه للسياسة النقدية غير التقليدية الى تحقيق أهداف معلنة تمثلت في استقرار سوق السندات (التخفيف من حدة أزمة الديون السيادية) وكذا تحقيق معدل تضخم قريب من 2%، وأهداف غير معلنة تمثلت في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي والاستفادة من انخفاض سعر صرف اليورو لتشجيع الصادرات الأوروبية؛ إلا أن هذه السياسة رغم انها جاءت ببعض الثمار إلا انها فشلت في تحقيق أهدافها بسبب عدة عوامل منها إجراءات المواءمة والضغطات على المصارف الأوروبية في منطقة اليورو، وانكماش في أسعار المواد الأولية وهو الامر الذي أثر على معدلات النمو الاقتصادي وبالتالي عدم تحقيق الهدف الثالث الغير معلن والمتمثل في رفع النمو الاقتصادي.

### المطلب الثاني: أولى إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية عقب أزمة الديون السيادية

تمثلت أولى الإجراءات التي قام بها البنك المركزي الأوروبي عقب حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية في عمليات تبادل العملات SWAP وكذا توسيع قائمة الأصول المقولة بضمان.

#### الفرع الأول: عمليات تبادل العملات swap

قام البنك المركزي الأوروبي بتفعيل تبادل اتفاقيات تبادل العملات \* swap مع العديد من البنوك المركزية على غرار البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي؛ حيث تم إبرام اتفاقية مع هذا الأخير لتبادل العملات في 18 سبتمبر 2008، حيث تحصل على 40 مليار دولار، وفي 26 سبتمبر 2008 تحصل على 35 مليار دولار، وأيضاً في 29 سبتمبر تم الاتفاق على تزويد البنك المركزي الأوروبي بـ 240 مليار دولار الى غاية 30 أبريل 2009، كما أبرم البنك المركزي الأوروبي اتفاقية مع البنك السويسري في 15 أكتوبر 2008 تستمر الى غاية نهاية 2009 لتمكين البنوك منطقة اليورو من الحصول على التمويل المطلوب<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني: توسيع قائمة الأصول المقبولة بضمان

حيث أعلن البنك المركزي الأوروبي في 17 أكتوبر 2008 توسيع لائحة الأصول المؤهلة كضمانات في مختلف عمليات الائتمان في منطقة اليورو، وتصل هذه اللائحة سارية المفعول الى غاية نهاية عام 2009، وتتضمن قائمة الضمانات المقبولة ما يلي<sup>2</sup>:

\*. عقد تبادل العملات swap هو عقد بين طرفين ينص على مبادلة كمية معينة من العملات مع الاتفاق على عكس العملية بعد فترة زمنية محددة؛ وبالتالي هو اتفاق يحتوي على عقدين أحدهما عقد فوري والآخر أجل وتم انشاءه بهدف التقليل من مخاطر وقيود الصرف.

<sup>1</sup>. محمد الأمين وليد طالب، مرجع سابق، ص 333، نقلا عن:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080918.en.htm>

<sup>2</sup>. محمد الأمين وليد طالب مرجع سابق، ص: 334.

- سندات الدين الصادرة عن مؤسسات الائتمان؛
- سندات الدين المحمية بضمانات مقبولة.

### المطلب الثالث: التيسير النوعي (الائتماني) الأوروبي

تضمن التيسير النوعي الأوروبي عدة إجراءات أهمها.

الفرع الأول: تيسير ائتماني غير مباشر من خلال عمليات إعادة التمويل طويلة الاجل

LTRO<sub>s1</sub> و LTRO<sub>s2</sub>

مع بداية أزمة الديون السيادية الأوروبية كان البنك المركزي الأوروبي يقوم بعمليات إعادة التمويل الرئيسية ذات أجل استحقاق 3 أشهر MRO ، لحد الآن هي تعتبر أداة تقليدية؛ لكن مع تسارع الأحداث وبداية اشتداد الأزمة وصعوبة ظروف التمويل في منطقة اليورو بدء البنك بإجراء تعديلات على هذه الأداة من خلال قيامه في العديد من المرات بتمديد آجال استحقاقها والرفع من قيمتها، وبالتالي تحولت من أداة تقليدية الى أداة غير تقليدية سميت بعمليات إعادة التمويل طويلة الاجل LTRO<sub>s</sub>.

انتقلت درجة استحقاق LTRO<sub>s</sub> من 3 أشهر الى 6 أشهر ثم الى سنة كاملة ثم الى 3 سنوات مع قائمة ضمانات متسعة وشملت أصول اعلى مخاطرة، بمعدل فائدة ثابت قابل للسداد المسبق من قبل البنوك خلال سنة وبالتالي هي أداة غير تقليدية استخدمها البنك المركزي الأوروبي<sup>1</sup>، وقد وفرت قرابة 1000 مليار يورو وكانت على مرحلتين<sup>2</sup>:

- LTRO<sub>s1</sub> في 21 ديسمبر 2011 لأجل 3 سنوات وقيمتها 489 مليار يورو؛

<sup>1</sup>. نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة، مرجع سابق، ص: 321، نقلا عن:

Les opérations de financement a long terme de la banque centrale Européenne, fédération bancaire française, 15 mai 2012, sur cite : <http://www.fbf.fr>.

<sup>2</sup>. محمد الامين وليد طالب، مرجع سابق، ص: 330 ، نقلا عن:

<http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/la-bce-ou-comment-devenir-moinsconventionnel/>

- LTRO<sub>S2</sub> في 29 فيفري 2012 لأجل 3 سنوات وقيمتها 529 مليار يورو.

كان البنك المركزي الأوروبي يهدف من وراء هذه العملية تزويد البنوك بالسيولة اللازمة التي ستسمح لها بالتسديد المسبق للديون، كما سمحت عمليات VLTRO<sub>S1</sub> و VLTRO<sub>S2</sub> بعودة الثقة الى المستثمرين خاصة خلال عام 2012 مع زوال خطر ندرة السيولة، والشكل الموالي يبين تطورات مستوى السيولة في منطقة اليورو خلال الفترة 2008-2013.

الشكل رقم (14): تطورات مستوى السيولة في منطقة اليورو خلال الفترة 2008-2013.



المصدر: محمد وليد طالب، مرجع سابق، ص: 331، نقلا عن:

<http://knowledge.essec.edu/fr/economy-finance/les-dernieres-innovations-de-la-bceen-matiere-de-.html>

الفرع الثاني: تسيير ائتماني غير مباشر من خلال عمليات إعادة التمويل المستهدفة طويلة

الأجل TLTRO<sub>S</sub><sup>1</sup>

وهي عمليات توفير التمويل طويل الأجل للبنوك بشروط مواتية بهدف تحفيز الاقتصاد الحقيقي، كما أنها عمليات مستهدفة فالمبلغ الذي يمكن للبنوك اقتراضه مرتبط بقروضها للشركات غير المالية والأسر، وكانت هذه العمليات على ثلاث مراحل:

- TLTRO<sub>S1</sub>: كانت في 5 جويلية 2014؛

<sup>1</sup>. Site Internet : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>  
Consulté le: 11/09/2019

- TLTRO<sub>S2</sub>: كانت في 10 مارس 2016 وتتكون من أربع عمليات إعادة تمويل مستهدفة طويلة الأجل لكل منها فترة استحقاق 4 سنوات وتكون معدلات الاقتراض منخفضة جدا؛

- TLTRO<sub>S3</sub>: كانت في 7 مارس 2019 وتتكون من سبع عمليات إعادة تمويل مستهدفة طويلة الأجل، لكل منها فترة استحقاق مدتها 3 سنوات تبدأ في سبتمبر 2019 ويمكن ان تكون معدلات الاقتراض منخفضة بمقدار 50 نقطة أساس أقل من متوسط سعر الفائدة على تسهيلات الإيداع خلال الفترة من 24 جوان 2020 الى 23 جوان 2021.

تختلف TLTRO<sub>S3</sub> عن TLTRO<sub>S2</sub> في أن سعر الفائدة أصبح في TLTRO<sub>S3</sub> مرتبط بأنماط اقراض البنوك الأعضاء في منطقة اليورو؛ حيث كلما زاد عدد القروض التي تصدرها البنوك الى الشركات غير المالية والأسر (باستثناء القروض المقدمة للأسر لشراء المنازل) أصبح سعر الفائدة أكثر جاذبية.

يختلف التيسير الائتماني عن الذي استخدمه البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي في أن البنك المركزي الأوروبي لا يتدخل مباشرة لشراء السندات في السوق الأولية أو الثانوية مثلما يفعل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، إلا أن العملية تحقق نفس الهدف بطريقة غير مباشرة لتقليص الضغوط على أسعار السندات مما يجعل العوائد تتراجع وبالتالي تنخفض أسعار الفائدة في منطقة اليورو.

#### المطلب الرابع: التيسير الكمي الأوروبي

مع حدوث الازمة المالية العالية 2008 وانتقالها الى باقي دول العام والاتحاد الأوروبي خاصة منطقة اليورو وما نتج عنها من أزمة حادة هي أزمة الديون السيادية؛ وجد البنك المركزي الأوروبي نفسه مجبرا على مواجهتها وذلك من خلال تطبيق سياسته النقدية الغير

تقليدية القائمة على ضخ السيولة والتي تعرف بالتيسير الكمي، فمنذ عام 2009 قام البنك المركزي الأوروبي بمجموعة من الإجراءات في إطار التيسير الكمي، وأهم ما يميز هذه الإجراءات الطابع المؤقت؛ حيث أكد على ضرورة الانتهاء منها فور تحقيق الأهداف المرجوة منها، يهدف من خلالها إلى تحسين شروط التمويل داخل منطقة اليورو، كما مر التيسير الكمي الأوروبي بعدة مراحل.

الفرع الأول: برنامج شراء السندات المحمية الأول CBPP<sub>1</sub> (06 جويلية 2009-30 جوان 2010)<sup>1</sup>

خلال هذا البرنامج سمح البنك المركزي الأوروبي للبنوك المركزية لدول منطقة اليورو بشراء السندات المحمية وهي الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات المالية والمغطاة بواسطة أصول عن القطاع الخاص او العام، بقيمة 60 مليار يورو في الأسواق الأولية أو الثانوية؛

الفرع الثاني: برنامج شراء السندات المحمية الثاني CBPP<sub>2</sub> (03 نوفمبر 2011-31 أكتوبر 2012 كآخر أجل للتنفيذ)<sup>2</sup>

بقيمة اسمية قدرت بـ 40 مليار يورو يهدف من ورائه البنك المركزي الأوروبي الى تخفيض معدلات الفائدة المتوسطة وطويلة الاجل وتحسين شروط تمويل البنوك والمؤسسات وتم شراء ما قيمته 16.42 مليار يورو من أصل 40 مليار يورو من قيمة السندات المحمية.

<sup>1</sup> محمد الامين وليد طالب، مرجع سابق، نقلا عن:

[https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_17520090704fr00180019.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_17520090704fr00180019.pdf)  
[https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_29720111116fr00700071.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_29720111116fr00700071.pdf)

<sup>2</sup> محمد الامين وليد طالب، مرجع سابق، نقلا عن:

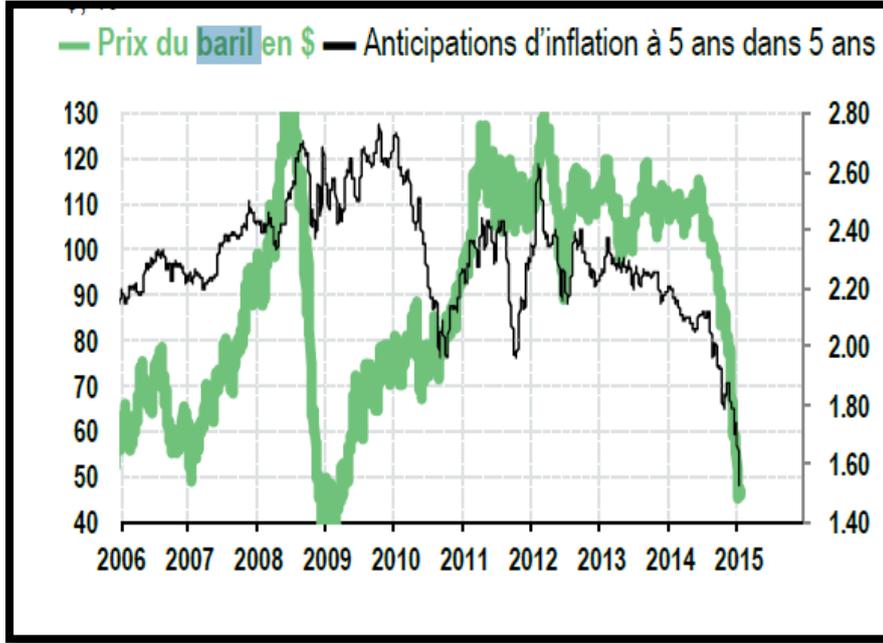
[https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_17520090704fr00180019.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_17520090704fr00180019.pdf)  
[https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_29720111116fr00700071.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_29720111116fr00700071.pdf)

إن تزامن هذا البرنامج مع اتخاذ البنك المركزي الأوروبي لإجراء عمليات إعادة التمويل طويلة الاجل VLTRO والذي وفر 1000 مليار يورو، بالإضافة الى التزايد المستمر لطلب المستثمرين على السندات المحمية في مقابل تراجع اصدار هذه الأخيرة، أدى إلى فشل برنامج شراء السندات المحمية.

#### الفرع الثالث: شراء سندات السيادية لحكومات منطقة اليورو (مارس 2015-مارس 2016)

تضمن برنامج التيسير الكمي خلال هذه الفترة قيام البنك المركزي الأوروبي بطبع النقود لشراء سندات سيادية وذلك بهدف زيادة معدلات التضخم في منطقة اليورو، فموجب هذا البرنامج قام البنك المركزي الأوروبي بشراء أوراق مالية بقيمة 60 مليار يورو شهريا حتى عام 2016، مع إمكانية الاستمرار في ذلك إذا اقتضت الضرورة في حالة عدم عودة التضخم إلى المعدل المستهدف (2%)؛ حيث أن معدلات التضخم عرفت انخفاضا كبيرا بعد أزمة الديون السيادية خاصة سنة 2015 مثلما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (15): تطور معدلات التضخم خلال الفترة 2006-2015



Source :site Internet : [www. https://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=25273](https://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=25273) , Consulté le 20/09/2019

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن معدل التضخم في منطقة اليورو انخفض في 2015 إلى أقل من 1.6% وهو معدل لا يخدم اقتصاد منطقة اليورو ولأن المعدل المتوقع عليه والذي يهدف البنك المركزي إلى تحقيقه هو 2% وهذا بهدف إنعاش منطقة اليورو، كما تضمن البرنامج دولا تنفذ برامج انقاذ كاليونان. مع إمكانية قيام البنك المركزي الأوروبي القيام بإعادة شراء خلال نفس الفترة ما يقارب 1140 مليار يورو من الديون تنفذ من قبل البنوك المركزية للدول الأعضاء و92% منها تمثل 19 دولة عضو في منطقة اليورو<sup>1</sup>.

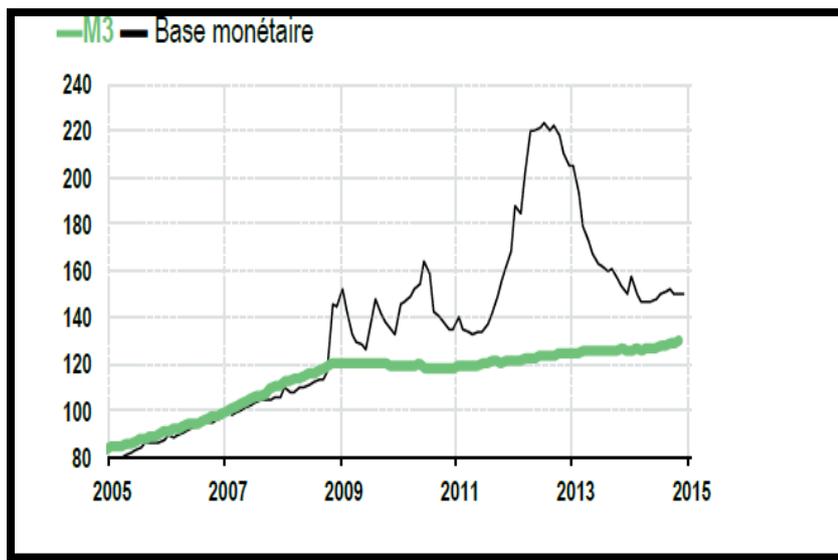
<sup>1</sup> Emmanuel Fournial, « politique monétaire de la BCE pendant la crise », mémoire de recherche, paris, 15/06/2015, Site internet : [www. http://www.vernimmen.net/ftp/Memoire\\_HEC\\_Emanuel\\_Fournial.pdf](http://www.vernimmen.net/ftp/Memoire_HEC_Emanuel_Fournial.pdf)

Consulté le : 19/09/2019.

Consulté le :

ويمثل المبلغ الذي تم ضخه عن طريق برنامج التيسير الكمي حوالي أكثر من 10% من مجموع الكتلة النقدية المتداولة في منطقة اليورو تتمثل في شراء سندات حكومية مضمونة بأصول \*ABS والسندات المحمية<sup>1</sup>. والشكل الموالي يوضح حجم الكتلة النقدية من 2005 إلى 2015.

الشكل رقم (16): حجم الكتلة النقدية من 2005 إلى 2015 في منطقة اليورو



Source : site Internet : [www. https://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPd\\_f=25273](https://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPd_f=25273) , Consulté le 20/09/2019

من خلال الشكل نلاحظ أن حجم الكتلة النقدية بعد أزمة الديون السيادية أي بعد 2009 بدأ في الارتفاع ليصل إلى أعلى قيمة في نهاية 2012 وبداية 2013 وهي فترة وصول أزمة

\*. السندات الحكومية المضمونة بأصول Aset-Backed Securities (ABS) هي عبارة عن أوراق مالية أو سندات مدعومة بمجموعة من الأصول المالية والتي عادة ما تولد تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها؛ وبالتالي هي نتاج عملية التوريق حيث يتم جمع التدفقات النقدية من أنواع مختلفة من الديون التعاقدية (قروض سيارات أو التزامات ديون بطاقات الائتمان) وإصدار أوراق مالية تحمل قيمة هذه الأصول وبيعها للمستثمرين.

<sup>1</sup>Site Internet : [www. https://www.challenges.fr/economie/le-quantitative-easing-de-la-bce-comment-ca-marche\\_30554](https://www.challenges.fr/economie/le-quantitative-easing-de-la-bce-comment-ca-marche_30554). Consulté le 20/09/2019.

الديون السيادية الى ذروتها وهذا لان معدلات التضخم خلال هذه الفترة بدأت في الانخفاض بالإضافة الى ضخ السيولة من قبل البنك المركزي الأوروبي، كما أنه في 2015 بقيت الكتلة النقدية مرتفعة وهذا راجع الى برنامج التيسير الكمي الأوروبي.

الملاحظ لسياسة التيسير الكمي الأوروبي يجد ان البنك المركزي الأوروبي لم يحم بشراء السندات السيادية بشكل مباشر، وإنما كان يقوم بتكليف كل بنك مركزي لكل بلد عضو في منطقة اليورو يحتاج إلى دعم مالي مقابل بيع ديونه، ومن ثم يقوم البنك المركزي للبلد المعني بتسليم هذه السندات إلى البنك المركزي الأوروبي ويتحصل في المقابل على الأموال.

إن هذا الاجراء أدى إلى تأخر حصول الحكومات على الدعم المالي لمواجهة ازمة الديون السيادية لبلد على حساب بلد آخر وهو ما يترجم عدم التنسيق بين البنوك المركزية للدول الأعضاء والبنك المركزي الأوروبي.

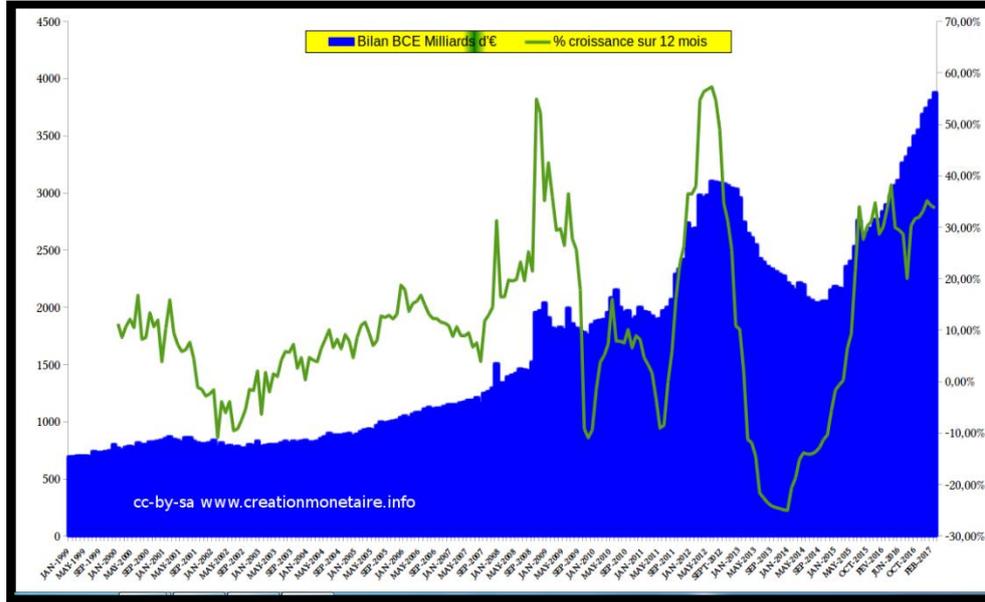
الفرع الرابع: شراء السندات الخاصة إلى جانب السندات السيادية (أفريل 2016-مارس 2017)

بلغت مشتريات الأصول المالية من قبل البنك المركزي الأوروبي في الفترة 2016-2017 ذروتها؛ حيث قدرت بـ 80 مليار يورو شهريا، بالإضافة إلى شراء موجودات بقيمة 2.3 ترليون يورو للبنك المركزي الأوروبي مما ساهم في خلق فوائض في الاحتياطات بقيمة 1.9 ترليون يورو.

خلال هذه الفترة قرر البنك المركزي الأوروبي دراسة احتمالية تمديد المشتريات إذا لزم الأمر لشراء السندات الخاصة إلى جانب السندات العامة وهذا بداية من مارس 2016<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Gilbert Koenig, **La politique d'assouplissement quantitatif : limites et Alternative**, site internet : [https://opee.unistra.fr/IMG/pdf/bulletinopee\\_34\\_koenig.pdf](https://opee.unistra.fr/IMG/pdf/bulletinopee_34_koenig.pdf) consulté le: 21/09/2019.

الشكل رقم (17): تطور ميزانية البنك المركزي الأوروبي من 1999 إلى 2017.



Source : site internet :

<http://www.creationmonetaire.info/2017/03/masse-monetaire-e-mars-2017-le-rsa-a-son-plus-bas-historique-la-bce-a-son-plus-haut.html> consulté le: 21/09/2019.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن ميزانية البنك المركزي الأوروبي في فيفري 2017 بلغت أكثر من 3500 مليار يورو؛ وهذا راجع الى تكثيف برنامج التيسير الكمي عن طريق طبع المزيد من النقود لشراء سندات حكومية وخاصة.

الفرع الخامس: تخفيض المبلغ المخصص لشراء السندات (أفريل 2017-نهاية ديسمبر 2018)

استمرت سياسة التيسير الكمي المطبقة من قبل البنك المركزي الأوروبي من جانفي 2015 إلى نهاية ديسمبر 2017؛ أين بدأ البنك المركزي الأوروبي بتخفيض حجم مساهمته في شراء الديون السيادية إلى 30 مليار يورو؛ حيث مع بداية عام 2018 بدأت الأوضاع

الاقتصادية في منطقة اليورو بالتحسن خاصة في الدول التي استفادت من سياسة التيسير الكمي.

وفي 14 جويلية 2018 وفي اجتماع للبنك المركزي الأوروبي تم اتخاذ قرار خفض حجم الدعم إلى 15 مليار يورو إلى غاية نهاية ديسمبر 2018 لتتوقف سياسة التيسير الكمي كليا. وفي اجتماع 12 سبتمبر 2019 أعلن البنك المركزي الأوروبي إعادة برنامج التيسير الكمي وشراء السندات بقيمة 22 مليار دولار شهريا ويبدأ هذا البرنامج في نوفمبر 2019. وفيما يلي أهم ما جاء في اجتماع البنك المركزي الأوروبي في سبتمبر 2019<sup>1</sup>:

1-الإبقاء على معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل والاقراض الهامشي عند 0% و0.25% على التوالي دون تغيير، وخفض معدل الفائدة على الإيداع بنحو 10 نقاط لتصبح -0.5% بهدف الاقتراب من معدل التضخم 2%؛

2-إعادة الاستثمار في السندات المشتراة بمعدل شهري قدره 20 مليار يورو ابتداء من 1 نوفمبر 2019 بهدف تعزيز السياسة النقدية؛

3-تمديد فترة استحقاق عمليات إعادة التمويل الرئيسية من عام الى ثلاثة أعوام؛

4-بهدف دعم السياسة النقدية القائمة على البنوك سيتم ادخال نظام من مستويين لتعويضات الاحتياطي، وسيتم في هذا النظام اعفاء جزء من حيازات البنوك من السيولة الزائدة من معدل الفائدة السلبي على الإيداع.

اعتبر بعض الأعضاء أن برنامج التيسير الكمي غير كاف في ظل تراجع عائدات السندات، وان عدم تحديده بمدة زمنية قد يدفع البنك المركزي الأوروبي الى عمليات شراء أكبر

---

<sup>1</sup> Site Internet : <https://www.arabictrader.com/ar/news/details/87295/> Consulté le : 06/11/2019.

مع استمرار ضعف اقتصاد منطقة اليورو، كما دعم بعض الأعضاء خفض معدل الفائدة بنحو 20 نقطة أساس في حال الاستغناء عن برنامج التيسير الكمي.

### المطلب الخامس: سعر الفائدة المنخفضة والسالبة الأوروبية

المعروف أن كل دولة عضو في منطقة اليورو تقوم بتطبيق سياستها المالية وفقا لمعاهدة ماستريخت التي تنص على ان عجز الميزانية لا يجب أن يتجاوز 3% من الناتج المحلي الإجمالي، كما أن نسبة الدين العام لا يجب أن تتجاوز 60% من الناتج المحلي الاجمالي؛ في المقابل فإن السياسة النقدية لكل دولة عضو في منطقة اليورو تكون مسيرة من قبل البنك المركزي الأوروبي.

ومع حدوث أزمة الديون السيادية التي عصفت بمنطقة اليورو والتي كانت ناتجة عن الأزمة المالية العالمية 2008، عمد البنك المركزي الأوروبي الى تنفيذ سياسة نقدية غير تقليدية من أدواتها تخفيض سعر الفائدة الى الصفر أو اعتماد أسعار الفائدة السالبة الى جانب تطبيق برامج التيسير الكمي.

### الفرع الأول: إجراءات تطبيق سعر الفائدة المنخفضة والسالبة في منطقة اليورو

وفقا لسياسة أسعار الفائدة السالبة المطبقة من قبل البنك المركزي الأوروبي، فقد قام هذا الأخير بتخفيض سعر الفائدة الرئيسي الذي كان 0% في جويلية 2012 الى -0.1% في جوان 2014، ثم الى -0.2% في سبتمبر 2014، وبعدها -0.3% في ديسمبر 2015 ثم الى -0.4% في مارس 2016<sup>1</sup>، ويهدف البنك المركزي الأوروبي من وراء هذه الإجراءات الى تحفيز الاقتصاد وتحقيق معدل تضخم مستهدف قدر بـ 2% على المدى المتوسط، ففي فيفري

<sup>1</sup> de sola perea, Kasonga Kashama, **la politique de taux négatif dans la zone euro et l'offre de prête bancaires**, BNB Revue économique, Décembre 2017 Site Internet : [https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2017/revecoiii2017\\_h3.pdf](https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2017/revecoiii2017_h3.pdf) , Consulter le : 02/01/2019.

## الفصل الرابع:.....تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو ومدى فعاليتها

2016 كان معدل التضخم -0.2% وبالتالي كان هناك انكماش مع انخفاض في معدل النمو الاقتصادي والذي قدر على سبيل المثال في فرنسا بـ 1.2% سنة 2015.

ومن خلال الجدول الموالي يمكن ابراز أهم الإجراءات المتخذة من قبل البنك المركزي الأوروبي فيما يخص تخفيض أسعار الفائدة الرئيسية.

**الجدول رقم (15): سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي من 2008 الى 2016.**

تاريخ الاجراء	سعر الفائدة الرئيسي لدى البنك المركزي الأوروبي
12 نوفمبر 2008	2.75%
10 ديسمبر 2008	2%
21 جانفي 2009	1%
11 مارس 2009	0.5%
8 أبريل 2009	0.25%
13 ماي 2009	0.25%
13 أبريل 2011	0.5%
13 جويلية 2011	0.75%
9 نوفمبر 2011	0.5%
14 ديسمبر 2011	0.25%
11 جويلية 2012	0%
8 ماي 2013	0%
13 نوفمبر 2013	0%
11 جوان 2014	-0.1%
10 سبتمبر 2014	-0.2%
9 ديسمبر 2015	-0.3%
16 مارس 2016	-0.4%

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات البنك الفرنسي

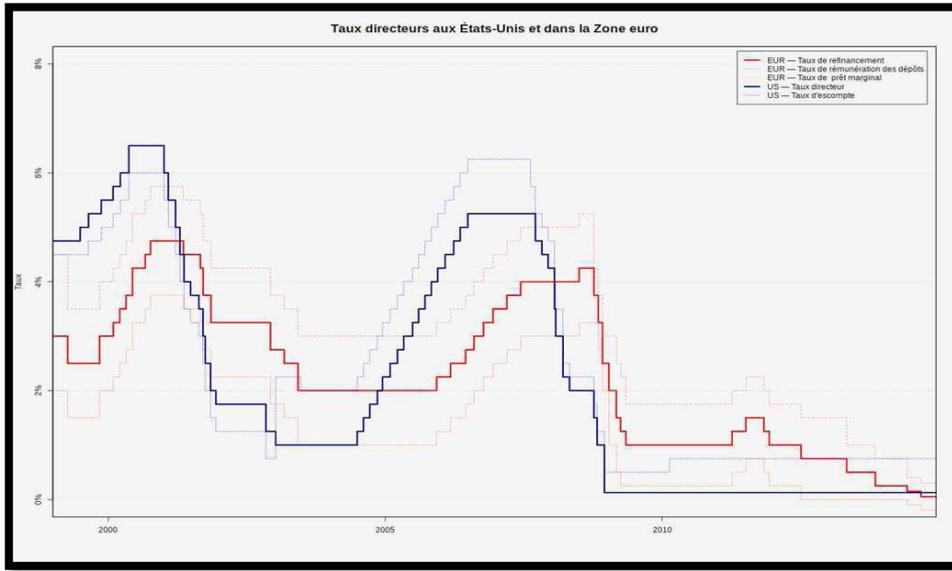
من خلال الجدول نلاحظ أن البنك المركزي الأوروبي اتبع سياسة تخفيض سعر الفائدة عقب حدوث أزمة الرهن العقاري 2008 والتي تحولت بعد ذلك الى أزمة مالية عالمية؛ ففي

## الفصل الرابع:.....تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو ومدى فعاليتها

10 ديسمبر 2009 خفض معدل الفائدة الى 2% بعد ان كانت 2.75% في نوفمبر 2008، وواصل إجراءات التخفيض الى ان أصبحت معدلات الفائدة صفرية بداية من جويلية 2012، وبداية من 11 نوفمبر 2014 أصبحت معدلات الفائدة سالبة يعني ان البنوك في منطقة اليورو يجب أن تدفع للبنك المركزي الأوروبي مقابل إيداع أموالها لديه.

ومن خلال الشكل الموالي نلاحظ سعر الفائدة المطبقة في منطقة اليورو والذي هو باللون الأحمر خلال الفترة من 2000 إلى ما بعد 2010.

الشكل رقم (18): معدل الفائدة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو (2010-2000)



Source : <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

### المبحث الثالث: نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو ومدى فعاليتها

قدمت السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة من قبل البنك المركزي الأوروبي العديد من المزايا الإيجابية لتجاوز أزمة الديون السيادية الأوروبية، إلا أنها لا تخلو من بعض النتائج السلبية، لذا لا بد من النظر في تقييم هذه البرامج التيسيرية ومعرفة نتائج تطبيق السياسة النقدية الغير تقليدية لإدارة الازمة في منطقة اليورو، وذلك بتسليط الضوء على نتائج تطبيق التيسير الكمي الأوروبي وسعر الفائدة المنخفضة ومدى فعاليتها في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية.

#### المطلب الأول: نتائج تطبيق التيسير الكمي الأوروبي ومدى فعاليته

على غرار باقي البنوك المركزية في العالم التي تبنت أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية، اتبع البنك المركزي الأوروبي بقيادة ماريو دراغي برنامج التيسير الكمي وشراء السندات السيادية وسندات الشركات في منطقة اليورو، وتجلت صعوبة تطبيق هذا البرنامج في أن البنك المركزي الأوروبي يمثل 19 بنك مركزي آخر للدول الأعضاء في منطقة اليورو؛ وبالتالي واجه صعوبة في التوازن بين السياسات النقدية لكل هذه البنوك في ظل تباين الأداء الاقتصادي بين جنوب أوروبا حيث أزمات الديون وأزمات المصارف وبين الأداء الجيد للاقتصاد لدول شمال أوروبا.

ومما لا شك فيه أن تطبيق أي سياسة نقدية لأي بنك مركزي تنتج عنه نتائج سلبية وأخرى إيجابية تتجلى في تحقيق الأهداف المسطرة قبل تنفيذ هذه السياسة النقدية وهو ما يعكس مدى فعالية الأداة المطبقة، وبالنظر الى برنامج التيسير الكمي نجد انه يمكن أن يؤدي الى ارتفاع مفاجئ في التضخم نتيجة ضخ العدد الهائل من السيولة في الاقتصاد؛ قد لا تستطيع الدول المطبقة لهذا البرنامج كبحه.

وبالعودة الى برنامج التيسير الكمي الأوروبي نجد أن 20% فقط من عمليات الشراء للسندات السيادية تمت بشكل مباشر، بينما البنوك المركزية للدول الأعضاء في منطقة اليورو تتكفل بـ 80% المتبقية بمعنى أن هذه الأخيرة ستقوم بشراء سندات دولها وتتحمل ما ينتج عنها من مخاطر<sup>1</sup>.

من خلال ما سبق يمكن إجمال أهم نتائج تطبيق التيسير الكمي من قبل البنك المركزي الأوروبي لادارة أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو في النقاط التالية:

- تمكن البنك المركزي الأوروبي من منع حدوث انكماش اقتصادي حاد في منطقة اليورو من خلال سياسته النقدية غير التقليدية بصفة عامة، ومن خلال برنامج التيسير الكمي بصفة خاصة والذي يعتبر أكثر أهمية من الأدوات الأخرى؛
- نجح برنامج التيسير الكمي في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي إلى حد ما؛ حيث وصل سنة 2017 إلى 2.4% ولكنه تراجع في عام 2018 إلى نحو 1.8%، كما أظهرت بيانات ان النمو الاقتصادي لمنطقة اليورو كان أقوى من المتوقع خلال الربع الأول من عام 2019؛ حيث أكد مكتب الإحصاءات للاتحاد الأوروبي أن الناتج المحلي الإجمالي للمنطقة ارتفع بنسبة 0.4% خلال الأشهر الثلاثة الأولى من 2019<sup>3</sup>.
- انخفاض معدلات البطالة في منطقة اليورو حيث استقرت عند 7.9% في ديسمبر 2018 وهي أدنى مستوى لها منذ عشر سنوات؛ وقد بلغت في عز أزمة الديون السيادية مستويات قياسية بلغت 12.1% في الربع الثاني من 2013 في منطقة اليورو، وقد

<sup>1</sup> Site Internet : [www.https://arabic.euronews.com/2015/01/23/so-what-exactly-is-quantitative-easing-and-how-is-it-going-to-get-the-eurozone-](http://www.https://arabic.euronews.com/2015/01/23/so-what-exactly-is-quantitative-easing-and-how-is-it-going-to-get-the-eurozone-) Consulté le: 6/11/2019.

<sup>2</sup> Site Internet : [https://www.arado.org/ManagementNews/archives/12767](http://www.https://www.arado.org/ManagementNews/archives/12767) Consulté le: 07/12/2019

<sup>3</sup> Site Internet: [https://www.cnbcarabia.com/news/view/52924/2019.html](http://www.https://www.cnbcarabia.com/news/view/52924/2019.html) Consulté le: 07/12/2019

سجل اعلى معدل للبطالة في اليونان سنة 18.6% في أكتوبر 2018، واسبانيا 14.3% وإيطاليا 10.3%، وسجل أدنى مستوى للبطالة في ألمانيا 3.3% وهولندا 3.6%<sup>1</sup>.  
- لم يتمكن برنامج التيسير الكمي من تحقيق مستوى التضخم المستهدف من قبل البنك المركزي الأوروبي؛ حيث لا يزال معدل التضخم منخفضا ما بين 1.1% و 1.9%.

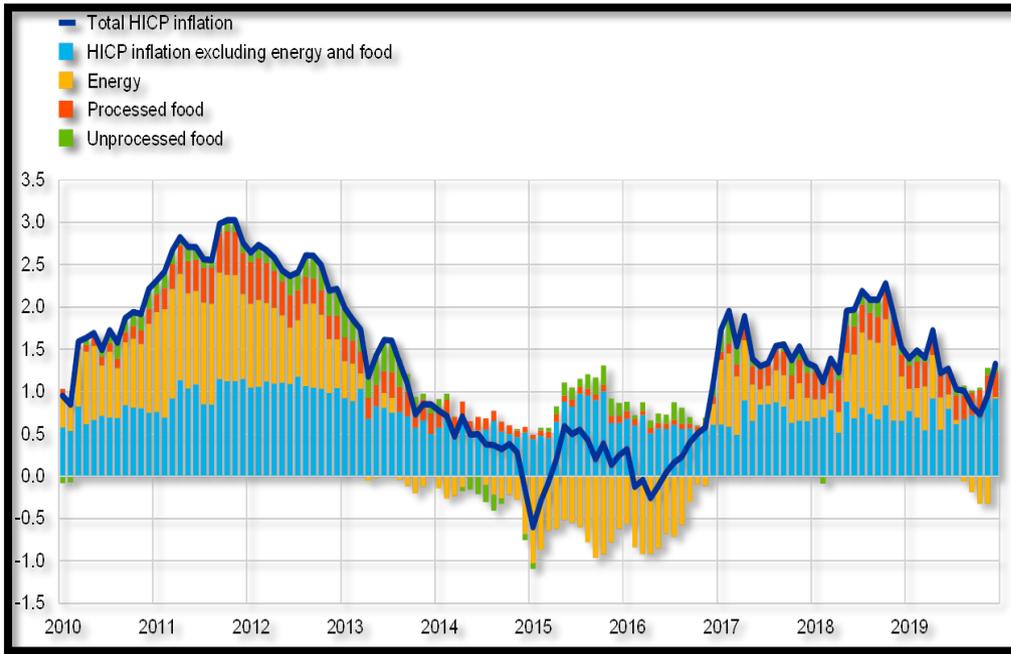
الملاحظ أن مستويات التوظيف في منطقة اليورو وكذا معدل النمو الاقتصادي عرفت تحسنا منذ بدء تطبيق برنامج التيسير الكمي؛ الا أن السؤال المطروح هل يرجع كل هذا الى برنامج التيسير الكمي أم الى عوامل أخرى ساعدت هذا الانتعاش، رغم ذلك يبقى الهدف الأساسي للبنك المركزي الأوروبي لم يتحقق بعد وهو الوصول الى معدل التضخم المستهدف 2%؛ فحسب مكتب "يوروستات" فإن التضخم في منطقة اليورو بلغ 0.4% خلال أكتوبر 2016 مقارنة بـ 0.2 في أوت من نفس السنة وهذا راجع لانخفاض أسعار الطاقة بالإضافة الى أن أسعار الأغذية غير المصنعة عرفت ارتفاعا طفيفا، كما أن معدل التضخم الأساسي استقر عند 0.8% وهو بعيد كل البعد عن المستوى المستهدف من قبل البنك المركزي الأوروبي<sup>2</sup>. وهو ما يؤكد عدم فعالية سياسة التيسير الكمي الأوروبي رغم نجاحها في التخفيف من حدة أزمة الديون السيادية الأوروبية.

وبلغ معدل التضخم الذي يستبعد أسعار الطاقة والأغذية غير المصنعة والذي يركز عليه البنك المركزي الأوروبي ويتابعه عن كثب 1% في 2019 مثلما يوضحه الشكل الموالي:

<sup>1</sup>. Site Internet : <https://www.france24.com/ar/20190131-2018> Consulté le: (07/12/2019)

<sup>2</sup>. Site Internet [https://www.aleqt.com/2016/10/01/article\\_1090097.html](https://www.aleqt.com/2016/10/01/article_1090097.html) Consulté le: (10/12/2019)

الشكل رقم (19): معدل التضخم في منطقة اليورو خلال الفترة 2010-2019



Source : Eurostat and ECB calculations. Site Internet :

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2019~c199d3633e.en.html#toc1>

1 Consulté le: (07/12/2019)

### المطلب الثاني: نتائج تطبيق أسعار الفائدة المنخفضة والسالبة الأوروبية ومدى فعاليتها

حسب البيانات الصادرة عن مكتب الإحصاء الأوروبي في 2013 فإن معدل التضخم السنوي في منطقة اليورو قد انخفض لأدنى مستوياته منذ ثلاثة أعوام ليصل عند مستوى 1.2% مع ارتفاع معدل البطالة إلى 12.1%<sup>1</sup> الأمر الذي أدى إلى تزايد الضغوط على البنك المركزي الأوروبي من أجل القيام بتخفيضات أكثر في سعر الفائدة وذلك لمواجهة حالة الانكماش الاقتصادي.

ومن أهم نتائج تطبيق سياسة أسعار الفائدة المنخفضة ارتفاع معدل الادخار في منطقة اليورو؛ حيث كشف تقرير عن البنك المركزي الألماني الصادر في جوان 2017 أن حكومات

<sup>1</sup> BCE, bulletin mensuel aout 2013, P : 72

منطقة اليورو ادخرت حوالي 1.6 ترليون يورو خلال عام 2016 مع تطبيق معدلات فائدة متدنية، وأظهرت بيانات البنك الألماني أن إيطاليا التي تعتبر ثالث أكثر دول العالم من حيث الديون السيادية تصدرت قائمة الدول الأكثر ادخارا بنسبة 10% من الناتج المحلي الإجمالي بفعل معدلات الفائدة المنخفضة، أما ألمانيا فتمكنت من توفير 7% من الناتج المحلي الإجمالي خلال نفس الفترة<sup>1</sup>، من جهة أخرى فإن سياسة أسعار الفائدة المنخفضة تخلق قناعة لدى المستهلكين خاصة من أبناء الطبقة المتوسطة ان الوضع الاقتصادي سيء وأن الاقتصاد مقبل على فترة صعبة وغالبا عندما تسود تلك القناعات يزيد الادخار.

إن فرض سعر الفائدة السالبة هي من أخطر القرارات التي اتخذها البنك المركزي الأوروبي؛ لأنها تحول سلوك ونظام الأسواق المالية وكذا النظام المصرفي ككل، نتيجة للمخاوف المتعلقة بإضعاف اليورو وعدم قدرته على الصمود في وجه كل التحديات؛ وهو ما يعني المزيد من الانكماش في ميزانية دول منطقة اليورو، فبعد قرار البنك المركزي الأوروبي في جويلية 2018 بإبقاء معدلات الفائدة عند مستويات قياسية منخفضة حتى منتصف عام 2019، وبداية تخفيض برامج التيسير لكمي مع نهاية عام 2018، حقق اليورو أكبر خسارة لليورو منذ نوفمبر 2016، حيث قدر سعر صرف اليورو مقابل الدولار بـ 1.1573 دولار في جوان 2018<sup>2</sup>.

ومما لا شك فيه أن سياسة تخفيض الفائدة مست النظام المصرفي على اعتبار انه العمود الفقري لاقتصاد دول منطقة اليورو، فأى اختلال لهوامش الأرباح سيؤدي بالدول

<sup>1</sup> Site Internet : <http://www.analyzerqa.com/vb/showthread.php?28356>, Consulté le : 29/01/2019

. عميشال صليبي، مستقبل الاقتصاد الأوروبي في ظل أسعار الفائدة السلبية، جريدة الجمهورية، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.aljournhouria.com/news/index/75993> تاريخ الاطلاع: 2019/01/29.

الضعيفة كاليونان والبرتغال إلى الى تحمل نتائج وخيمة على عكس الدول القوية في المنطقة كألمانيا.

إن أداة سعر الفائدة المنخفضة قدمت للبنك المركزي الأوروبي العديد من المزايا الإيجابية لتجاوز الأزمة؛ إلا أنها تعتبر جزء من حل أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو أو عامل مساعد فقط وليس هو الحل الكامل لأزمة الديون السيادية الأوروبية، حيث كان لابد من اعتماد إجراءات أخرى تتدرج ضمن سياسة نقدية غير تقليدية على غرار سياسة التيسير الكمي والتسهيل الائتماني، ومن أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة وراء تطبيق هذه الأداة، وذلك في ظل وجود مرونة الجهاز الإنتاجي لأي تغيرات تحصل في الأسعار كنتيجة لزيادة كمية النقود المتداولة وكذا الاهتمام بالبيئة الاستثمارية المناسبة والمحفزة.

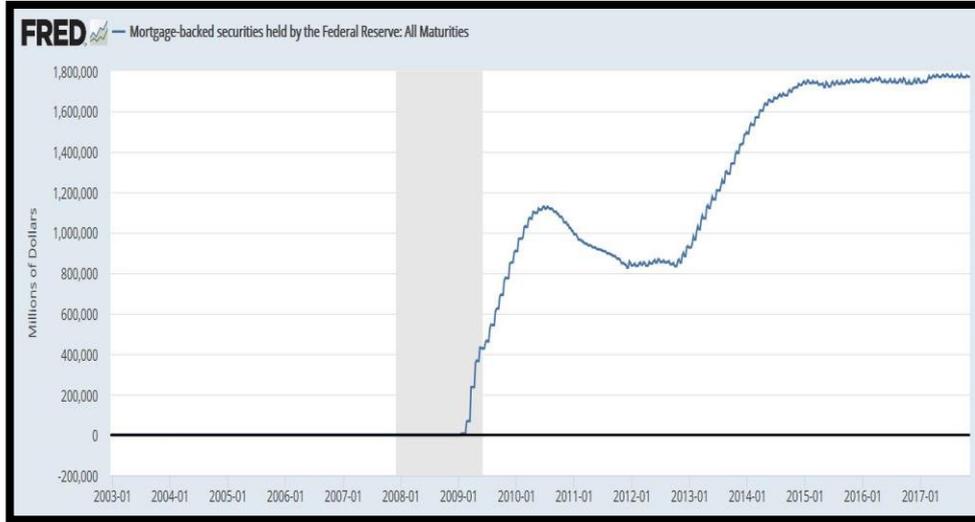
## المبحث الرابع: مقارنة التجربة الأوروبية والأمريكية في مجال تطبيق التيسير الكمي

تعتبر حالة الركود الاقتصادي التي عانت منها الدول المتقدم بعد أزمة الرهن العقاري الأمريكية 2008 سببا لتطبيق أدوات حديثة (غير تقليدية) للسياسة النقدية لإدارة الأزمة وذلك بعد فشل الأدوات التقليدية؛ حيث أقدم البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي على غرار باقي البنوك المركزية العالمية على شراء 10 بليون دولار من السندات الحكومية طويلة الاجل شهريا. ويهدف معرفة مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في دول مندرجة ضمن اتحاد نقدي أو في دول منفردة، ارتأينا إجراء مقارنة بين التجربة الأوروبية والأمريكية في مجال تطبيق أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وهي التيسير الكمي.

### المطلب الأول: تطبيق التيسير الكمي الأمريكي

بعد حدوث أزمة الرهن العقاري الأمريكي عام 2008 وما نتج عنها من أزمة مالية عالمية امتدت آثارها الى باقي دول العالم؛ وجد نظام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي نفسه مجبرا على استخدام إجراءات التحفيز للنهوض بالاقتصاد الأمريكي والحفاظ على معدلات أسعار الفائدة المنخفضة؛ حيث قام بضخ ما يقارب 2.85 ترليون دولار بمقتضى برامج التيسير الكمي في مراحلها الثلاثة على شكل توسع نقدي وشراء كميات كبيرة من السندات الحكومية وسندات المحمية MBS وهي سندات مدعومة بالرهن العقاري، ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح حجم السندات المحمية المشتراة من قبل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي.

الشكل رقم (20): حجم السندات المدعومة بالرهن العقاري (MBS) المشتراة من قبل البنك الاحتياطي الفدرالي



Source : Gregory George, «L'examen des Politiques Monétaires d'assouplissement quantitatif », Haute école de gestion Genève, 2016, P25, sur site internet : <https://core.ac.uk/download/pdf/79426895.pdf>, Consulté le : 30/01/2019.

- وقد تمثلت اهم اهداف سياسة التيسير الكمي للبنك الفدرالي الأمريكي في النقاط التالية:<sup>1</sup>
- زيادة الثقة بأداء الاقتصاد الأمريكي وتحسين مؤشراتته خاصة في سوق العمل ومعدلات النمو الاقتصادي؛
  - دعم سوق العمل ومكافحة التضخم؛
  - أن تشمل التغييرات خفضا أوليا في مشتريات السندات مع استمرار الخفض المتتالي حتى نهاية عام 2015 مع توقع التوقف تماما عن شراء السندات وزيادة عرض الدولار عوض الانسحاب بسرعة من سياسة التيسير الكمي؛

<sup>1</sup>. نورا الرفاعي، "انهاء سياسة التيسير الكمي وتداعياتها على أداء الاقتصاد الأمريكي"، المركز الدبلوماسي للدراسات الاستراتيجية، التقرير الدولي في العدد 44 من تقرير الاقتصاد والاعمال على الموقع الالكتروني: [http://www.dcss-center.org/business\\_economy\\_report/arc.php?rw=417](http://www.dcss-center.org/business_economy_report/arc.php?rw=417) تاريخ الزيارة: 2019/03/23.

- استهداف معدلات الفائدة الصفرية؛ حيث سيظل معدل الفائدة المستهدف بين صفر و0.25% بهدف استمرار رفع مستويات الإقراض وزيادة مستويات الانفاق الاستثماري حتى نهاية 2015؛

### المطلب الثاني: مراحل التيسير الكمي الأمريكي

منذ الازمة المالية العالمية عام 2008 نفذ البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي ثلاث مراحل من التيسير الكمي، المرحلة الأولى بدأت في نوفمبر 2008، اما المرحلة الثانية فكانت في نوفمبر 2010، والثالثة والأخيرة كانت في سبتمبر 2012 تضمنت مشتريات شهرية قدرت بـ 850 مليار دولار من السندات المدعومة بالرهن العقاري والسندات الحكومية طويلة الاجل وبدأ بتخفيض هذه المشتريات تدريجيا ابتداء من جانفي 2014.<sup>1</sup>

وفيما يلي مراحل التيسير الكمي الأمريكي والتي نلخصها في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- قبل أزمة الرهن العقاري 2008 قام الاحتياطي الفدرالي بضخ ما يقارب 700 بليون دولار من الخزينة من خلال سياسة السوق المفتوحة؛ أي بمعدل 100 مليون دولار أسبوعيا، وبعد الازمة قام البنك بضخ 2 ترليون دولار من الخزينة متبوعا بشراء 10 بليون دولار من سندات الحكومة طويلة الأجل شهريا؛
- تطبيق الخطة الأولى من سياسة التيسير الكمي QE1 بداية من نوفمبر 2008 والتي ركزت على شراء سندات الرهن العقاري بقيمة 100 بليون شهريا، ومع انتهاء QE1

<sup>1</sup>. نورا الرفاعي، مرجع سابق الذكر. ص: 40.

<sup>2</sup>. مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، مرجع سابق، ص: 25 ، نقلا عن:

- Amanda A.Schaible, **Quantitative easing effect on shadow banking**, **Scholarship@euc charentment.edu**.2014, P.P/ 5-6
- Alan S.Blinder, **Quantitative easing : Entrance and exit strategies**, Prince ton University, 2010, P :12

سنة 2010 استحوذ الاحتياطي الفدرالي على 1.25 ترليون دولار من سندات الرهن العقاري و 30 بليون دولار من سندات الحكومة و 175 بليون دولار من ديون الوكالات؛

- بداية الخطة الثانية من التيسير الكمي QE2 في نوفمبر 2010 ثم من خلالها شراء 85 بليون دولار من السندات الحكومية وامتدت الى غاية جوان 2011؛

- اتباع الخطة الثالثة من التيسير الكمي QE3 في سبتمبر 2012 والتي طبقت الى غاية ديسمبر 2013 حيث تم شراء 85 بليون دولار من السندات منها 45 بليون دولار سندات حكومية و 40 بليون دولار من سندات الرهن العقاري المسترجعة، مع إقرار التخفيض من السندات الحكومية التي تم شراؤها ب 10 بليون دولار.

مع نهاية 2014 قرر مجلس المحافظين في الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وقف خطة التيسير الكمي بعد أن بدأت في نوفمبر 2008 الى ديسمبر 2014 وذلك بضخ في الاجمال 4.4 ترليون دولار، ليبدأ التمهيد لسياسة التراجع عن سياسة التيسير الكمي بالاتجاه الى رفع سعر الفائدة من خلال ما يلي:<sup>1</sup>

- حث المقترضين على تقليص حجم القروض المطلوبة؛
  - تسوية القروض عن طريق الخصم؛
  - الرفع من سعر الفائدة على الودائع لتشجيع المستثمرين على إيداع أموالهم لدى البنوك؛
  - الرفع من نسبة الاحتياطي للبنوك التجارية لدى البنك المركزي؛
  - استرجاع قيمة السندات عن طريق بيعها من خلال عمليات السوق المفتوحة.
- يمكن القول أن تطبيق السياسة النقدية التقليدية من خلال تطبيق خطط التيسير الكمي في الولايات المتحدة الامريكية يكون في الفترات الاستثنائية فقط؛ أي في حالة الركود

<sup>1</sup>. مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، مرجع سابق، ص: 19. نقلا عن:

- Alan S.Blinder, **Quantitative easing : Entrance and exit strategies**, Prince ton University, 2010, P :12

الاقتصادي الذي حدث بعد أزمة الرهن العقاري 2008، وما إن بدأ الاقتصاد الأمريكي بالتعافي حتى تم التراجع تدريجياً عن تطبيق أداة التيسير الكمي، والعودة إلى أداة السوق المفتوحة في ظل سياسة نقدية تقليدية.

### المطلب الثالث: نتائج التيسير الكمي الأمريكي

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية أدى إلى التأثير على سعر صرف الدولار من خلال التأثير على عدة متغيرات أخرى، والتي يمكن إبرازها في النقاط التالية<sup>1</sup>:

#### الفرع الأول: التأثير على سعر الفائدة في الأجل الطويل

يؤدي قيام البنك المركزي بشراء الأصول المالية في إطار سياسة التيسير الكمي إلى تخفيض أسعار الفائدة في المدى الطويل؛ حيث إن سياسة التيسير الكمي تؤدي إلى رفع أسعار الأصول المالية التي تم شراؤها وبالتالي انخفاض أسعار الفائدة.

إن قيام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتطبيق سياسة تيسير كمي من نهاية 2008 إلى مارس 2010 من خلال شراء 1725 مليار دولار من السندات طويلة الأجل أدى إلى انخفاض أسعار الفائدة بـ 50 نقطة، وفي 18 مارس 2009 قرر الاحتياطي الفدرالي شراء 300 مليار دولار من سندات الحكومة؛ الأمر الذي أدى إلى انخفاض سعر صرف الدولار بـ 6.16% مقارنة باليورو.

---

<sup>1</sup> . Michel Dupuy, « les effets des politiques de Quantitative Easing sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine », LAREFI Working Paper N°2013-02, Université Montesquieu-Bordeaux IV, JANVIER 2013 ? P : 9-13.

### الفرع الثاني: ارتفاع السيولة

في إطار السياسة النقدية غير التقليدية والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي عن طريق ضخ الأموال فان هذا يؤدي الى رفع السيولة في السوق، وبالنظر الى التجربة الامريكية فان سياسة التيسير الكمي أدت الى تدفق رؤوس أموال هامة الى الدول الناشئة (حوالي 150 مليار دولار في الشهر) الامر الذي أدى الى انهيار في سعر صرف الدولار مقابل عملات هذه الدول وعليه فان تطبيق سياسة التيسير الكمي الأمريكي أدى الى ارتفاع الكتلة النقدية ليس فقط في الولايات المتحدة الامريكية بل أيضا في الدول الناشئة.

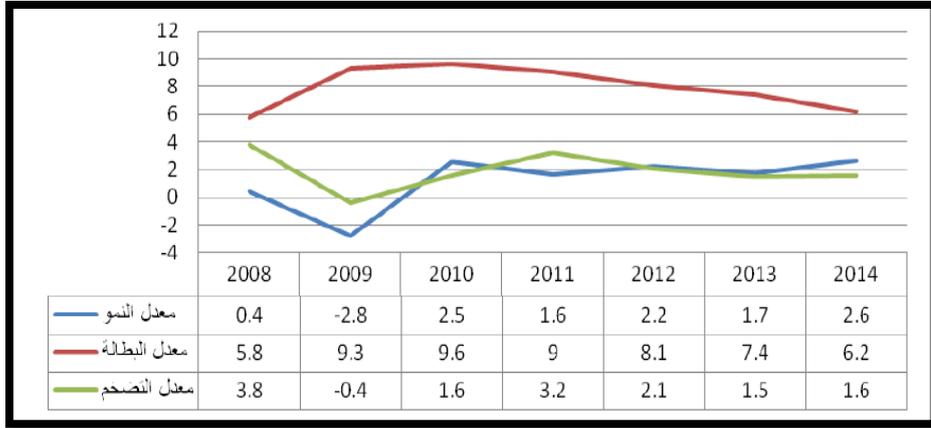
### الفرع الثالث: ارتفاع التضخم

ان ضخ الأموال في السوق يؤدي الى إعادة رفع التضخم على المدى الطويل، فانخفاض قيمة العملة يؤدي الى توقع ارتفاع معدل التضخم مما يدفع بالأعوان الاقتصاديين الى الاستمرار في تخفيض قيمة العملة في المستقبل؛ الامر الذي يجعل من خطر التضخم الناتج عن التيسير الكمي ضعيف، وبالنظر الى التجربة الامريكية خلال الفترة 2008-2012 فإننا نجد أن سياسة التيسير الكمي الأمريكي لم تكن مصحوبة بارتفاع في معدلات التضخم.

اتباع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي سياسة التيسير الكمي في ثلاث برامج، استهدف البرنامج الأول تنشيط السوق المالي وإنقاذ المؤسسات المالية الكبرى من الإفلاس، أما البرنامج الثاني والثالث فههدف من خلاله البنك الى دعم وتحفيز الاقتصاد الحقيقي من خلال ضخ السيولة اللازمة؛ مما أثر ذلك على المتغيرات الاقتصادية الكلية مثلما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (21): تطور بعض متغيرات الاقتصاد الكلي الأمريكي خلال فترة تطبيق سياسة التيسير

### الكمي



المصدر: هدى هذباء يونس، ماجدة مدوخ، أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة آفاق علمية، المجلد 11، العدد، 2019، ص 344، نقلا عن:

<https://data.albankaldawli.org/country/united-states?view=chart>

### المطلب الرابع: مقارنة بين التجربة الأوروبية والأمريكية

بعد مرور فترة على إطلاق البنك المركزي الأوروبي برنامج التيسير الكمي والذي كان الهدف منه هو تحقيق معدل تضخم 2% عن طريق شراء 60 مليار يورو شهريا من بداية مارس 2015 الى نهاية سبتمبر 2016، كانت هناك بعض المؤشرات الإيجابية لهذا البرنامج من بينها تحسن مستويات التضخم والتوظيف وارتفاع مستوى الإقراض؛ الا ان التساؤل الذي يمكن طرحه في هذا الصدد هو: هل هذه المؤشرات الإيجابية سببها تطبيق برنامج التيسير الكمي فقط؟ ام ان هناك أسباب أخرى أدت الى ذلك؟؛ خصوصا ان مستويات التضخم بدأت في التحسن قبل تطبيق البرنامج، كما ان تنافسية الصادرات الأوروبية وسعرها المنخفض كانت سببا في زيادة معدلات التوظيف والانفاق والتجارة، وهو الامر الذي ينفي الفرضية الأولية الرامية الى ان التيسير الكمي هو الأداة الوحيدة والفعالة لمواجهة الازمات.

وفيما يلي مقارنة بين التجربة الأوروبية والأمريكية في مجال تطبيق التيسير الكمي:

- ان سياسات التيسير الكمي لم تأتي بالنتائج المرجوة منذ اتباعها في 2008 حتى الآن حيث اختلفت نتائجها بين الولايات المتحدة الامريكية والاتحاد الأوروبي، ورغم ما حقته الولايات المتحدة الامريكية من نمو اقتصادي قدر بـ 2.4% خلال العام 2015، الا انها لم تنجح في تحقيق معدلات انفاق تستطيع من خلالها ضبط معدل التضخم وبالتالي التخفيض من البطالة؛

- من خلال دراسة التجربة الامريكية والأوروبية تبين أن برنامج التيسير الكمي نجح في الولايات المتحدة الامريكية ولم ينجح في الاتحاد الأوروبي كما كان مخطط له؛ لان في الولايات المتحدة الامريكية العديد من المشاريع الكبيرة التي تمول نفسها من أسواق راس المال عبر السندات؛ بينما الشركات الأوروبية سواء كانت صغيرة أو متوسطة تعتمد على البنوك للحصول على التمويل، واذا كانت هذه البنوك ليس لديها الثقة لمنح القروض فان برنامج التيسير الكمي في الاتحاد الأوروبي يكون بلا جدوى؛ عدم نجاح سياسة التيسير الكمي في الاتحاد الأوروبي الذي لا يزال يعاني من نسب نمو ضعيفة ومعدلات تضخم قليلة لا تصل الى المعدل المحدد وهو 2% قد يكون سبب اتباع الاتحاد الأوروبي سياسة نقدية موحدة في منطقة اليورو بينما تتعدد السياسات المالية؛ الامر الذي يتطلب توحيد السياسات المالية لدول منطقة اليورو.

اتسمت السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي خلال عام 2018 بالحذر؛ حيث أبقى على أسعار الفائدة عند مستوياتها المتدنية، ولكنه التزم بإنهاء برنامج التيسير الكمي نهاية هذا العام، كما توقع المحللون الاقتصاديون أن البنك المركزي الأوروبي سيقوم برفع سعر الفائدة خلال عام 2019 وهو ما يعني العودة الى السياسة النقدية التقليدية، هذه التوقعات كانت مبنية على عدة أسباب أهمها:

- زيادة الاضطرابات العالمية والبيانات الأوروبية الضعيفة؛

- ميزانية الحكومة الإيطالية الثقيلة والاحتجاجات في فرنسا او ما يعرف بالسترات الصفراء؛
- توسع الفجوة بين السياسة النقدية الأوروبية والأمريكية؛ حيث خلال عام 2018 قام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي برفع أسعار الفائدة أربع مرات؛ الامر الذي ساعد في ازدهار الاقتصاد الأمريكي وانخفضت البطالة كما معدلات التضخم وصلت الى المستويات المستهدفة، وهو ما شكل ورقة ضغط على البنوك المركزية العالمية خاصة البنك المركزي الأوروبي.

ساهمت درجات التفاوت بين الدول الأوروبية في فشل سياسة التيسير الكمي فمشكلة منطقة اليورو هي ألمانيا وقوتها الاقتصادية وعدم وجود تنسيق اقتصادي أوروبي بين الدول الأعضاء، بالإضافة الى قيام البنك المركزي بشراء سندات حكومية وسندات بعض الشركات ولكنها سندات أقل خطورة وترك السندات الأكثر خطورة في السوق.

إن لجوء حكومات منطقة اليورو الى البنوك المركزية لادارة أزمة الديون السيادية الأوروبية كبديل لسياسة الانفاق الحكومي (تخلي الحكومات عن الإنفاق الحكومي بسبب سياسات التقشف)؛ أدى الى توفر السيولة في السوق ولكن لم يتم استثمارها في القطاعات التي تعمل على المساهمة في رفع معدلات النمو الاقتصادي والقضاء على البطالة، على عكس الولايات المتحدة الامريكية التي طبقت سياسة التيسير الكمي وحققت نجاحا ظهر من خلال معدلات البطالة المنخفضة.

## خلاصة الفصل الرابع

إن السبب الرئيسي لقيام البنك المركزي الأوروبي بتطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية هو تراكم حجم ديون بعض الدول الأعضاء في منطقة اليورو وعلى رأسها اليونان وإيطاليا، وكذا تراجع معدلات النمو الاقتصادي حتى في الدول الأعضاء الأقوى اقتصاديا مثل ألمانيا وفرنسا، بالإضافة الى انخفاض معدل التضخم في منطقة اليورو وعدم تحقيق المعدل المستهدف الذي هو 2%.

وعليه رأينا في هذا الفصل أن البنك المركزي الأوروبي اتخذ ابتداء من 2009 جملة من الإجراءات الجديدة الغير تقليدية أهمها التيسير الكمي وسعر الفائدة المنخفضة وهما الاداتين اللتان ركزنا عليهما في هذا الفصل، ووجدنا ان ابرز ما ميز هذه الإجراءات هو الطابع المؤقت والاستثنائي وكان هذا واضحا من خلال أبرز تصريحات البنك المركزي الأوروبي التي كانت تدل على أنه سيتم التخلي عن السياسة النقدية غير التقليدية تدريجيا بعد تحقيق الأهداف المرجوة؛ حيث صرح البنك المركزي الأوروبي على ضرورة التخلي عن برنامج التيسير الكمي مع نهاية 2018 وبداية 2019؛ إلا أن استمرار بعض الاختلالات خاصة فيما يتعلق بمعدلات البطالة أدى بالبنك المركزي الأوروبي الى إقرار برنامج آخر للتيسير الكمي في نوفمبر 2019.

ومن خلال مقارنة التجربة الأوروبية والتجربة الامريكية في مجال تطبيق التيسير الكمي كأداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، تبين أن التيسير الكمي نجح في الولايات المتحدة الامريكية ولم ينجح إلى حد ما في منطقة اليورو، خاصة بعد ارتفاع معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الامريكية في 2018؛ الأمر الذي ساعد على ازدهار الاقتصاد الأمريكي نتيجة انخفاض البطالة ووصول معدلات التضخم الى المستويات المستهدفة.

الخاتمة العامة

### 1. الخاتمة:

تلعب منطقة اليورو دورا مهما في الاقتصاد العالمي حيث تحتل المركز الثاني عالميا في الناتج المحلي الإجمالي بعد الولايات المتحدة الأمريكية، كما تضم أكثر الاقتصادات الأوروبية قوة من حيث الاقتصاد كألمانيا، بالإضافة الى انتعاش تدفق العمالة، وضخامة حجم تجارتها الخارجية وعملتها الموحدة اليورو المنافسة للدولار الأمريكي؛ لذلك فالسياسة النقدية للمنطقة اليورو والتي يشرف عليها البنك المركزي الأوروبي تكتسب أهمية كبيرة عالميا، كما أنها محل اهتمام كافة الاقتصادات العالمية لما لها من تأثير على منطقة اليورو محليا والاتحاد الأوروبي إقليميا وباقي دول العالم دوليا.

ومع انفجار أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو سعى البنك المركزي الأوروبي إلى احتوائها والتخفيف من أثارها عن طريق سياسته النقدية الغير تقليدية التي تبناها بعد فشل السياسة النقدية التقليدية، وذلك من خلال تطبيق أدوات وبرامج مختلفة كالتييسير الكمي وسعر الفائدة المنخفضة والتي هي مستمرة في التنفيذ إلى يومنا هذا، إن تدخل البنك المركزي الأوروبي في حل الازمة ساهم في التخفيف من حدتها خاصة فيما يتعلق بمعدلات البطالة؛ إلا أنه لم يحقق أهدافه التي سطرها عند بدء تطبيق سياسته النقدية غير تقليدية لادارة أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو خاصة فيما يتعلق بالتضخم والنمو الاقتصادي في المنطقة، وهو ما يثبت أن السياسة النقدية الغير تقليدية للبنك نجحت لكنها كانت أقل فعالية.

يمكن القول أن الاستمرار في تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية من قبل القوى الاقتصادية العالمية المؤثرة كمنطقة اليورو، خاصة فيما يتعلق بتخفيض أسعار الفائدة جعل الاقتصاد العالمي حاليا عالق في حالة انخفاض أسعار الفائدة الى جانب انخفاض معدلات النمو الاقتصادي، وهو الأمر الذي أدى إلى ارتفاع مستويات الدين خاصة بالنسبة للدول النامية، فمن الممكن أن يؤدي قيام البنوك المركزية العالمية على غرار البنك المركزي الأوروبي برفع أسعار الفائدة مستقبلا إلى إثارة أزمة مالية عالمية جديدة وهي أزمة الديون العالمية خاصة

## الخاتمة العامة

بالنسبة للدول النامية التي أصبحت تعاني من تراكم الديون الضخمة التي وصلت قيمتها إلى 55 تريليون دولار إثر موجة الاقتراض المرتفعة، فإجمالي الدين ارتفع ليصل ما نسبته 170% من الناتج المحلي الإجمالي للأسواق الناشئة، وهو ما يعني حدوث أزمة دين خاصة بالأسواق الناشئة كالتالي حدثت في أمريكا اللاتينية في الثمانينات والازمة المالية الآسيوية في التسعينات.

### II. اختبار الفرضيات:

ارتأينا من خلال هذا البحث التوصل الى هدف أساسي يتمثل في مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة من قبل البنك المركزي الأوروبي لإدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو، وقد تم التوصل الى ما يلي:

1- اعتمد البنك المركزي الأوروبي في إدارته لأزمة الديون السيادية على أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تمثلت في بداية الامر في توفير السيولة بالعملة الصعبة، ثم انتقل إلى أداة سعر الفائدة المنخفضة، وبعدها تبني التيسير النوعي (الائتماني) ثم قرر بعدها تطبيق أداة التيسير الكمي بداية من عام 2015 مع اشتداد أزمة الديون السيادية الأوروبية، وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الأولى التي تنص على أن التيسير الكمي هو أول أداة استخدمها البنك المركزي الأوروبي.

2- من خلال دراستنا للسياسة النقدية المطبقة من قبل البنك المركزي الأوروبي عقب حدوث أزمة الديون السيادية الأوروبية والتي هي سياسة نقدية غير تقليدية، تبين أن هذه الأخيرة تطبق في الفترات الاستثنائية فقط أي في حالة حدوث الازمات المالية، وهو الامر نفسه تبين من خلال اشارتنا للتجربة الامريكية في مجال تطبيق التيسير الكمي والتي كانت عقب حدوث أزمة الرهن العقاري الأمريكي 2008 وعند تحسن اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية سعى البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي الى التخلي تدريجيا عن سياسة التيسير الكمي والعودة الى أداة السوق المفتوحة وهو ما يثبت صحة

## الخاتمة العامة

**الفرضية الثانية** التي تنص على أن السياسة النقدية غير التقليدية تطبق في الفترات الاستثنائية فقط أي في حالة الأزمات المالية.

3- إن تطبيق سياسة التيسير الائتماني ثم سياسة أسعار الفائدة المنخفضة حتى عام 2015 لم يأتي بالنتيجة المرجوة أو لم يحقق الأهداف المسطرة من قبل البنك المركزي الأوروبي؛ مما اضطر بهذا الأخير الى التوجه الى التيسير الكمي، وقد لاحظنا من خلال دراستنا هذه أن التيسير الكمي ساهم بشكل كبير وفعال في التخفيف من حدة أزمة الديون السيادية الأوروبية، وهو ما يبين صحة الفرضية الثالثة التي تنص على أن الأداة الأكثر فعالية في إدارة أزمة الديون السيادية هي التيسير الكمي.

4- تكمن فعالية السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة من قبل البنك المركزي الأوروبي لمعالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية في مدى تحقيق الأهداف المسطرة، وبالنظر الى أن هدف البنك المركزي الأوروبي من وراء تطبيقه للسياسة النقدية غير التقليدية والذي تمثل في الإبقاء على معدل التضخم قريب من 2% لم يتحقق بالرغم من تحقيقه لنتائج أخرى مرضية الى حد ما خاصة فيما يتعلق بمعالجة البطالة، وعليه يمكن القول أن دور البنك المركزي الأوروبي لم يكن فعال في إدارة الأزمة السيادية في منطقة اليورو، وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الرابعة التي تنص على أنه كان لتدخل البنك المركزي الأوروبي دور فعال في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية.

5- من خلال دراستنا هذه تبين أنه تم الاعتماد في حل أزمة الديون السيادية على إجراءات أخرى من خلال المساعدات المالية المقدمة للدول المتضررة والتي تعاني من ارتفاع في حجم الدين السيادي وعجز في الموازنة العامة؛ حيث تم انشاء الصندوق الأوروبي للاستقرار المالي الذي وصلت قدرته الى 750 مليار يورو؛ حيث تمول 440 مليار منها الحكومات و250 مليار منها صندوق النقد الدولي، بالإضافة الى الزام الدول الأعضاء المتأثرة بالأزمة على تطبيق سياسات التقشف، وعليه فالسياسة النقدية غير

## الخاتمة العامة

التقليدية لم تكن الاجراء الوحيد المطبق في منطقة اليورو لادارة أزمة الديون السيادية، وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الخامسة التي تنص على أنه تم الاعتماد في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية على السياسة النقدية غير التقليدية فقط.

6- من خلال الإشارة في هذه الدراسة الى التجربة الأمريكية في مجال تطبيق التيسير الكمي الذي هو أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، تبين أنه نجح في الولايات المتحدة في التوصل الى الأهداف التي كانت مسطرة من قبل بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، خاصة فيما يتعلق بمعدل التضخم ومعدلات النمو الاقتصادي التي عرفت انتعاشا في الولايات المتحدة الأمريكية، ولكن بمقارنة هذه التجربة مع التجربة الأوروبية نجد ان هذه الأخيرة لم تصل الى حد ما الى أهدافها المسطرة خاصة فيما يتعلق بمعدلات التضخم، ومنه فالسياسة النقدية الغير تقليدية تكون اكثر فعالية في دولة منفردة وتكون أقل فعالية في منطقة عملة موحدة، وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية السادسة التي تنص على أن تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية يكون أكثر فعالية في منطقة عملة موحدة.

### III. نتائج الدراسة:

1- أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو من أخطر الأزمات المالية التي ضربت المنطقة واكبرها أثرا منذ إنشاء العملة الأوروبية الموحدة؛ وبالتالي هي تعتبر اختبارا حقيقيا للوحدة النقدية الأوروبية، وبالنظر الى المكانة التي يحتلها اقتصاد منطقة اليورو بالنسبة للاقتصاد العالمي، لذا فإن أي تغيير يصيب هذه المنطقة يؤدي الى التأثير على كافة الاقتصادات العالمية؛ وعليه فأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو هي محط أنظار جميع الفاعلين الاقتصاديين في الاقتصاد العالمي.

2- أدت أزمة منطقة اليورو إلى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة وهو ما أثر سلبا على تدفقات الاستثمار الى بعض الدول في المنطقة خاصة

## الخاتمة العامة

دول الجنوب أو ما يعرف بدول PIIGS (Portugal, Ireland, Italy, Greece and Spain) مقارنة مع دول الشمال كفرنسا وألمانيا وبلجيكا؛ إلا أن هذه الأخيرة لم تسلم أيضا من تداعيات الأزمة حيث تراجعت معدلات نمو الاقتصادي وحدث عجز في ميزان مدفوعاتها.

3- تعتبر السياسة النقدية الغير تقليدية كبديل للسياسة النقدية التقليدية عند فشل هذه الأخيرة في معالجة الاختلالات الاقتصادية، وهو ما لاحظناه في ظل أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو؛ حيث لجأ البنك المركزي الأوروبي إلى أدوات حديثة تندرج ضمن السياسة النقدية غير التقليدية.

4- يتم استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الفترات الاستثنائية، فاستخدامها، في الظروف العادية يؤدي الى نتائج عكسية، فلو فرضنا ان معدلات التضخم مرتفعة ووصلت الى مستوياتها المستهدفة فعند استخدام التيسير الكمي مثلا يؤدي الى ارتفاع التضخم وربما يصل الى مستويات أين يصبح خطر على الاقتصاد وما ينتج عنه من اضعاف العملة والقدرة الشرائية.

5- استخدام السياسة النقدية غير التقليدية يتم بالتدرج من الأداة الأقل تأثيرا ثم الوصول إلى الأداة الأكثر تأثيرا وذلك تزامنا مع الازمة الحاصلة، وهو ما لاحظناه من خلال إدارة البنك المركزي الأوروبي لأزمة الديون السيادية الأوروبية؛ حيث مع بداية حدوث الازمة لجأ البنك إلى أدوات أولية في السياسة النقدية غير التقليدية هي توفير السيولة بالعملة الصعبة والتيسير النوعي، مع اشتداد الأزمة خلال عام 2015 انتقل الى أداة التيسير الكمي وسياسة أسعار الفائدة المنخفضة (الصفريية على الودائع لدى بنوك منطقة اليورو والسلبية على ودائع بنوك منطقة اليورو لدى البنك المركزي الأوروبي حيث وصلت الى - 0.5%) وأيضا قام بعمليات إعادة التمويل المستهدفة طويلة الأجل TLTROs في 2016 ثم في 2019 وذلك بهدف تحفيز اقتصاد منطقة اليورو أكثر

## الخاتمة العامة

والتخفيف من الكساد الذي كانت تعاني منه، ومنه أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تعمل بشكل متداخل فيما بينها أو يمكن القول أن كل أداة تكمل الأداة الأخرى أو أن كل أداة تستخدم لتحقيق أهداف أخرى، وكل هذا ينصب في هدف واحد وهو تحقيق فعالية السياسة النقدية غير التقليدية.

6- إن تطبيق سياسة التيسير الكمي من قبل البنك المركزي الأوروبي كانت لها فوائد مهمة للاقتصاد منطقة اليورو؛ حيث شجع البنوك على الإقراض للشركات والأسر بتقليل تكلفة القروض المصرفية، مما أعطى دفعة مهمة للنمو الاقتصادي؛ إلا أن معدلات التضخم لم تصل إلى المعدلات المستهدفة (2%)، كما أن سعر صرف اليورو مقابل الدولار ظل منخفضاً، وهو ما يعني تراجع العملة الأوروبية الموحدة مقابل الدولار، حيث استقر اليورو في منطقة 1.05 و 1.10 دولار خلال النصف الأخير من 2019، وهو ما يعني أن سياسة التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي كانت ناجحة في التخفيف من بعض الآثار الحادة لأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو ولكنها لم تكن فعالة في إدارتها.

7- سياسة التيسير الكمي أظهرت أيضاً ضعف التنسيق بين البنوك المركزية الوطنية لدول منطقة اليورو والبنك المركزي الأوروبي، كما أن هامش التحرك بالنسبة للبنك المركزي كان أحياناً أكبر بالنسبة لبلد على حساب بلد آخر، فالبنك المركزي الأوروبي يقوم في ظل التيسير الكمي بشراء الأصول الحكومية ولكن ليس بصفة مباشرة؛ حيث يتم تكليف كل بنك مركزي في كل دولة من منطقة اليورو تحتاج إلى الدعم مقابل بيع ديونها لشراء هذه الديون، وبالتالي يقوم البنك المركزي للدولة بتسليم هذه الأصول إلى البنك المركزي الأوروبي ويحصل على الأموال؛ وعليه تسبب هذه الأداء (التيسير الكمي) بتأخير مد الحكومات المحتاجة بالسيولة اللازمة وفي الوقت المناسب خلال معاناتها من الأزمات المالية.

## الخاتمة العامة

8- يمكن القول أن اقتصاد منطقة اليورو هو أفضل بكثير مما كان عليه في مارس 2015 عندما تم تطبيق أول برنامج للتيسير الكمي؛ حيث بالنظر الى مؤشر مدراء المشتريات وهو مؤشر مهم لقياس النشاط الاقتصادي هو أعلى قليلا مما كان عليه في 2015 وهو ما يعني نجاح سياسة التيسير الكمي في التخفيف من أزمة الديون السيادية.

9- أدت سياسة أسعار الفائدة المنخفضة والسلبية المطبقة من قبل البنك المركزي الأوروبي منذ مارس 2016 إلى تخفيض تكلفة اقتراض البنوك التجارية وكذا انخفاض أسعار فائدة هذه البنوك؛ وهو ما يعني انخفاض تكلفة المشاريع التي تعتمد في تمويلها على القروض المصرفية، وهو الأمر الذي أدى إلى زيادة الاستثمار المباشر وغير المباشر في منطقة اليورو؛ مما ساهم في انتعاش اقتصاد منطقة اليورو والتخفيف من معدل البطالة.

10- منذ حدوث أزمة الديون السيادية نهاية 2009 وبداية والبنك المركزي الأوروبي يقوم بخفض سعر الفائدة بشكل مستمر بهدف تحفيز الإقراض لزيادة النشاط الاقتصادي والرفع من معدل النمو الاقتصادي؛ إلا أنه في الواقع حدث إجهاد للنظام المصرفي في منطقة اليورو؛ حيث حرمت العديد من بنوك المنطقة من النقد، فانخفاض أسعار الفائدة المدفوعة على الودائع أدى بالرأسماليين الأثرياء إلى سحب أموالهم من البنوك واستثمارها في أماكن أخرى (تكون فيها أسعار فائدة مرتفعة)، وبالتالي يحرم البنك من النقد مرة أخرى ويكون غير قادر على الإقراض رغم الظروف المساعدة على ذلك.

11- من خلال تطرقنا ولو بالجزء القليل إلى تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في مجال تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية من خلال تركيزنا على أداة التيسير الكمي تبين أن هذه الأخيرة تكون أكثر فعالية في دولة منفردة وأقل فعالية في منطقة عملة موحدة تضم مجموعة من الدول كما في منطقة اليورو، وذلك لأن البنك الاحتياطي

## الخاتمة العامة

الفدرالي الأمريكي طبق السياسة النقدية غير التقليدية في ظل سياسة مالية أمريكية واحدة، بينما البنك المركزي الأوروبي طبقها في ظل سياسات مالية مختلفة وهو الأمر الذي حال دون الوصول إلى الأهداف المسطرة وبالتالي عدم فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو.

12- يتم الانتقال من السياسة النقدية غير التقليدية إلى السياسة النقدية التقليدية تدريجياً، وذلك بعد حدوث انتعاش وتحسن في الاقتصاد، وهذا ما لاحظناه في تجربة البنك المركزي الأوروبي الذي بدأ التخفيض التدريجي في برنامج التيسير الكمي مع نهاية 2018 وبداية 2019.

### IV. اقتراحات الدراسة:

على ضوء النتائج المتوصل إليها، يمكن أدرج جملة من التوصيات كما يلي:

1- ضرورة إطلاق سياسات إنفاق منسقة بين الدول الأعضاء في منطقة اليورو من خلال إقامة "سياسة مالية مشتركة" إلى جانب السياسة النقدية الموحدة، وبالتالي توزيع الأدوار بين السياسات النقدية والمالية والضريبية للمساهمة في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي داخل المنطقة.

2- ضرورة إنشاء آلية أوروبية للاستثمار موحدة في منطقة اليورو تستفيد من معدلات الفائدة المنخفضة التي أقرها البنك المركزي الأوروبي، وتعبئة الأموال فيها واستخدامها لتحقيق هدف الإنعاش الاقتصادي في المنطقة.

3- ضرورة توجيه التوسع المالي إلى البنى التحتية وعدم توجيهه إلى الشركات الصغيرة والعائلات؛ لأن هذه الأخيرة إذا تحصلت على أموال من خلال زيادة قدرتها الشرائية فإنها لن تزيد الاستهلاك (تفعيل الطلب لرفع معدل التضخم إلى المستوى المطلوب) بل تتجه إلى الادخار وهو ما يعيد الفكر الكينزي إلى الواجهة مرة أخرى عن طريق القانون السيكولوجي لكينز؛ لذلك فتوجيه التسهيلات المالية للبنى التحتية والاستثمارات

## الخاتمة العامة

خاصة في دول الجنوب PIIGS مما يزيد من تنافسية اقتصاد منطقة اليورو ويقلص الاختلافات بين دول المنطقة.

4- يجب ارفاق السياسة النقدية الغير تقليدية بإصلاحات هيكلية للدول الأعضاء في منطقة اليورو كاليونان، فأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو ما هي إلا عرض لأزمة اقتصادية هيكلية أكثر منها مالية؛ وبالتالي للخروج من الأزمة يتطلب الأمر إلى جانب الإجراءات النقدية الاستثنائية (سياسة نقدية غير تقليدية) إصلاحات هيكلية واسعة النطاق وتعبئة موارد مالية على صعيد الانفاق العام.

5- ما رأيناه في إجراءات إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية هو تركيز البنك المركزي الأوروبي على سعر الفائدة وإهمال عامل مهم للتأثير على النشاط الاقتصادي وهو عامل الضرائب الذي كان من الممكن لو استخدم من قبل الحكومات وبالتنسيق مع عامل سعر الفائدة أن يحدث الفرق ويسرع في الخروج من أزمة الديون السيادية الأوروبية عن طريق التحفيز الضريبية.

6- تشجيع جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة في دول الجنوب خاصة (PIIGS) وذلك بتوفير المناخ المناسب لها في هذه الدول خاصة فيما يتعلق بالحوافز الضريبية إلى جانب الحوافز المالية (أسعار الفائدة المنخفضة)؛ حيث أن الضرائب في هذه الدول عرفت ارتفاعا الأمر الذي أدى إلى نقص استقطاب الاستثمار الأجنبي إليها.

### V. آفاق البحث:

في إطار دراسة فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، تتبادر إلى أذهاننا العديد من القضايا التي يجب تسليط الضوء عليها والتي تحتاج إلى المزيد من البحث والتوسع؛ لذا نقترح العناوين التالية كي تكون مواضيع أبحاث علمية في المستقبل:

## الخاتمة العامة

---

- واقع السياسات النقدية غير التقليدية في دول منفردة وفي ظل منطقة عملة موحدة- دراسة مقارنة بين التجربة الامريكية والأوروبية-؛
- التنسيق المالي الى جانب التنسيق النقدي للرفع من معدلات النمو الاقتصادي في منطقة اليورو؛
- دور أسعار الفائدة المنخفضة في زيادة حجم الديون في الدول الناشئة.

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

#### أ. الكتب

- 1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الإسكندرية: الدار الجامعية، 2009.
- 2- أكرم حداد، مشهور هذلول، " النقود والمصارف"، دار وائل للنشر، الاردن، 2005.
- 3- بلعروز بن علي، محاضرات في النظرية والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 4- زكريا الدوري، يسرى السامرائي، " البنوك المركزية والسياسات النقدية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 5- سامر مظهر قنطجبي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية، الطبعة الأولى، دمشق: دار النهضة، 2008.
- 6- سمير صارم، اليورو، الطبعة الأولى، دمشق: دار الفكر، 1999.
- 7- صالح مفتاح، "النقود والسياسة النقدية"، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
- 8- صلاح الدين حسن السيبي، الاتحاد الأوروبي والعملة الأوروبية الموحدة: اليورو، السوق العربية المشتركة: الواقع والطموح، الطبعة الأولى، القاهرة: عالم الكتب، 2003.
- 9- عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، الجامعة المفتوحة، الأردن، 1994.
- 10- على عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي: نظريات وسياسات، الطبعة الأولى، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2007.
- 11- عمر حسين، التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر: النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الفكر العربي، 1998.

## قائمة المراجع

- 12- فريد النجار، اليورو العملة الأوروبية الموحدة: الحقائق-الآثار التجارية والمصرفية-التوقعات، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2004.
- 13- محسن الخضيرى، اليورو: الإطار الشامل والكامل للعملة الأوروبية الوحيدة، الطبعة الأولى، القاهرة: مجموعة النيل العربية، 2002.
- 14- محمد محمود الإمام، التكامل الاقتصادي الإقليمي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، القاهرة: معهد البحوث والدراسات العربية، 2009.
- 15- محمد محمود الإمام، تجارب التكامل العالمية ومغزاها للتكامل العربي، الطبعة الأولى، بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، 2003.
- 16- محمد محمود المكاوي، الازمات الاقتصادية العالمية (المفهوم-النظريات التي تفسر الازمات) دراسة شخصية لأسباب الازمات، دار الفكر والقانون، المنصورة، 2012.
- 17- محمد يوسف القريوتي وآخرون، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الطبعة الأولى، الجزء الرابع، عمان: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2011.
- 18- مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، القاهرة: دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 2001.
- 19- معروف هوشيار، تحليل الاقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، عمان: دار جرير للنشر والتوزيع، 2006.
- 20- مغاوري شلبي علي، "اليورو: الأثر على اقتصاديات البلدان العربية والعالم"، القاهرة: مكتبة زهراء الشرق، 2000.
- 21- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الطبعة الثالثة، الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999.

22- نبيل حشاد، "الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي: من الفكرة إلى

اليورو"، الكويت: سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 55، 1998.

23- نبيل حشاد، الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي: من الفكرة إلى اليورو،

الكويت: سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 55، 1998.

24- يسرى الجوهرى، "دراسات في جغرافيا الموارد الاقتصادية"، الإسكندرية:

منشأة المعارض، 1975.

## II. الرسائل الجامعية

### أ. أطروحات الدكتوراه

1-بركان زهية، "فعالية السياسة النقدية لمكافحة التضخم في ظل العولمة: دراسة حالة

الجزائر"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2010.

2-رحال فاطمة، تداعيات أزمة منطقة اليورو على تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر الى

دول الاتحاد الاوروبي - دراسة حال فرنسا-أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم

الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018-2019.

3-عباس بلفاطمي، "محددات، إمكانات وآثار التكامل النقدي بين دول مجلس اتحاد التعاون

الخليجي"، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف،

2011/2010.

4-عبد الوهاب رميدي، التكتلات الاقتصادية الإقليمية في عصر العولمة وتفعيل التكامل

الاقتصادي في الدول النامية -دراسة تجارب مختلفة-"، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)،

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، 2006/2007.

## قائمة المراجع

---

5- محمد الامين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الازمات المالية-حالة البنك المركزي الاوروبي (BCE) والازمة المالية 2007-2008، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015-2016.  
ب. رسائل الماجستير:

1- الزوبير خليفي، "العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على الجهاز المصرفي الجزائري"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، 2001/2002  
2- فائزة لعراف، "مدى تكيف النظام المصرفي الجزائري مع معايير لجنة بازل"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2009/2010

### III. المجلات، الدوريات والمطبوعات:

- 1- العيشي وليد، صديقي احمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والاعمال، العدد السادس، جامعة احمد دراية أدرار، الجزائر، جوان 2018.
- 2- الياس حناش، خير الدين بوزرب، الاتحاد المصرفي كآلية لتعزيز التكامل الاقتصادي في منطقة اليورو بعد ازمة الديون السيادية "مقاربة تحليلية"، مجلة النماء للاقتصاد والتجارة، العدد الثالث، جوان 2018.
- 3- بديعة لشهب، "الازمة المالية العالمية محاولة في الفهم والتجاوز"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 52، 2010.
- 4- تشارلز اينوخ وآخرون، "العمليات النقدية في الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 2، جويلية 1998.
- 5- حساني رقية، حملاوي سكيبة، انعكاسات أزمة منطقة اليورو على الاتحاد الأوروبي، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي 34 (01)، جامعة عاشور زيان، الجلفة، دون ذكر سنة النشر.
- 6- سمية زاير، هند مهداوي، ربيعة صباغ، "أثر الدولار والايورو على التجارة الخارجية الجزائرية 1986-2006"، مجلة العلوم الانسانية، العدد 43، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2009
- 7- صاري علي، "السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والاهداف"، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 4، 2013.
- 8- عابد شريط، "أثر ظهور اليورو على الاقتصاديات الدولية والعربية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 38، جامعة تيارت-الجزائر، 2007.

## قائمة المراجع

- 9- عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 02، المجلد 04، جامعة كركوك، العراق، 2014.
- 10- عمر عبو، كمال قبو، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد- عرض تجارب دولية-مجلة الريادة لاقتصاديات الاعمال، جامعة حسبة بن بوعلی، الشلف، المجلد 5 العدد 1، جانفي 2019.
- 11- فوزي عبد الرزاق، دور عقود CDS في إطار ابتكارات الهندسة المالية في احداث أزمة الديون السيادية اليونانية، مجلة رماح للبحوث والدراسات الأردن، العدد 13، 2014.
- 12- لقمان معزوز، شريف بودري، "المنافسة بين الدولار والاورو في ظل لا استقرار النظام النقدي الدولي"، مجلة الباحث، العدد 09، 2011.
- 13- محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلادي، الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1 جوان 2019.
- 14- مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لادارة السياسة النقدية في ظل الازمات-تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الامريكية- ، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 11، ديسمبر 2016.
- 15- معيزي نجاه، بوزرب خير الدين، الاصلاحات التنظيمية المصرفية في منطقة اليورو بعد أزمة الديون السيادية (2011-2013) -دراسة تحليلية-، مجلة جديد الاقتصاد العدد 13، ديسمبر 2018.

## قائمة المراجع

- 16- موسلي أمينة، **عدوى الأزمات المالية**، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 5، 2014.
- 17- نادية العقون، **أزمة الرهن العقاري: عدواها وآليات انتقالها**، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة الاقتصادية، العددان 53-54، 2011
- 18- نوفل سمايلي، **فضيلة بوطورة، "فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية"**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد 44، 2010.
- 19- هدى حوا، **الازمة المالية الأوروبية ومعضلة الأورو: دراسة في إدارة الأزمات المالية**، مجلة عمران للعلوم الاجتماعية والانسانية، العدد 1، الطبعة 4، 2013
- 20- هدى هذباء يونسى، **ماجدة مدوخ، أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر**، مجلة آفاق علمية، المجلد 11، العدد، 2019.

### IV. الملتقيات والمؤتمرات

- 1- الطاهر هارون، نادية العقون، **"الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها"**، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي بديل البنوك الإسلامية، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5 و 6 ماي 2009.
- 2- بوعشة مبارك، **"الأزمة المالية: الجذور، الأسباب والآفاق"**، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
- 3- حامدي محمد، **"التأسيس النظري لازمة المالية العالمية"**، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

- 4-راضية بوزيان، "الأزمة المالية العالمية وآثارها على اقتصاديات العالم العربي الأسباب والتداعيات والتأثيرات وآفاق التغيير على الاقتصاد العالمي والجزائري"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير-سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
- 5-رضا الفتحي علي المنسي، "إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الثاني لأزمة الأول الراهنة المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، جامعة الإسراء الخاصة، كلية العلوم الإدارية والمالية، يومي 28 و29 أبريل 2009.
- 6-سعيد الحلاق، "الأزمة المالية العالمية ومعالجتها من منظور إسلامي"، مؤتمر تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، مصر: منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2010.
- 7-سفيان عيسى حريز، "الإجراءات الوقائية والعلاجية للزمات المالية: رؤية إسلامية"، مؤتمر تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، مصر: منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2010.
- 8-سمير بوعافية، مصطفى قريد، "التعامل بالمشنقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير-سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
- 9-صفوت عبد السلام عوض الله، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي" المؤتمر العلمي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، يومي 1 و2 أبريل 2009.

- 10- عبد الكريم عبيدات، علي بوعمامة، "مستقبل الاتحاد النقدي الأوربي في ظل أزمة الديون الأوربية"، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات زمن الأزمات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012.
- 11- عتيقة وصاف، سهام عاشور، "نظام النقد الأوربي: الملامح الأساسية والإشكاليات الاقتصادية"، الملتقى الدولي حول اليورو واقتصاديات الدول العربية: فرص وتحديات، جامعة الجزائر، يومي 18 و 20 أفريل، 2005.
- 12- عمار علوني، "آثار الأزمة المالية العالمية على التشغيل"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير-سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
- 13- فاروق تشام، "النظام النقدي الأوربي والوحدة النقدية اليورو وأثاره على الاقتصاد الجزائري"، الملتقى الدولي حول اليورو واقتصاديات الدول العربية: فرص وتحديات، جامعة الأغواط، الجزائر، يومي 18 و 20 أفريل 2005.
- 14- مصطفى جناس، وافي ميلود، "أثر اليورو على الاقتصاديات العربية -دراسة حالة الجزائر-"، الملتقى الدولي حول اليورو واقتصاديات الدول العربية: فرص وتحديات، جامعة الجزائر، يومي 18 و 20 أفريل، 2005.
- 15- نادية العقون، صبرينة كردودي، "النظام المصرفي الإسلامي كبديل للوقاية من الأزمات المالية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير خميس مليانة، الجزائر، يومي 5 و 6 ماي 2009.
- 16- يوسف أبو فارة، "ملاح وأسباب الأزمة المالية العالمية عام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية"، الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية الراهنة وانعكاساتها على

## قائمة المراجع

اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الجزائر، يومي 8 و 9 ديسمبر 2009.

### V. التقارير والدراسات:

1- احمد شفيق الشاذلي، قنوات انتقال أثر السياسة النقدية الى الاقتصاد الحقيقي، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 39، الامارات العربية المتحدة، 2017. على الموقع الالكتروني:

[https://www.amf.org.ae/sites/default/files/research\\_and\\_publications/%5Bvocab%5D/%5Bterm%5D/%5Blanguage%5D/ARAB%20MONETARY%20ECONOMIC%20STUDIES%20BOOK%20for%20web.pdf](https://www.amf.org.ae/sites/default/files/research_and_publications/%5Bvocab%5D/%5Bterm%5D/%5Blanguage%5D/ARAB%20MONETARY%20ECONOMIC%20STUDIES%20BOOK%20for%20web.pdf)

2- إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي"، على الموقع

الالكتروني: <http://www.jinan.edu.lb/conf/Mony/1/dreljouzi.pdf>، مجلس الغرف السعودية، 10 أكتوبر 2008.

3- جريدة الاقتصادي العربي، على الموقع الالكتروني:

[http://www.alarab.qa/uploads\\_ar/pdf/files/441550313\\_E30N.pdf](http://www.alarab.qa/uploads_ar/pdf/files/441550313_E30N.pdf)

4- حامد عبد الحسين الجبوري، "الفائدة السلبية مفهومها وتأثيرها وتطبيقا"، مركز الفرات للتنمية والدراسات الاستراتيجية، 2016، على الموقع الالكتروني:

<http://sudaneseonline.com/board/7/msg>

5- صندوق النقد الدولي، اتفاق على مستوى خبراء الصندوق، اوربا والصندوق يتفقان على خطة تمويلية بقيمة 110 مليار يورو، واشنطن، 2 ماي 2010.

6- على قندح، الأزمة المالية العالمية...الجدور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة، على الموقع الالكتروني:

## قائمة المراجع

الأردن: [http://www.abj.org.jo/AOB\\_Image/63382117794859.pdf](http://www.abj.org.jo/AOB_Image/63382117794859.pdf)

جمعية البنوك.

7- ميشال صليبي، مستقبل الاقتصاد الأوروبي في ظل أسعار الفائدة السلبية، جريدة

الجمهورية، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.aljournhouria.com/news/index/75993>

8- نشرة صندوق النقد الدولي، المجلس التنفيذي للصندوق يوافق على عقد اتفاق ممدد

مع أيرلندا بقيمة مليار يورو، واشنطن، 16 ديسمبر 2010.

9- نورا الرفاعي، "انتهاء سياسة التيسير الكمي وتداعياتها على أداء الاقتصاد الأمريكي"،

المركز الدبلوماسي للدراسات الاستراتيجية، التقرير الدولي في العدد 44 من تقرير

الاقتصاد والاعمال على الموقع الإلكتروني: <http://www.dcss->

[center.org/business\\_economy\\_report/arc.php?rw=417](http://www.dcss-center.org/business_economy_report/arc.php?rw=417)

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. الكتب

- 1- Albert Ondo Ossa, **Économie Monétaire Internationale**, Paris : Éditions ESTEM, 1999.
- 2- André Dumas, **L'économie Mondiale**, Bruxelles : De Boeck, 2006.
- 3- Bernard Guillochon, Annie Kaweck, **Économie internationale : commerce et macroéconomie**, 5eme édition, Paris : Dunod, 2006.
- 4- Christian Hen & Jaques Leonard, **L'union européenne**, Paris : La découverte, 9<sup>eme</sup> édition 2001.
- 5- Dominick Salvatore, **Économie internationale**, Bruxelles : De Boeck, 2007.
- 6- Étienne Farvaque, Gaël Lagadec, **Intégration Économique Européenne : problèmes et analyses**, 1<sup>ere</sup> édition, Bruxelles : De Boeck, 2002.
- 7- Gabriel Gland et Alain Grandjean, « **La Monnaie dévoilée** », l'harmattan, 1996.

- 8- Joseph E. Stiglitz, Carl E. Walsh, Jean-Dominique Lafay, **Principes d'économie moderne**, 3eme édition, Bruxelles : De Boeck Université, 2007.
- 9- Mathilde Lemoine, Philippe Madiès, Thierry Madiès, **Les grands questions d'économie et finance internationales**, Bruxelles : De Boeck, 2007.
- 10- Michael Burda, Charles Wyplosz, **Macroéconomie : À L'échelle européenne**, 4eme édition, De Boeck, 2006.
- 11- Michel Lelart, **la construction monétaire européenne**, Paris : Dunod, 1994.
- 12- Pascal Kauffman, **l'euro**, 2ème édition, Paris : Dunod, 1999
- 13- Paul Krugman, « **And this Depression Now** » W.W.Norton and Company, New-York, 2012.
- 14- Paul Krugman, Maurice Obstfeld, **Économie internationale**, 7emeédition, France : Pearson Éducation, 2006.

### II. الاطروحات باللغة الأجنبية

- 1- Emmanuel Fournial, « **politique monétaire de la BCE pendant la crise**», mémoire de recherche, paris, 15/06/2015, Site internet : [http://www.vernimmen.net/ftp/Memoire\\_HEC\\_Emmanuel\\_Fournial.pdf](http://www.vernimmen.net/ftp/Memoire_HEC_Emmanuel_Fournial.pdf)

### III. المجلات الدورية والتقارير

- 1- Alan S.Blinder, **Quantitative easing : Entrance and exit strategies**, Prince ton University, 2010.
- 2- Amanda A.Schaible, **Quantitative easing effect on shadow banking**, Scholarship@euc charement.edu.2014.
- 3- BCE, bulletin mensuel aout 2013.
- 4- Ben Bernake and Mark Goertly, **inside the black box : the credit channel of monetary Transmission**, national bureau of economic research (NBER), WPN0 5146, June 1995.
- 5- Bulletin du FMI, **le FMI engage la zone euro à prendre des mesures fermes face à la crise**, 18 juillet 2012, Retrived From : [http://www.imf.org/external/French/pubs/ft/survey/so/2012/int\\_071812ab.pdf](http://www.imf.org/external/French/pubs/ft/survey/so/2012/int_071812ab.pdf)
- 6- De sola perea, Kasonga Kashama, **la politique de taux négatif dans la zone euro et l'offre de prête bancaires**, BNB Revue économique,

- Décembre 2017 Site Internet :  
[https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2017/revecoiii2017\\_h3.pdf](https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2017/revecoiii2017_h3.pdf)
- 7- Département Des Études Économiques De La Société Générale, « **Les Risques En Europe Du Sud Et La Spécificité Italienne** », Juin 2010.
  - 8- Edward Sgapiro, « **Macroeconomics analysis** », Firth Edition, Harcourt Academic Press, INC, 1982
  - 9- Emmanuel Lechypre, « **Que Vaut encore le Dollar ?** », L'Expansion, n°731, juin 2008.
  - 10- Eric Dor, **les situation des banques et encore périlleuse**, IESEG School of management, Working paper séries, 2009.
  - 11- European Commission, « Economic Crisis in Europe : Causes, Consequences, and Responses » Site Internet :  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication15887\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf) , Directorate-General : Economic and Financial Affairs, 2009.
  - 12- European commission, **Banking Union : restoring Financial Stability in Eurozone**, MEMO, Brussels, 15 April 2014, P3, Retrieved From : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/Finances/docs/banking-union/banking-union-meo-en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/Finances/docs/banking-union/banking-union-meo-en.pdf)
  - 13- EUROPEAN COMMISSION, Directorate General Trade Statistical Guide, June 2017.
  - 14- Eurostat , **newsrelease euroindicators, annual inflation up to 2.0 % in the euro area up to 1.9% in the eu**, 45/2017-16 march 2017
  - 15- Frederic S. Mishkin, « **The Transmission Mechanisme and the Role of Asset prices in Monetary policy** », National Bureau of Economic Research, Working Paper 8617, Dec, 2001, PP 1-5 ; <http://www.nber.org>.
  - 16- Goodfriend, Marvin, **Overcomming the Zero Bound on Interest Rate Policy**, Journal of Money, Credit and Banking,, P-P : 1007-1035.
  - 17- Gordon H. Sellon, **Expectations and the moetary policy Transmission Mechanism**, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Fourth Quarter, 2004
  - 18- Gregory Geore, **L'examen des politique monétaire d'assouplissement quantitatif Travail de bachelor en vue l'otention de bachelor HES**, Haut école de gestion Genève, 2016, P.P 9-11

- 19- Gregory George, « **L'examen des Politiques Monétaires d'assouplissement quantitatif** », Haute école de gestion Genève, 2016, P25, sur site internet : <https://core.ac.uk/download/pdf/79426895.pdf>.
- 20- Harlod James, « Making the European Monetary Union », Belknap Press, Combridge, Masschuttes, 2012.7
- 21- <http://www.fesparis.org/common/pdf/publications/Wirtschaftsregierun g.pdf> , Friedrich Ebert Stiftung, Bureau de paris, Mais 2010
- 22- Ines Bou Abdallah, The transmission mechanism for quantitative easing –Evidence from the United States at the zero lower bound-,thesis
- 23- Jacques Sapir, « **Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe** ». <http://www.france.attac.org/spip.php?article9400.vu>
- 24- Jean-Claude Trichet, **Unconventional Monetary Policy Measures : Principles-conditions-Raison d'être**, International Journal of central Banking, January 2013
- 25- Jens H.E Christinsen and James M.Gillan, **Does quantitative easing affect market liquidity?**, Federal Reserve bank of San Francisco,USA,2015.
- 26- Klaus Busch, « **gouvernement économique européen et coordination des politiques salariales- la crise de la zone euro appelle des réformes structurelles-**, Site internet : <http://library.fes.de/pdf-files/bueros/paris/07262.pdf>
- 27- Koo, Richard c 2008, **the Holy Grail of Macroeconomics : Lessons from Japan's Great Recessuon**, John Willy and SONS (Asia) PTe.LTd ISBN974-0470-82387-3.
- 28- Krugman, Paul, **thinking About the liquidity Trap**, Journal of the Japane and International Economices, 2000.
- 29- **Les opérations de financement a long terme de la banque centrale Européenne**, fédération bancaire française, 15 mai 2012, sur site : <http://www.fbf.fr>.
- 30- M. Nautet, L. Van Meensel, **Impact économique de la dette publique**, revue économique, septembre 2011.  
Mark Gertler and Peter Karadi, « **Model of Unconventional Monetary Policy** », NY University, April 2010.

- 31- Metzeler, Allan, 1995, **Monetary, credit and (other) Transmission Processes : A Monetarist perspective**. Journal of Economic perspective.
- 32- Michael Woodford, **Methods of policy accommodation at the rate lower bound, in The Charming Policy Land space**, symposium organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, 2012.
- 33- Michel Dupuy, « **les effets des politiques de Quantitative Easing sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine** », LAREFI Working Paper N°2013-02.
- 34- Michel Joyce, David Miles, « Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy », the Economic Journal, November 2012.
- 35- Mona Kamal, "**The Experience of the European Monetary Union in the coordination of Monetary and Fiscal Policies**", MPRA, Site Internet : <http://mpera.ub.uni-muenchen.de/27764/>. Paper N°. 27764, Posted 30, December 2010
- 36- Morais, Bernardo, Jose-Luis Peydro, and Claudia Ruiz(2015), "**The International Bank Lending Channel of Monetary Policy Rates and QE: Credit Supply, Reach-for-Yield, and Real Effects**", Board of Governors of the Federal Reserve System, No: 1137.
- 37- Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, **christian de Boissieu, Gunther Capell-Blancard, De la crise des subprimes à la crise mondiale**, Paris : la documentation Française, 2009,
- 38- Paul Boccara, « **Quelles réponses et quels financements nouveaux dans l'union européenne face à la crise de l'euro** », la règle d'or pour la finance, Economie & Politique, Juillet Août 2011
- 39- Peter Van Els, Alberto Locarno, Julian Morgan and Jean-pierre Villetelle, **Monetary policy Transmission in the Euro Area : What Do Aggregate and National Structural Models Tell Us ?**, European central Bank, Working paper N0, 94, December 2001
- 40- Rebecca M, Nelson, Paule belkin, Derek E, Mix Martin. A, Weiss, «**the eurozone crisis : Overview and Issues for congress**, Congressional research Services, 31 May 2012
- 41- Rebecca M, Nelson, Paule belkin, Derek E, Mix Martin. A, Weiss, « **the eurozone crisis : Overview and Issues for congress**, Congressional research Services, 31 May 2012

- 42- supervisor Master specialization international economics, Erasmus university Rotterdam, 2015.
- 43- Tabatoshi LTO, « **zero interest rate policy (ZIRP) and quantitative (QE)** », macroeconomic stability and financial regulation : Key Issues for G20, edited by : Xavier freixas and Richard portes, 2 march 2009.
- 44- The Transmission Mechanism of Monetary Policy, **the Monetary policy Committee Bank of England**.www.bankofengland.Co.UK.
- 45- Zakaria Moussa, assouplissement quantitatif ; quels enseignements tirer de l'expérience japonaise ? université de la méditerranée aix Marseille 2, 2010.

### ثالثا: المواقع الالكترونية:

- 1- Alexandre Gaillard, les politiques monétaires non conventionnelles, Approches Monétariste et Neo-Wicksellienne, Mémoire d'étude économique Institut d'économie et de management de Nantes (IGMN), Université de Nantes, 2013-2014,site internet :  
[https://opee.unistra.fr/IMG/pdf/bulletinopee\\_34\\_koenig.pdf](https://opee.unistra.fr/IMG/pdf/bulletinopee_34_koenig.pdf)
- 2- Gilbert Koenig, La politique d'assouplissement quantitatif : limites et
- 3- Histoire de l'Union économique et monétaire européenne, Site Internet :  
[http://fr.wikipedia.org/wiki/Zone\\_euro](http://fr.wikipedia.org/wiki/Zone_euro) , mai 2010.
- 4- <http://alphabet.argaam.com/?p=14973>
- 5- <http://ec.europa.eu/trade/policy/accessing-markets/investment>
- 6- <http://isegs.com/Forum/attachment.php?attachentid=1690&=1242720884>
- 7- <http://katehon.com/ar/article/mdlt-lfyd-lslby-nwn-nhyr-lqtsd-llmy>
- 8- <http://www.analyzerqa.com/vb/showthread.php?28356>
- 9- <http://www.ecb.int/ecb/html/index.en.html>
- 10- <http://www.jps-dir.com/Forum/uploads/1364/isra.pdf> ،
- 11- <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/la-bce-ou-comment-devenir-moinsconventionnel/>
- 12- <https://kuttab.cc/wp/2015/03/20/>
- 13- <https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2015/03/20/-html>
- 14- <https://www.arabictrader.com/ar/news/details/87295/>
- 15- <https://www.arado.org/ManagementNews/archives/12767>
- 16- <https://www.binance.vision/ar/economics/what-is-quantitative-easing>
- 17- <https://www.cnbcarabia.com/news/view/52924/2019.html>

- 18- [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_17520090704fr00180019.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_17520090704fr00180019.pdf)
- 19- [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_29720111116fr00700071.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_29720111116fr00700071.pdf)
- 20- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080918.en.htm>
- 21- <https://www.france24.com/ar/20190131-2018>
- 22- [https://www.researchgate.net/profile/Unknown\\_Unknown17/publication/262424334\\_Les\\_politiques\\_monetaires\\_non\\_conventionnelles\\_approches\\_Monetariste\\_et\\_Neo-Wickselienne/data/0f317537b62b0e059c000000/Memoire-Les-politiques-monetaires-non-conventionnelles.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Unknown_Unknown17/publication/262424334_Les_politiques_monetaires_non_conventionnelles_approches_Monetariste_et_Neo-Wickselienne/data/0f317537b62b0e059c000000/Memoire-Les-politiques-monetaires-non-conventionnelles.pdf)
- 23- Jacques Sapir, Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe. Site Internet : <http://www.france.attac.org/spip.php?article9400>
- 24- [pansion.lexpress.fr/actualites/1/actualite-economique/la-bce-annonce-la-fin-d-unprogramme-d-achats-d-obligations-securisees\\_1453960.html](http://pansion.lexpress.fr/actualites/1/actualite-economique/la-bce-annonce-la-fin-d-unprogramme-d-achats-d-obligations-securisees_1453960.html)
- 25- [www. https://arabic.euronews.com/2015/01/23/so-what-exactly-is-quantitative-easing-and-how-is-it-going-to-get-the-eurozone-](https://arabic.euronews.com/2015/01/23/so-what-exactly-is-quantitative-easing-and-how-is-it-going-to-get-the-eurozone-)
- 26- [www. https://www.challenges.fr/economie/le-quantitative-easing-de-la-bce-comment-ca-marche\\_30554](http://www.challenges.fr/economie/le-quantitative-easing-de-la-bce-comment-ca-marche_30554)
- 27- [www.blog-illudio.com/article-l-assouplissementqualitatif-111250716.html](http://www.blog-illudio.com/article-l-assouplissementqualitatif-111250716.html)
- 28- [www.iidalraid.de/Arabisch/Abwab/Artikel/2008/Dirasat/Dr0000117.doc](http://www.iidalraid.de/Arabisch/Abwab/Artikel/2008/Dirasat/Dr0000117.doc)
- 29- [www.pr.Laib-Walif.Stiew.com/Fs/\\_/br-\\_03.docx](http://www.pr.Laib-Walif.Stiew.com/Fs/_/br-_03.docx)

# قائمة الأشكال

## قائمة الأشكال

الصفحة	تسمية الشكل	رقم الشكل
34	التيسير الكمي في كل من BCE/FED/BOJ	الشكل رقم (01)
66	نظام الثعبان داخل النفق الأوروبي	الشكل رقم (02)
87	تطور مؤشر أسعار الفائدة للاحتياطي الفدرالي للقراض ما بين البنوك خلال الفترة 1954-2008	الشكل رقم (03)
92	أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو خلال الفترة 1999-2008	الشكل رقم (04)
99	انتقال الأزمة المالية العالمية 2008 الى الاقتصاد الحقيقي	الشكل رقم (05)
103	تطور معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول الأوروبية	الشكل رقم (06)
111	صادرات الاتحاد الأوروبي من السلع خلال الفترة 2002/2016	الشكل رقم (07)
112	واردات الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2002/2016	الشكل رقم (08)
114	الحلقة المفرغة بين المصارف والديون السيادية	الشكل رقم (09)
116	نسب الديون السيادية من الناتج المحلي الإجمالي لبعض دول منطقة اليورو خلال عامي 2008، 2009	الشكل رقم (10)
125	معدلات التضخم في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي	الشكل رقم (11)
127	حصيلة تجارة سلع الاتحاد الأوروبي من التجارة الدولية خلال الفترة 2006-2016	الشكل رقم (12)
143	هيكل النظام الأوروبي للبنوك المركزية	الشكل رقم (13)

## قائمة الأشكال

155	تطورات مستوى السيولة في منطقة اليورو خلال الفترة 2008-2013	الشكل رقم (14)
159	تطور معدل التضخم خلال الفترة 2006-2015	الشكل رقم (15)
160	حجم الكتلة النقدية من 2005 الى 2015 في منطقة اليورو	الشكل رقم (16)
162	تطور ميزانية البنك المركزي الأوروبي من 1999-2017	الشكل رقم (17)
166	معدل الفائدة في كل من الولايات المتحدة الامريكية ومنطقة اليورو	الشكل رقم (18)
170	معدل التضخم في منطقة اليورو خلال الفترة 2010-2019	الشكل رقم (19)
174	حجم السندات المدعومة بالرهن العقاري MBS المشتراة من قبل البنك الاحتياطي الفدرالي	الشكل رقم (20)
179	تطور بعض متغيرات الاقتصاد الكلي الأمريكي خلال فترة التيسير الكمي	الشكل رقم (21)

# قائمة الجداول

## قائمة الجداول

الصفحة	تسمية الجدول	رقم الجدول
46	العمليات قصيرة الأجل لبنك اليابان	الجدول رقم (01)
48	عمليات التيسير الكمي لبنك إنجلترا	الجدول رقم (02)
59	مؤسسات التكتل الاقتصادي الاوروبي	الجدول رقم (03)
70	تطور الاوزان النسبية لعملات الدول الاوروبية في العملة الاوروبية ECU	الجدول رقم (04)
74	الدول الاوروبية التي حققت معايير التقارب الاقتصادية	الجدول رقم (05)
76	معدل تحويل العملات المحلية مقابل اليورو عند تأسيسه عام 1999	الجدول رقم (06)
77	الدول الاعضاء في منطقة اليورو وتاريخ انضمام كل دولة	الجدول رقم (07)
82	الدور الذي لعبه اليورو في الاقتصاد الدولي خلال سنة 2004	الجدول رقم (08)
120	تطور الدين السيادي اليوناني من 2000 الى 2012	الجدول رقم (09)
123	معدلات النمو الاقتصادي في منطقة اليورو والاتحاد الاوروبي	الجدول رقم (10)
124	نسبة العجز الحكومي من الناتج المحلي الاجمالي في كل من منطقة اليورو والاتحاد الاوروبي	الجدول رقم (11)
126	معدلات البطالة في منطقة اليورو والاتحاد الاوروبي خلال الفترة 2011-2017	الجدول رقم (12)
128	تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر الى الاتحاد الاوروبي خلال الفترة 2005-2015 (ترليون دولار)	الجدول رقم (13)
145	المساهمة في رأس مال البنك المركزي الاوروبي سنة 1999	الجدول رقم (14)
165	سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الاوروبي من 2008 الى 2016	الجدول رقم (15)

الملاحق

## الملاحق

الملحق رقم (01): سياسة سعر الفائدة السالبة في البنوك المركزية في منطقة اليورو

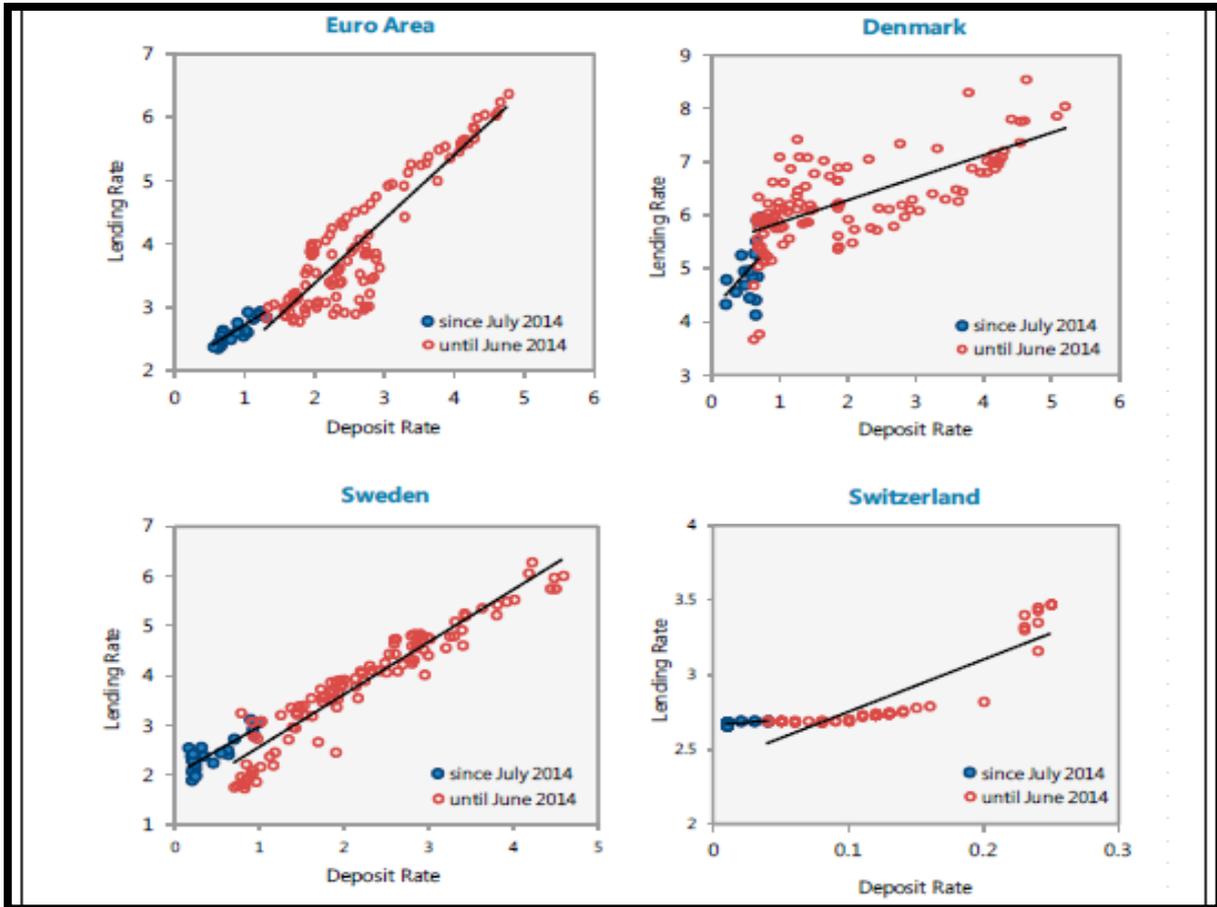
	FX regime	Objective	Policy Rates (in basis points) 1/			Date of Introduction
			Overnight Lending 2/	Open Market Operations	Deposit Facility	
Denmark	Conventional peg (to euro)	Countering safe-haven inflows and exchange rate pressures	5	0	-65	July 2012-April 2014, Sept. 2014
Euro Area	Free floating, inflation-targeting framework	Price stability and anchoring inflation expectations	25	0	-40	June 11, 2014
Hungary	Floating, inflation-targeting framework	Price stability and countering exchange rate pressures	115	90	-5	March 23, 2014
Japan	Free floating, inflation-targeting framework	Price stability and anchoring inflation expectations	10	0	-10	Feb. 16, 2016
Norway	Free floating, inflation-targeting framework	Price stability 3/	150	50	-50	Sept. 24, 2015
Sweden	Free floating, inflation-targeting framework	Price stability and anchoring inflation expectations	25	-50	-125	Feb. 12, 2015
Switzerland	Free floating 4/	Reducing appreciation and deflationary pressures 5/	50	n.a.	-75	Jan. 15, 2015

Source: National central banks and authors. Note: 1/ effective policy rate are highlighted with a red background, as of end-July 2016; 2/ refers to special rate (liquidity-shortage financing facility) in the case of Switzerland; 3/ Norway has not adopted NIRP, and the negative interest rate on bank deposits at the central bank ("reserve rate") has had little or no influence on market rates. The reserve rate is one percentage point below the sight deposit rate (key policy rate). On average, NB has kept reserves in the banking system at around NOK 35 billion (and below the aggregate quota of NOK 45 billion). Thus, a bank with reserves in excess of the quota will always be able to deposit reserves with a bank with room on its quota.; 4/

Source : National central Banks and authors,

[https://www.google.com/search?q=overview+of+central+banks+with+negative+policy+rates&safe=active&sxsr=ALEKk00UH-ndFeIUU3WB\\_SQOAnaNY-pX2A:1584893353687&source=Inms&tbn=isch&sa=X&ved=2ahUKEwigs-nqu67oAhUwx4UKHZwECBoQ\\_AUoAXoECAwQAw&biw=1366&bih=657#imgrc=CvX1909GoXMQNM](https://www.google.com/search?q=overview+of+central+banks+with+negative+policy+rates&safe=active&sxsr=ALEKk00UH-ndFeIUU3WB_SQOAnaNY-pX2A:1584893353687&source=Inms&tbn=isch&sa=X&ved=2ahUKEwigs-nqu67oAhUwx4UKHZwECBoQ_AUoAXoECAwQAw&biw=1366&bih=657#imgrc=CvX1909GoXMQNM)

الملحق رقم (02): معدلات الإيداع والاقراض (اقراض جديد) لاصحاب المنازل



Source : Bloomberg L.P.Haver and IMF Staff clculation.

## الملاحق

### الملحق رقم (04): PIB، عجز/فائض والديون السيادية في دول الاتحاد الأوروبي

		2016	2018	2017	2018
<b>Belgique</b>					
PIB pm	(millions euro)	411 010	424 660	439 052	450 577
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-9 820	-10 226	-3 644	-3 096
	(% du PIB)	-2,4	-2,4	-0,8	-0,7
Dépenses publiques	(% du PIB)	53,7	53,1	52,1	52,4
Recettes publiques	(% du PIB)	51,4	50,7	51,3	51,7
Dette publique	(millions euro)	437 176	450 545	454 112	459 651
	(% du PIB)	106,4	106,1	103,4	102,0
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	8 547	8 546	8 546	8 545
	(% du PIB)	2,1	2,0	1,9	1,9
<b>Bulgarie</b>					
PIB pm	(millions BGN)	88 575	94 130	101 043	107 925
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions BGN)	-1 481	132	1 182	2 149
	(% du PIB)	-1,7	0,1	1,2	2,0
Dépenses publiques	(% du PIB)	40,5	35,1	35,0	34,8
Recettes publiques	(% du PIB)	38,8	35,2	36,2	36,8
Dette publique	(millions BGN)	23 217	27 858	25 904	24 430
	(% du PIB)	26,2	29,6	25,6	22,6
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions BGN)	0	0	0	0
	(% du PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tchéquie</b>					
PIB pm	(millions CZK)	4 595 783	4 767 990	5 047 267	5 304 386
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions CZK)	-28 260	34 274	78 765	47 427
	(% du PIB)	-0,6	0,7	1,6	0,9
Dépenses publiques	(% du PIB)	41,7	39,5	38,9	40,8
Recettes publiques	(% du PIB)	41,1	40,2	40,5	41,7
Dette publique	(millions CZK)	1 836 255	1 754 883	1 749 532	1 735 076
	(% du PIB)	40,0	36,8	34,7	32,7
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions CZK)	0	0	0	0
	(% du PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Danemark</b>					
PIB pm	(millions DKK)	2 036 356	2 100 216	2 178 067	2 218 323
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions DKK)	-27 076	-1 534	31 577	11 337
	(% du PIB)	-1,3	-0,1	1,4	0,5
Dépenses publiques	(% du PIB)	54,5	52,7	51,2	51,4
Recettes publiques	(% du PIB)	53,2	52,6	52,6	51,9
Dette publique	(millions DKK)	809 934	781 230	772 862	757 441
	(% du PIB)	39,8	37,2	35,5	34,1
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions DKK)	2 985	2 974	0	0
	(% du PIB)	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Allemagne</b>					
PIB pm	(millions euro)	3 048 860	3 159 750	3 277 340	3 386 000
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	23 856	28 746	34 008	58 012
	(% du PIB)	0,8	0,9	1,0	1,7
Dépenses publiques	(% du PIB)	43,7	43,9	43,9	43,9
Recettes publiques	(% du PIB)	44,5	44,8	45,0	45,6
Dette publique	(millions euro)	2 181 972	2 165 891	2 115 397	2 063 172
	(% du PIB)	71,6	68,5	64,5	60,9
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	66 764	66 751	66 737	66 966
	(% du PIB)	2,2	2,1	2,0	2,0

PIB, déficit/excédent et dette des administrations publiques dans l'UE (en monnaie nationale)

		2016	2018	2017	2018
<b>Estonie</b>					
PIB pm	(millions euro)	20 652	21 683	23 615	25 657
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	14	-71	-91	-142
	(% du PIB)	0,1	-0,3	-0,4	-0,6
Dépenses publiques	(% du PIB)	39,6	39,5	39,3	39,5
Recettes publiques	(% du PIB)	39,7	39,1	38,9	39,0
Dette publique	(millions euro)	2 035	1 987	2 177	2 152
	(% du PIB)	9,9	9,2	9,2	8,4
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	455	455	455	455
	(% du PIB)	2,2	2,1	1,9	1,8
<b>Irlande</b>					
PIB pm	(millions euro)	262 466	273 238	294 110	318 460
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-5 086	-1 809	-830	46
	(% du PIB)	-1,9	-0,7	-0,3	0,0
Dépenses publiques	(% du PIB)	29,0	27,6	26,3	25,7
Recettes publiques	(% du PIB)	27,0	26,9	26,0	25,8
Dette publique	(millions euro)	201 635	200 710	201 368	206 214
	(% du PIB)	76,8	73,5	68,5	64,8
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	347	347	347	347
	(% du PIB)	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Grèce</b>					
PIB pm	(millions euro)	177 258	176 488	180 218	184 714
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-9 953	858	1 317	1 991
	(% du PIB)	-5,6	0,5	0,7	1,1
Dépenses publiques	(% du PIB)	53,5	48,9	47,3	46,7
Recettes publiques	(% du PIB)	47,9	49,4	48,1	47,8
Dette publique	(millions euro)	311 729	315 010	317 485	334 573
	(% du PIB)	175,9	178,5	176,2	181,1
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	0	0	0	0
	(% du PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Espagne</b>					
PIB pm	(millions euro)	1 081 165	1 118 743	1 166 319	1 208 248
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-57 004	-49 996	-35 903	-29 982
	(% du PIB)	-5,3	-4,5	-3,1	-2,5
Dépenses publiques	(% du PIB)	43,7	42,2	41,0	41,3
Recettes publiques	(% du PIB)	38,5	37,7	37,9	38,9
Dette publique	(millions euro)	1 073 934	1 107 220	1 144 425	1 173 107
	(% du PIB)	99,3	99,0	98,1	97,1
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	29 181	29 181	29 181	29 181
	(% du PIB)	2,7	2,6	2,5	2,4
<b>France</b>					
PIB pm	(millions euro)	2 198 432	2 234 129	2 295 063	2 353 167
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-79 697	-79 123	-63 603	-59 563
	(% du PIB)	-3,6	-3,5	-2,8	-2,5
Dépenses publiques	(% du PIB)	56,8	56,6	56,4	56,0
Recettes publiques	(% du PIB)	53,2	53,0	53,6	53,5
Dette publique	(millions euro)	2 101 255	2 188 481	2 258 656	2 315 298
	(% du PIB)	95,6	98,0	98,4	98,4
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	49 976	49 976	49 976	49 976
	(% du PIB)	2,3	2,2	2,2	2,1

PIB, déficit/excédent et dette des administrations publiques dans l'UE (en monnaie nationale)

		2016	2018	2017	2018
<b>Croatie</b>					
PIB pm	(millions HRK)	339 616	351 349	365 643	381 799
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions HRK)	-10 829	-3 440	2 889	758
	(% du PIB)	-3,2	-1,0	0,8	0,2
Dépenses publiques	(% du PIB)	48,3	47,3	45,3	46,4
Recettes publiques	(% du PIB)	45,2	46,3	46,1	46,6
Dette publique	(millions HRK)	284 373	282 766	284 316	284 694
	(% du PIB)	83,7	80,5	77,8	74,6
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions HRK)	0	0	0	0
	(% du PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Italie</b>					
PIB pm	(millions euro)	1 652 085	1 689 824	1 727 382	1 756 981
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-43 140	-42 686	-41 285	-37 505
	(% du PIB)	-2,6	-2,5	-2,4	-2,1
Dépenses publiques	(% du PIB)	50,3	49,0	48,9	48,6
Recettes publiques	(% du PIB)	47,7	46,5	46,5	46,4
Dette publique	(millions euro)	2 173 428	2 220 370	2 269 010	2 321 957
	(% du PIB)	131,6	131,4	131,4	132,2
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	43 901	43 901	43 901	43 901
	(% du PIB)	2,7	2,6	2,5	2,5
<b>Chypre</b>					
PIB pm	(millions euro)	17 746	18 490	19 649	20 731
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-236	59	344	-990
	(% du PIB)	-1,3	0,3	1,8	-4,8
Dépenses publiques	(% du PIB)	40,6	38,0	37,4	44,7
Recettes publiques	(% du PIB)	39,3	38,3	39,1	39,9
Dette publique	(millions euro)	19 164	19 509	18 814	21 258
	(% du PIB)	108,0	105,5	95,8	102,5
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	339	339	339	339
	(% du PIB)	1,9	1,8	1,7	1,6
<b>Lettonie</b>					
PIB pm	(millions euro)	24 320	25 038	27 033	29 524
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-331	16	-156	-295
	(% du PIB)	-1,4	0,1	-0,6	-1,0
Dépenses publiques	(% du PIB)	38,2	37,0	37,8	38,5
Recettes publiques	(% du PIB)	36,9	37,0	37,2	37,5
Dette publique	(millions euro)	8 953	10 092	10 807	10 608
	(% du PIB)	36,8	40,3	40,0	35,9
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	0	0	0	0
	(% du PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lituanie</b>					
PIB pm	(millions euro)	37 434	38 849	42 191	45 134
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-98	94	205	298
	(% du PIB)	-0,3	0,2	0,5	0,7
Dépenses publiques	(% du PIB)	34,9	34,1	33,1	34,0
Recettes publiques	(% du PIB)	34,6	34,4	33,6	34,7
Dette publique	(millions euro)	15 940	15 525	16 625	15 417
	(% du PIB)	42,6	40,0	39,4	34,2
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	0	0	0	0
	(% du PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0

PIB, déficit/excédent et dette des administrations publiques dans l'UE (en monnaie nationale)

		2016	2018	2017	2018
<b>Luxembourg</b>					
PIB pm	(millions euro)	51 579	53 303	55 299	58 869
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	736	988	793	1 418
	(% du PIB)	1,4	1,9	1,4	2,4
Dépenses publiques	(% du PIB)	41,9	41,9	43,0	43,1
Recettes publiques	(% du PIB)	43,3	43,7	44,4	45,5
Dette publique	(millions euro)	11 447	11 024	12 697	12 587
	(% du PIB)	22,2	20,7	23,0	21,4
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	614	614	614	614
	(% du PIB)	1,2	1,2	1,1	1,0
<b>Hongrie</b>					
PIB pm	(millions HUF)	34 378 594	35 474 186	38 355 115	42 072 786
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions HUF)	-653 829	-584 415	-844 596	-934 343
	(% du PIB)	-1,9	-1,6	-2,2	-2,2
Dépenses publiques	(% du PIB)	50,1	46,8	46,9	46,5
Recettes publiques	(% du PIB)	48,2	45,1	44,7	44,2
Dette publique	(millions HUF)	26 366 346	26 967 177	28 158 019	29 806 589
	(% du PIB)	76,7	76,0	73,4	70,8
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions HUF)	0	0	0	0
	(% du PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Malte</b>					
PIB pm	(millions euro)	9 650	10 344	11 313	12 320
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-98	91	387	251
	(% du PIB)	-1,0	0,9	3,4	2,0
Dépenses publiques	(% du PIB)	39,6	36,5	35,7	36,8
Recettes publiques	(% du PIB)	38,5	37,4	39,2	38,8
Dette publique	(millions euro)	5 586	5 740	5 683	5 665
	(% du PIB)	57,9	55,5	50,2	46,0
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	222	222	222	222
	(% du PIB)	2,3	2,1	2,0	1,8
<b>Pays-Bas</b>					
PIB pm	(millions euro)	690 008	708 337	737 048	773 373
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-13 970	148	8 959	11 348
	(% du PIB)	-2,0	0,0	1,2	1,5
Dépenses publiques	(% du PIB)	44,6	43,6	42,5	42,2
Recettes publiques	(% du PIB)	42,6	43,6	43,7	43,6
Dette publique	(millions euro)	446 058	438 418	419 778	405 428
	(% du PIB)	64,6	61,9	57,0	52,4
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	14 015	14 015	14 015	14 015
	(% du PIB)	2,0	2,0	1,9	1,8
<b>Autriche</b>					
PIB pm	(millions euro)	344 259	356 238	369 899	386 094
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-3 517	-5 523	-2 807	426
	(% du PIB)	-1,0	-1,6	-0,8	0,1
Dépenses publiques	(% du PIB)	51,1	50,3	49,2	48,5
Recettes publiques	(% du PIB)	50,1	48,7	48,4	48,6
Dette publique	(millions euro)	291 688	295 612	289 253	284 758
	(% du PIB)	84,7	83,0	78,2	73,8
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	8 053	8 053	8 053	8 053
	(% du PIB)	2,3	2,3	2,2	2,1

PIB, déficit/excédent et dette des administrations publiques dans l'UE (en monnaie nationale)

		2015	2016	2017	2018
<b>Pologne</b>					
PIB pm	(millions PLN)	1 800 228	1 851 112	1 989 314	2 115 672
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions PLN)	-48 703	-41 614	-30 404	-7 987
	(% du PIB)	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4
Dépenses publiques	(% du PIB)	41,7	41,1	41,2	41,5
Recettes publiques	(% du PIB)	39,0	38,9	39,7	41,2
Dette publique	(millions PLN)	923 259	1 009 257	1 005 722	1 034 358
	(% du PIB)	51,3	54,2	50,6	48,9
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions PLN)	0	0	0	0
	(% du PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Portugal</b>					
PIB pm	(millions euro)	179 809	186 480	194 613	201 606
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-7 918	-3 674	-5 766	-913
	(% du PIB)	-4,4	-2,0	-3,0	-0,5
Dépenses publiques	(% du PIB)	48,2	44,8	45,7	44,0
Recettes publiques	(% du PIB)	43,8	42,8	42,7	43,5
Dette publique	(millions euro)	231 513	240 963	242 805	244 906
	(% du PIB)	128,8	129,2	124,8	121,5
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	1 119	1 119	1 119	1 119
	(% du PIB)	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Roumanie</b>					
PIB pm	(millions RON)	712 588	765 135	856 727	944 220
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions RON)	-4 952	-20 751	-23 111	-28 497
	(% du PIB)	-0,7	-2,7	-2,7	-3,0
Dépenses publiques	(% du PIB)	36,1	34,5	33,6	35,0
Recettes publiques	(% du PIB)	35,4	31,8	30,9	32,0
Dette publique	(millions RON)	269 151	285 553	301 158	330 047
	(% du PIB)	37,8	37,3	35,2	35,0
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions RON)	0	0	0	0
	(% du PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Stovénie</b>					
PIB pm	(millions euro)	38 863	40 357	43 000	45 948
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-1 104	-781	5	337
	(% du PIB)	-2,8	-1,9	0,0	0,7
Dépenses publiques	(% du PIB)	47,7	45,3	43,2	42,4
Recettes publiques	(% du PIB)	44,9	43,4	43,2	43,1
Dette publique	(millions euro)	32 087	31 753	31 859	32 232
	(% du PIB)	82,6	78,7	74,1	70,1
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	1 155	1 155	1 155	1 155
	(% du PIB)	3,0	2,9	2,7	2,5
<b>Stovaquie</b>					
PIB pm	(millions euro)	79 138	81 226	84 851	90 202
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-2 027	-1 805	-668	-629
	(% du PIB)	-2,6	-2,2	-0,8	-0,7
Dépenses publiques	(% du PIB)	45,1	41,5	40,2	40,6
Recettes publiques	(% du PIB)	42,5	39,2	39,4	39,9
Dette publique	(millions euro)	41 295	42 053	43 231	44 145
	(% du PIB)	52,2	51,8	50,9	48,9
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	1 881	1 881	1 881	1 881
	(% du PIB)	2,4	2,3	2,2	2,1

PIB, déficit/excédent et dette des administrations publiques dans l'UE (en monnaie nationale)					
		2016	2018	2017	2018
<b>Finlande</b>					
PIB pm	(millions euro)	209 952	216 073	223 892	233 555
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-5 783	-3 714	-1 811	-1 554
	(% du PIB)	-2,8	-1,7	-0,8	-0,7
Dépenses publiques	(% du PIB)	57,0	55,9	54,2	53,1
Recettes publiques	(% du PIB)	54,3	54,2	53,4	52,5
Dette publique	(millions euro)	133 206	136 150	137 278	137 545
	(% du PIB)	63,4	63,0	61,3	58,9
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	4 407	4 407	4 407	4 407
	(% du PIB)	2,1	2,0	2,0	1,9
<b>Suède</b>					
PIB pm	(millions SEK)	4 201 543	4 385 497	4 578 833	4 790 748
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions SEK)	1 581	43 908	64 627	43 194
	(% du PIB)	0,0	1,0	1,4	0,9
Dépenses publiques	(% du PIB)	49,8	49,8	49,4	49,9
Recettes publiques	(% du PIB)	49,8	50,8	50,9	50,8
Dette publique	(millions SEK)	1 856 324	1 857 761	1 869 076	1 859 090
	(% du PIB)	44,2	42,4	40,8	38,8
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions SEK)	5 519	5 749	0	0
	(% du PIB)	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Royaume-Uni*</b>					
PIB pm	(millions GBP)	1 895 839	1 969 524	2 049 629	2 117 724
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions GBP)	-79 556	-57 076	-38 109	-32 303
	(% du PIB)	-4,2	-2,9	-1,9	-1,5
Dépenses publiques	(% du PIB)	42,2	41,4	41,0	40,8
Recettes publiques	(% du PIB)	38,0	38,5	39,1	39,3
Dette publique	(millions GBP)	1 665 979	1 731 392	1 786 069	1 837 530
	(% du PIB)	87,9	87,9	87,1	86,8
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions GBP)	3 226	3 226	3 226	3 226
	(% du PIB)	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Année budgétaire (ab)</b>					
PIB pm ab	(millions GBP)	1 912 472	1 989 398	2 067 831	2 130 811
Déficit public (-) / excédent (+) ab	(millions GBP)	-74 839	-48 364	-43 414	-26 911
	(% du PIB)	-3,9	-2,3	-2,1	-1,2
Dette publique ab	(millions GBP)	1 661 967	1 720 034	1 763 634	1 821 778
	(% du PIB)	86,4	86,6	86,3	86,6
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions GBP)	3 226	3 226	3 226	3 226
	(% du PIB)	0,2	0,2	0,2	0,2

Source : <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/9731209/2-23042019-AP-FR/22240a4b-d3a2-4a23-91e8-e0d79996ae53>

الملحق رقم (05): أثر السياسة النقدية غير التقليدية على شروط الاقراض في منطقة اليورو

Auteurs	Mesures	Méthodologies	Pays/Zones	Variables endogènes	Conclusions
Altavilla et al. (2015)	CBPP3, ABSPP, PSPP, CSPP	Études d'événements	Zone Euro, Allemagne, France, Italie, Espagne	Taux souverains (5, 10 ans), Obligations du secteur privé (note BBB), Taux de change	Baisse des taux souverains (10 ans) de 30-50 pb; Baisse des taux du secteur privé 20 pb; Baisse du taux de change de 12 pb
De Pooter et al. (2015)	SMP (montant de nouveaux achats rapporté au stock par pays)	Structure par terme	Irlande, Portugal, Italie et Espagne	Prime de liquidité sur des titres de 5 ans de maturité	Un achat de 1% de la dette souveraine diminue la prime de liquidité de 23 pb.
Hesse et Frank (2009)	LITRO 3 ans, TAF (Term Auction Facility)	BVAR, BGARCH, SWARCH	Zone euro, États-Unis	Spread Libor-OIS	L'annonce des LITRO a réduit 1) les spreads de 2 pb dans la zone euro contre 7 pb aux États-Unis suite à l'annonce des LITRO et 2) les volatilités des spreads. L'annonce du TAF a réduit les spreads et leur volatilité.
Ghysels et al. (2014)	SMP	Modèle GARCH à fréquence mixte	Irlande, Italie, Espagne, Portugal	Rendement et volatilité des obligations souveraines.	À long-terme, un achat de 100 million d'euros d'actifs baisse de 0,1 pb (Italie) à 7 pb (Irlande) les taux à 10 ans. On note une baisse de la volatilité de 38 bp (Irlande) à 450 pb (Grèce) au cours du SMP 1 sur les taux à 2 ans.

À suivre ...

Figure introductif : Un panorama des politiques monétaires non conventionnelles 50

Auteurs	Mesures	Méthodologies	Pays/Zones	Variables endogènes	Conclusions
Szczerbowicz (2015)	EFSF/ESM, CBPP, SMP, OMT, collatéral, LTRO 3 ans, FREFA, Swap	Régression linéaire	Zone euro, France, Italie, Portugal, Irlande, Espagne, Grèce, États-Unis, Royaume-Uni	Euribor-OIS, Euribor-Repo, Euribor- Taux long allemand, CDS-OIS, Covered bond rate- Taux long allemand, spread souverain	SMT, OMT, CBPP, LTRO 3 ans réduisent le coût d'emprunt de financement des banques et des États. Le SMP, plus efficace, a réduit les spreads souverains de 35 pb (Italie) à 476 pb (Grèce). Les spreads souverains américains et anglais ont également diminué suite aux achats d'obligations souveraines avec des effets respectifs de 5 et 9 pb.
Abbasi et Linzert (2012)	FREFA et LTRO (apport de liquidité)	Régression linéaire (séries temporelles)	Zone euro	Euribor (3, 6, 12 M), volatilité implicite (3 mois Euribor future), CDS	Un apport de liquidité baisse les taux d'intérêt sur les marchés interbancaires de plus de 100 pb.
Angelini et al. (2011)	LTRO	Régression linéaire (panel)	Zone euro	Spread entre les taux sur les prêts interbancaires non garantis et garantis	Les LTRO à un mois réduisent le spread de 15 bp tandis que ceux 3 mois le réduisent de 10 pb.
Beirne et al. (2011)	CBPP	Cointégration (marché primaire)  Régression linéaire (marché secondaire)	Zone euro	Émission d'obligations sécurisées et montant total des obligations  Spread entre taux des obligations sécurisées et du taux sans risque	Hausse de l'émission d'obligations sécurisées mais pas le montant  Baisse du spread d'environ 12 pb pour la zone Euro.

À suivre ...

Auteurs	Mesures	Méthodologies	Pays/Zones	Variables endogènes	Conclusions
Szczerbowicz (2015)	EFSS/ESM, CBPP, SMP, OMT, collatéral, LTRO 3 ans, FRFA, Swap	Régression linéaire	Zone euro, France, Italie, Portugal, Irlande, Espagne, Grèce, États-Unis, Royaume-Uni	Euribor-OIS, Euribor-Repo, Euribor- Taux long allemand, CDS-OIS, Covered bond rate- Taux long allemand, spread souverain	SMT, OMT, CBPP, LTRO 3 ans réduisent le coût d'emprunt de financement des banques et des États. Le SMP, plus efficace, a réduit les spreads souverains de 35 pb (Italie) à 476 pb (Grèce). Les spreads souverains américains et anglais ont également diminué suite aux achats d'obligations souveraines avec des effets respectifs de 5 et 9 pb.
Abbassi et Linzert (2012)	FRFA et LTRO (apport de liquidité)	Régression linéaire (séries temporelles)	Zone euro	Euribor (3, 6, 12 M), volatilité implicite (3 mois Euribor future), CDS	Un apport de liquidité baisse les taux d'intérêt sur les marchés interbancaires de plus de 100 pb.
Angelini et al. (2011)	LTRO	Régression linéaire (panel)	Zone euro	Spread entre les taux sur les prêts interbancaires non garantis et garantis	Les LTRO à un mois réduisent le spread de 15 bp tandis que ceux 3 mois le réduisent de 10 pb.
Beirne et al. (2011)	CBPP	Cointégration (marché primaire)  Régression linéaire (marché secondaire)	Zone euro	Émission d'obligations sécurisées et montant total des obligations  Spread entre taux des obligations sécurisées et du taux sans risque	Hausse de l'émission d'obligations sécurisées mais pas le montant  Baisse du spread d'environ 12 pb pour la zone Euro.

À suivre ...

Auteurs	Mesures	Méthodologies	Pays/Zones	Variables endogènes	Conclusions
Gibson et al. (2016)	SMP, CBP	Régression linéaire (panel à effet fixe)	Grèce, Irlande, Italie, Portugal, Espagne	Spread souverain, Prix des covered bond	Un achat de 1 milliard d'euros (SMP) entraîne une baisse des spreads de 3,34 pb. Le CBPP augmente le prix des obligations à 10 ans de 15 pb (long-terme).
Eser et Schwaab (2016)	SMP	Régression linéaire (panel avec coefficient hétérogène)	Irlande, Espagne, Italie, Portugal, Grèce	Spread obligations Etats 5 ans (2, 6, 7, 10 ans pour la robuste)	Un achat de 100 million d'euros réduit de 0,1 à 2 pb les taux d'intérêt.
Creel et al. (2016)	Taux d'intérêt, Excès de liquidité (calculé), LTRO et SHMPP	VAR (analyse individuelle)	France, Allemagne, Italie, Espagne	Refi, rendement souverain (6 mois, 5, 10-ans), crédit aux INF et immobilier (volumes & taux), prix pétrole, chômage, Euro Stoxx 50, CISS, Inflation, production industrielle	Transmission de la politique de taux vers les taux d'intérêt mais affaiblissement de la transmission vers les volumes. Excès de liquidité se transmettent aux taux en Allemagne et en Espagne et au volume en France et en Espagne. Faible transmission des LTRO vers les taux (aucune transmission au niveau des volumes). SHMPP efficace en Italie et en Espagne en termes de taux d'intérêt.

À suivre ...

Chapitre introductif : Un panorama des politiques monétaires non conventionnelles 52

Auteurs	Mesures	Méthodologies	Pays/Zones	Variables endogènes	Conclusions
Carpenter et al. (2014)	FRFA, SMP, LTRO	Régression linéaire (panel)	Belgique, Allemagne, Irlande, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Grèce	Volume crédit aux INF	Les PMNC réduisent le risque de liquidité des banques et augmente le volume des prêts. L'annonce du LTRO réduit le spread Euribor-OIS de 2,5 pb. Une injection de 1 milliard d'euros de capital augmente d'environ 0,02 pp le crédit aux NFC. Sans le SMP et le FRFA, le crédit bancaire aurait été plus bas d'environ 1% au cours de la crise (2008-2011).
Beaupain et Durré (2016)	FRFA	VAR	Zone euro	4 indicateurs (quantitatifs) d'excès de liquidité, volume du crédit, EONIA	L'apport de liquidité fait baisser les taux d'intérêt débiteurs augmente le volume d'activité sur le marché interbancaire.
Fourel et Idier (2011)	SMP	Structure par terme & VAR	France, Allemagne, Grèce, Italie, Portugal, Espagne	Prix (bid-ask spread) obligations souveraines 2, 5, 10 ans	Réduction de l'incertitude <sup>(b)</sup> sur le marché mais accroissement de l'aversion au risque <sup>(c)</sup> .

À suivre ...

Auteurs	Mesures	Méthodologies	Pays/Zones	Variables endogènes	Conclusions
Falagiarda et al. (2015)	LITRO, FRFA, Assouplissement des conditions de garanties, swap, CBPP, SMP, OMT, Forward guidance, ABSPP, PSPP	Étude d'événements	République Tchèque (CZ), Hongrie (HU), Pologne (PL), Roumanie (RO)	Taux de change, indice boursier, taux interbancaire (3 mois), taux souverain (2, 3, 10 ans), CDS (5, 10 ans), Risque de change	Les PMNC de la BCE réduisent le taux interbancaire en RO (-0,45 pp) et le taux souverain à 10 ans dans tous les pays (-5,38 à -1,0,3 pb) à l'exception de la HU. Les achats des titres souverains (SMP, OMT, PSPP) ont des effets beaucoup plus importants sur le taux de change (-2,92 pp en CZ et 74,32 pp en PL), le taux interbancaire (-17 pp en RO), le taux souverain à 2/3 ans (-60 pb en HU et -39,4pb en PL) et à 10 ans (-73,19 pb en HU et -34,69 pb en PL) et les CDS à 5 et 10 (dans tous les pays avec des maxima de l'ordre de -34 pp en RO) à la différence des OMT.

À suivre ...

Chapitre introductif : Un panorama des politiques monétaires non conventionnelles 54

Auteurs	Mesures	Méthodologies	Pays/Zones	Variables endogènes	Conclusions
Fratzscher et al. (2016) <sup>(4)</sup>	SMP, OMT, Apport de liquidité (SLTRO, VLTRO)	Étude d'événements	38 pays dont Autriche, Finlande, Allemagne, Pays-Bas, Italie, Espagne pour la zone Euro.	Taux souverain à 10 ans, indice boursier bancaire, indice boursier, taux de change, flux portefeuille obligataire, CDS	L'annonce des OMT a baissé les taux souverains en Italie et en Espagne (-74 pb) avec une hausse de 10 pb sur les taux des autres pays. Les indices boursiers et ceux du secteur bancaire se sont accrus de resp. 10 pb et 14 pb en Italie et en Espagne. L'annonce du SMP a réduit les taux souverains de 121 pb en Italie en Espagne et les indices boursiers se sont accrus dans ces deux pays de resp. 7 et 16 pp. Les opérations d'apport de liquidité ont des effets similaires dans ces pays (-24 pb sur les taux longs, +4 pp sur les indices boursiers).
Gambacorta et Marques-Ibanez (2011)	Politique du bilan (Taille du bilan sur PIB)	Régression linéaire (panel)	15 pays dont Autriche, Belgique, Allemagne, Grèce, Finlande, France, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne.	Volume crédit	Accroît le crédit bancaire (0,437 à 0,495 pp).
Jobst et Lin (2016)	Taux d'intérêt négatif	Analyse descriptive (Données BLS)	Zone euro	Taux de croissance du crédit, Marge d'intérêt nette	Accroissement du crédit aux ménages <sup>(e)</sup> . Baisse de la rentabilité des banques <sup>(e)</sup> .

الملحق رقم (06): الآثار الاقتصادية الكلية للسياسة النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي

Auteurs	Mesures	Méthodologies	Pays/Zones	Variables endogènes	Conclusions
Darracq-Paries et De Santis (2015)	LTRO à 3 ans	Panel VAR, analyse contrefactuelle	Belgique, Allemagne, Irlande, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Finlande, Grèce	PIB, Inflation, Eonia, facteurs de demande et d'offre de crédit (BLS), taux débiteur (crédit aux INF) moins OIS à 3 mois (BLR), OIS à 3 mois, taux de croissance du crédit aux INF	Croissance du PIB (0,5-0,8 pp), de l'inflation (0,15-0,25 pp), du volume du crédit aux INF (1,7-2,5 pp) et baisse du BLR (15-20 pb) suite à un choc d'offre de crédit.
Giannone et al. (2012)	Volume des échanges entre les banques et la banque centrale	VAR & Analyse contrefactuelle	Zone euro	43 variables : Volume du crédit, variables macroéconomiques, Euribor 3 mois, taux des obligations à 2, 3, 5, 10 ans, indices boursiers	Restauration des canaux traditionnels mais effets limités sur les variables macroéconomiques. D'après Giannone et al. (2012), Sans les interventions de la BCE, le crédit aux INF et la croissance auraient baissé de resp. 6 et 2 pp deux ans après la faillite de Lehman. Dans ces conditions, le taux de chômage aurait été plus élevé de 0,6 pp.
Lenza et al. (2010)	Analyse sans et avec politiques			32 variables	
Peersman (2011)	Politique du bilan (base monétaire)	VAR	Zone euro	Production industrielle, prix, volume du crédit (NFC), taux crédit NFC	Une hausse de la taille du bilan de la BCE augmente la base monétaire de 2 pp. L'impact sur l'activité économique est similaire à une baisse du taux directeur de 25 pb et une hausse de la base monétaire de 10 pp (à taux directeur donné).
Gambacorta et al. (2014)	Politique du bilan (taille bilan)	Panel VAR	Canada, Euro, Japon, Norvège, Suisse, Suède, Royaume-Uni, États-Unis	PIB, IHPC, Taille bilan, VIX	Baisse du VIX, accroissement du PIB (1,3-3,2 pp) et de l'inflation (0,2-1,5 pp). Les effets les plus importants sont obtenus 6 mois après le choc.

Introduction : Un panorama des politiques monétaires non conventionnelles 58

## الملاحق

الملحق رقم (07): التسلسل الزمني لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية لبنك المركزي الاوروبي

Dates	Brève description des programmes
<b>Allocation complète à taux fixe (FRFA)</b>	
08/10/2008	Annnonce de la procédure FRFA dans les OPR (annonce faite tard dans la soirée)
13/10/2008	Annnonce de la procédure FRFA au cours des opérations swap
15/10/2008	Annnonce de la procédure FRFA au cours des LTRO
10/05/2010	Réactivation de la procédure FRFA au cours des LTRO
<b>Programme d'achat des obligations des Etats et du secteur privé (SMP)</b>	
09/05/2010	Annnonce de l'achat des actifs (SMP)
10/05/2010	Début de l'achat des actifs (SMP)
06/09/2012	Fin du SMP
<b>Opérations Monétaires sur Titres (OMT)</b>	
02/08/2012	Annnonce de l'OMT
<b>Programmes d'achat des obligations sécurisées (CBPP)</b>	
07/05/2009	Annnonce du CBPP1 (juillet 2009 à Juin 2010)
06/10/2011	Annnonce du CBPP2 (novembre 2011 à décembre 2012)
04/09/2014	Annnonce du CBPP3 (octobre 2014 à probablement juin 2016)
<b>Programme d'achat des titres adossés à des actifs (ABSPP)</b>	
04/09/2014	Annnonce du ABSPP (novembre 2014 à probablement novembre 2016)
<b>Programme d'achat des titres du secteur public (PSPP)</b>	
22/01/2015	Annnonce du programme étendu d'achat des actifs (mars 2015 à probablement mars 2017)
<b>Opération de financement à plus long-terme (LTRO)</b>	
04/09/2008	Annnonce de la conduite de 3 LTRO dont une de six mois (25 milliards)
06/10/2011	Annnonce de la conduite d'une LTRO de 12 mois (en octobre 2011) et une autre de 13 mois (décembre 2011)
08/12/2011	Annnonce de la conduite de deux LTRO de 36 mois à partir du 21/12/2011
21/12/2011	Début de la 1ère LTRO de 36 mois
28/02/2012	Début de la 2nde LTRO de 36 mois
05/06/2014	Annnonce du premier TLTRO (entre septembre 2014 et juin 2016)
10/03/2016	Annnonce du TLTRO II (Target LTRO) entre juin 2016 et mars 2017 sur une base trimestrielle avec une maturité de 4 ans
<b>Assouplissement des conditions de garanties (collateral easing)</b>	
15/10/2008	Modification (extension) de la liste d'actifs comme collatéraux (jusqu'à la fin 2009)
21/11/2008	Acceptation des prêts syndiqués régis par les lois anglaise et galloise comme collatéraux

Dates	Brève description des programmes
26/11/2008	Suspension des prêts syndiqués régis par les lois anglaise et galloise comme collatéraux (01/12/2008-31/12/2009)
08/04/2010	Définition de nouvelles classes d'actifs valable à partir de janvier 2011 Définition d'une décote graduelle sur les actifs admis comme collatéraux
28/02/2012	Suspension temporaire de certains actifs et titres grecs au guichet de la BCE (dès mars 2012)
08/03/2012	Acceptation des titres grecs comme collatéraux
03/05/2012	Suspension de la note minimale exigible sur les titres de l'Etat Grec
20/07/2012	Annnonce de la suspension de l'admission de certains actifs comme collatéraux à partir du 25/07/2012
06/09/2012	Suspension la note minimale exigible sur les obligations d'Etat
22/03/2013	Suspension de l'admission de certains actifs comme collatéraux
18/07/2013	Définition de nouveaux critères d'admission de titres adossés à des actifs comme collatéraux
04/02/2015	Levée de la suspension portant sur les titres grecs
<b>Approvisionnement en devises (Swap)</b>	
06/04/2009	Etablissement d'un cadre bilatéral de coopération entre les banques centrales d'Angleterre, du Japon, des USA, de la Suisse et la BCE jusqu'au 30/10/2009
25/06/2009	Extension de l'accord swap du 06/04/2009 jusqu'au 01/02/2010
27/01/2010	Annnonce de la suspension de l'accord swap (Angleterre, Japon, USA, Suisse, BCE) le 31/01/2010
10/05/2010	Réactivation du Swap avec les USA
17/12/2010	Etablissement d'un accord swap avec la banque d'Angleterre jusqu'au 28/09/2011
25/08/2011	Prolongement du swap avec la banque d'Angleterre jusqu'au 28/09/2012
12/09/2012	Prolongement du swap avec la banque d'Angleterre jusqu'au 30/09/2013
13/12/2012	Extension des accord swap existant jusqu'au 01/02/2014
10/10/2013	Etablissement d'un accord swap avec la banque populaire de Chine de durée de 3 ans
31/10/2013	Etablissement d'un cadre bilatéral de coopération entre des banques centrales (Canada, Angleterre, Japon, USA, Suisse) et la BCE
<b>Forward guidance</b>	
26/07/2012	Discours de M. Draghi "Whatever it takes to save the euro"
04/07/2013	Les taux de court-terme resteront à des niveaux bas jusqu'à ce que le taux d'inflation soit positif

Source : <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/9731209/2-23042019-AP-FR/22240a4b-d3a2-4a23-91e8-e0d79996ae53>

## الملاحق

الملحق رقم (08): PIB، عجز/فائض، والديون السيادية في منطقة اليورو والدول 28 في الاتحاد الأوروبي

		2015	2016	2017	2018
<b>Zone euro (ZE19)</b>					
PIB prix du marché (pm)	(millions euro)	10 534 687	10 833 251	11 211 887	11 581 157
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-215 175	-168 378	-110 545	-60 543
	(% du PIB)	-2,0	-1,6	-1,0	-0,5
Dépenses publiques	(% du PIB)	48,3	47,5	47,0	46,8
Recettes publiques	(% du PIB)	46,2	46,0	46,1	46,3
Dette publique	(millions euro)	9 489 192	9 666 144	9 760 551	9 859 513
	(% du PIB)	90,1	89,2	87,1	85,1
<b>UE28</b>					
PIB prix du marché (pm)	(millions euro)	14 828 642	14 963 854	15 389 134	15 884 249
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-346 320	-248 752	-154 012	-99 201
	(% du PIB)	-2,3	-1,7	-1,0	-0,6
Dépenses publiques	(% du PIB)	46,9	46,2	45,8	45,6
Recettes publiques	(% du PIB)	44,6	44,6	44,8	45,0
Dette publique	(millions euro)	12 540 668	12 478 497	12 579 778	12 715 249
	(% du PIB)	84,6	83,4	81,7	80,0

Source : <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/9731209/2-23042019-AP-FR/22240a4b-d3a2-4a23-91e8-e0d79996ae53>

الملخصات

### ملخص:

عرفت السنوات الأخيرة، اتجاه العديد من البنوك المركزية، على غرار البنك المركزي الأوروبي، إلى تطبيق أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية، وهو ما اصطلح على تسميته "السياسة النقدية غير التقليدية"؛ وهذا بهدف الدفع بعجلة النمو الاقتصادي ومعالجة البطالة وتجنب الانهيار المالي في منطقة اليورو التي واجهت عدة تحديات، لعل أهمها أزمة الديون السيادية الأوروبية التي كان لها تأثير كبير على دول منطقة اليورو.

وقد حاولنا من خلال هذه الدراسة تسليط الضوء على مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو؛ وذلك بالنظر الى أولى الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي الأوروبي والمتمثلة في توفير السيولة بالعملية الصعبة، وكذا التيسير النوعي (الائتماني)، ثم الانتقال إلى الأدوات الأكثر فعالية كالتيسير الكمي وسعر الفائدة المنخفضة.

وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى أن اللجوء إلى استخدام السياسة النقدية غير التقليدية يكون في الظروف الاستثنائية فقط، وأيضاً بالتدرج من الأداة الأقل تأثيراً إلى الأداة الأكثر تأثيراً، كما أن أداة التيسير الكمي تعتبر من أكثر الأدوات فعالية من بين أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المستخدمة من قبل البنك المركزي الأوروبي في منطقة اليورو؛ كما أن الدراسة أظهرت الجانب الإيجابي للسياسة النقدية غير التقليدية فعلى سبيل المثال أداة سعر الفائدة المنخفضة التي أدت إلى انخفاض تكلفة المشاريع التي تعتمد في تمويلها على القروض المصرفية وهو ما ساهم في انعاش اقتصاد المنطقة والتخفيف من معدلات البطالة، من جهة أخرى تمثل الجانب السلبي لإدارة أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو ضعف التنسيق بين البنوك المركزية الوطنية للدول الأعضاء في منطقة اليورو، كما أن هامش التحرك بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي كان أحياناً أكبر بالنسبة لبلد على حساب بلد آخر.

**الكلمات المفتاحية:** أزمة الديون السيادية، البنك المركزي الأوروبي، سياسة نقدية، سياسة نقدية غير التقليدية، منطقة اليورو.

### **Abstract :**

In recent years, many central banks like the European Central Bank have been moving towards applying the unconventional monetary policy tools, which has been called “unconventional monetary policy”; in order to push economic growth forward, Address unemployment and avoiding the financial meltdown in the Eurozone, which faced several challenges, perhaps the most important of which is the European sovereign debt crisis, which had a major impact on the Eurozone countries.

Through this study, we have tried to shed light on the effectiveness of unconventional monetary policy in managing the sovereign debt crisis in the Eurozone. This is by looking at the first measures taken by the European Central Bank , which is represented by providing money in hard currency, as well as qualitative (credit) easing, then moving to more effective tools such as quantitative easing and the low interest rate.

We have found through this study that resorting to the use of unconventional monetary policy would be in exceptional circumstances only, and also gradually from the least influential tool to the most influential tool, and the quantitative easing tool is one of the most effective tools among the unconventional monetary policy tools used By the European Central Bank in the Eurozone; The study also showed the positive side of unconventional monetary policy, for example the low interest rate tool that led to a decrease in the cost of projects that depend on financing it on bank loans, which contributed to reviving the region’s economy and reducing unemployment rates, on the other hand, it represents the negative side of managing the debt crisis Sovereignty in the Eurozone has weaken coordination between the national central banks of the member states of the Eurozone, and the margin of movement for the European Central Bank has sometimes been greater for a country at the expense of another.

**Key words:** sovereign debt crisis, European Central Bank, monetary policy, unconventional monetary policy, Eurozone.