ASJP Algerian Scientific Journal Platform
- دراسات اقتصادية -
ISSN 2602-7925
https://www.asjp.cerist.dz/en/PresentationRevue/417

المجلد: 18 العدد: 02(2024) ص277-299

صياغة السياسة النقدية في زمن الأزمات المالية ما بين التيسير والتشديد

البنك المركزي الأوربي نموذجا

Formulating monetary policy in times of financial crises between easing and tightening, the European Central Bank as a model

ط. د – عثماني بن عامر*
جامعة عمار ثليجي - الأغواط (الجزائر)
مخبر دراسات التنمية الإقتصادية
Ot.benameur@lagh-univ.dz

أ.د- بورنان إبراهيم
جامعة عمار ثليجي - الأغواط (الجزائر)
مخبر دراسات التنمية الإقتصادية
b.bourennane@lagh-univ.dz

معلومات المقال

تاريخ الارسال:
2024/02/14
تاريخ القبول:
2024/03/21

الكلمات المفتاحية:
- ✓ السياسة النقدية
- ✓ البنك المركزي الأوربي
- ✓ الأزمات المالية

الملخص:

يسعى البنك المركزي الأوربي (ECB) إلى تحقيق الإستقرار الإقتصادي، في محاولة منه للتكيف السليم مع مختلف التغيرات والتحديات المتجددة في المنطقة الأوربية بصفة خاصة وفي الساحة الاقتصادية العالمية بصفة عامة . تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على ظروف صياغة السياسة النقدية في منطقة اليورو ، ومدى فعاليتها في معالجة تداعيات مختلف الأزمات المالية والصدمات المتوالية ، التي شهدتها المنطقة خلال فترة الدراسة المحصورة بين سنة 2007 و سنة 2022.

Article info

Received
14/02/2024
Accepted
21/03/2024

Keywords:
- ✓ *Monetary Policy*
- ✓ *European Central Bank*
- ✓ *Financial Crises*

Abstract :

The European Central Bank (ECB) seeks to achieve economic stability, in an attempt to properly adapt to various changes and renewed challenges in the European region in particular and in the global economic arena in general. This study aims to shed light on the conditions for formulating monetary policy in the euro area, and the extent of its effectiveness in addressing the repercussions of the various financial crises and successive shocks that the region witnessed during the study period, which is limited to the year 2007 and the year 2022.

* المؤلف المرسل

. مقدمة:

تشهد البيئة الإقتصادية العالمية العديد من الأزمات المالية والتوترات الجيوسياسية، في ظل حالة من عدم اليقين الإقتصادي تزيد من ضبابية الوضع وتجعل من عملية التحليل والتوقع أمرا معقدا للغاية. وسط كل هذه التشنجات المالية، تسعى البنوك المركزية إلى صياغة سياسة نقدية ملائمة، من شأنها أن تحقق الاستقرار المالي، وتعزز النمو الاقتصادي.

يواجه البنك المركزي الأوربي كباقي البنوك المركزية تحديا صعبا في التكيف مع إفرازات هذا الوضع الإقتصادي، المتقلب بتقلب العلاقات الجيوسياسية والتجارة العالمية، الذي تجاوز الحدود الجغرافية لمنطقة اليورو. هاته الضغوطات المختلفة تستدعي أحيانا الخروج عن المسار التقليدي، بغرض صياغة سياسة نقدية ناجعة تحقق التعافي الإقتصادي وتصل إلى مستوى مقبول من الإستقرار المالي. يحاول **ECB** إنتهاج إستراتيجية نقدية بعيدة كل البعد عن الإجراءات أو التدابير الظرفية المؤقتة، من خلال إستخدام أدوات مالية مبتكرة للتحكم في مستويات التضخم ودعم النمو الاقتصادي ومعالجة تداعيات وآثار الأزمات المالية المتعاقبة. تجلت هذه التحديات بوضوح في ردود فعل البنك المركزي الأوربي إستجابة لهاته التحولات الإقتصادية في سياق ما بعد أزمة الرهون العقارية عبر مراحل عديدة إستخدم من خلالها البنك المركزي الأوربي تشكيلة متنوعة من أدوات مالية غير تقليدية، تمثلت في برامج التسهيل الإئتماني، برامج التيسير الكمي، وكذا إجراءات خفض أسعار الفائدة إلى مستويات صفرية أو سالبة. إلى أن أخذ قراره سنة 2022 بإنتهاج سياسة التشديد الكمي، لكبح التضخم ومعالجة تزايد حجم الميزانية العمومية الموحدة.

سنتناول في هذه الدراسة، تحليل تحديات السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي خلال الفترة **(2007-2022)**. مع التركيز على مظاهر تشديد السياسة النقدية والتوازن بين الإستدانة والنمو. وإستعراض تجربته في صياغة السياسة النقدية لمعالجة الأزمة المالية العالمية وأزمة الديون السيادية والأزمات المالية المتوالية التي شهدتها المنطقة.كتداعيات جائحة **COVID-19** وأزمة التوريد وإرتفاع تكاليف الطاقة الناتج عن حرب روسيا على أوكرانيا، في ظل إرتفاع مؤشر عدم اليقين الإقتصادي، لتقييم فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة آثار الأزمات المالية بمنطقة اليورو خلال فترة الدراسة .

- **إشكالية الدراسة:** يمكننا طرح الإشكالية التالية للإلمام بمختلف جوانب الموضع:

- **ماهي أهم السياسات النقدية التي صاغها البنك المركزي الأوربي إستجابة للأزمات المالية بمنطقة اليورو، خلال الفترة الممتدة ما بين سنتي 2007 و2022 وما مدى فعاليتها؟**
- **فرضيات الدراسة:**

نسعى من خلال هذه الدراسة لإختبار صحة أو خطأ الفرضيات التالية:

1- ساهمت برامج التسهيل الإئتماني في تحقيق التعافي الإقتصادي في سياق الأزمة المالية العالمية والأزمات المتعاقبة.

2- فشلت سياسة برامج التيسير الكمي في تحقيق الإستقرار الإقتصادي في منطقة اليورو، مما اضطر البنك المركزي الأوربي إلى تبني سياسة التشديد الكمي.

3- أثرت التوترات الداخلية والإضطرابات الجيوسياسية على فعالية السياسة النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوربي في مواجهة الأزمات المالية بمنطقة اليورو خلال الفترة من 2007 إلى غاية 2022.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى :

- تحليل مدى تأثير التطورات المالية والتوترات الجيوسياسية العالمية على فعالية السياسة النقدية في منطقة اليورو .
- تحليل إستراتيجية البنك المركزي الأوربي في صياغة السياسة النقدية الموجهة لمعالجة الأزمات المالية التالية :
  - أزمة الرهن العقاري (2008)
  - أزمة الديون السيادية (2010)
  - تداعيات جائحة كوفيد -19(2020)
  - أزمة تعطل سلاسل الإمداد وإرتفاع تكاليف الطاقة بسبب الحرب على أوكرانيا **(2022)**

أهمية الدراسة :

تتجلى أهمية هذه الدراسة في مايلي :

- يمكن أن تساعد هذه الدراسة القائمين على صياغة السياسة النقدية، في تعديل وتطوير سياستهم النقدية لمواجهة الأزمات المالية والاقتصادية المستقبلية، بعد التعرف على إيجابيات وسلبيات الأدوات النقدية المستخدمة من قبل البنك المركزي الأوربي.
- عرض تجربة الإتحاد الأوربي المتمثلة في إجراءات محاولة تكيفه مع إفرازات الظروف الإقتصادية والتوترات المالية، من شأنها أن تعزز مبدأ التعاون الدولي في مواجهة التحديات الكبرى والتصدي للأزمات المالية العابرة للحدود.
- دراسة مظاهر تأثير الإتحاد النقدي على عملية التكامل الأوروبي، تعد نموذجا هاما يمكن أن يقتدى به بالنسبة للبنوك المركزية الأخرى في المناطق التي تسعى للقيام بالإندماج الاقتصادي، لتحقيق التكامل المالي.
- توفر هذه الدراسة في سياقها التحليلي للبحث الأكاديمي حول السياسة النقدية وآثارها، بيانات، معطيات ومؤشرات إقتصادية حديثة لأحد أكبر البنوك المركزية في العالم، والتي من شأنها أن تساهم بشكل كبير في التفسير الواقعي للنظريات الاقتصادية.

المنهج المتبع في الدراسة:

بغية الإجابة عن الإشكالية المطروحة وتأكيد صحة أو خطأ الفرضيات، تم إستخدام المنهج الوصفي التحليلي، وهذا من خلال تحليل وتقييم فعالية السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي في معالجة الأزمات المالية التي شهدتها منطقة اليورو خلال الفترة **(2007-2022)**

محاور الدراسة :

1. التوجهات الحديثة للسياسة النقدية في مواجهة الأزمات المالية.
2. لمحة عن أهم محطات قيام التكامل الإقتصادي الأوربي.
3. مراحل صياغة وتنفيذ السياسة النقدية من طرف البنك المركزي الأوربي في منطقة اليورو خلال الفترة 2007-2022 .
4. تحليل تأثير أدوات السياسة النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوربي على أهم مؤشرات الإقتصاد الكلي، النمو، التضخم والبطالة خلال الفترة(2007-2022) بمنطقة اليورو.

1. التوجهات الحديثة للسياسة النقدية في مواجهة الأزمات المالية :

1.1 السياسة النقدية التقليدية :

تعرف السياسة النقدية على أنها مجموعة من الأدوات، يستخدمها البنك المركزي بإعتباره بنك البنوك والملاذ الأخير للإقراض في إدارة كمية وسعر السيولة، وهذا بغية تحقيق، التوظيف الكامل وإستقرار سعر الصرف. وبشكل عام فإن السياسة النقدية هي أداة لتحقيق إستقرار الإقتصاد الكلي .**(Bénassy, et al., 2021).**

يمكن إختصار ماهية السياسة النقدية في كونها توليفة من الأدوات النقدية، المستخدمة في تصحيح الإختلالات في عملية عرض النقود الغرض من ورائها هو التحكم في التضخم وتحقيق النمو . (الموسوي، 2017)

2.1 السياسة النقدية غير التقليدية:

تسبب إفلاس بنك ليمان براذرز شهر سبتمبر 2008 في وقوع أزمة مالية، صنفت الأعنف بعد الكساد العظيم، عرفت بأزمة الرهن العقاري. أبانت السياسة النقدية بمختلف أدواتها بعد تعثر أهم قنواتها (قناة معدل الفائدة وقناة الائتمان) على أوجه القصور في التصدي لمثل هاته الصدمات، الممزوجة بتحديات إقتصادية معقدة، نتيجة التطور المتسارع للعولمة وتفاقم حالات عدم اليقين الإقتصادي، مما دفع صناع القرار وصائغي السياسة النقدية في مختلف الإقتصاديات إلى التوجه نحو سياسة نقدية حديثة سميت بالسياسة النقدية غير التقليدية.

فما هي السياسة النقدية غير التقليدية؟

- **التعريف الأول:**

تعرف السياسة النقدية غير التقليدية على أنها عملية لجوء البنوك المركزية إلى تبني آلية تمويل حديثة، من خلال الخروج عن التقليد أو المعتاد في إدارة العمليات النقدية، تفاديا لأي تدهور محتمل على المنظومة البنكية، وكذلك من أجل تفادي الإنسدادات الفعلية أو المحتملة في سوق ما بين البنوك. (نذير، 2022)

- **التعريف الثاني:**

ظهرت السياسة النقدية غير التقليدية على خلفية عجز أداة سعر الفائدة المنخفضة جدا في تحقيق الأهداف الاقتصادية ومعالجة الركود الذي أصاب الإقتصاد الأمريكي بصفة خاصة، وإنتقل إلى باقي أنحاء العالم خلال الفترة 2007 - 2009 بصفة عامة، الأمر الذي دفع بالبنوك المركزية إلى صياغة أدوات نقدية غير تقليدية، تمثلت في سياسة التوجيه المسبق والتيسر الكمي للخروج من حالة الإنكماش الإقتصادي الشديد. **(Rudebusch, 2018)**

3.1 أدوات السياسة النقدية غير التقليدية:

أ- التسهيل الإئتماني Credit Easing :

هو إتجاه حديث للسياسة النقدية، يسعى من خلاله البنك المركزي إلى تحفيز الإقتصاد وتوفير السيولة اللازمة في سوق مابين البنوك وضمان تمويل القطاعات المختلفة. نميز بين نوعين من التسهيل الإئتماني بإعتباره سياسة الميزانية العمومية:

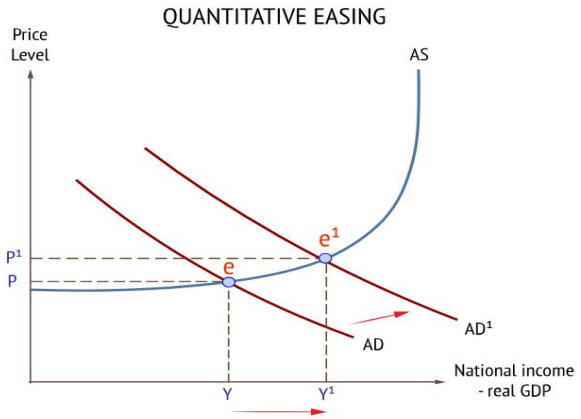
- **التسهيل الائتماني المباشر:** يقصد به التدخل المباشر للبنك المركزي في السوق المالي لشراء السندات والأوراق المالية منخفضة معدلات الفائدة، متحملا بذلك مخاطر الإئتمان.
- **التسهيل الائتماني غير المباشر:** يمنح من خلاله البنك المركزي قروضا للبنوك، لتعزيز الإئتمان المصرفي وتوفير السيولة طويلة الأجل.(أحمد، 2022)

ب- التيسير الكمي :

التيسير الكمي هو أداة تتجه البنوك المركزية إلى إستخدامها، لتحقيق هدف إبقاء التضخم في المستوى المنخفض والمستقر. يتضمن التيسير الكمي عملية شراء السندات، بغية رفع أسعارها، الأمر الذي يؤدي بالضرورة إلى خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل على المدخرات والقروض مثل الرهن العقاري، وهذا بدوره يحفز الإنفاق في الإقتصاد نتيجة الإنخفاض في تكاليف الإقتراض.

يعمل أيضا التيسير الكمي على تحفيز الطلب الكلي والمساهمة في تحقيق الإستقرار المالي، بحيث أنه يساعد على توظيف الأموال النقدية التي يكتسبها حاملي السندات في شراء المزيد من الأصول الأخرى، كالعقارات أو الأسهم ،مما يؤدي بالضرورة إلى إرتفاع أسعار هاته الأصول، ويحفز الطلب عليها كما يوضحه الشكل رقم01 .

الشكل 1: آلية عمل أداة التيسير الكمي



المصدر : (https://www.learn-economics.co.uk/Quantitative-easing.html, 2023)

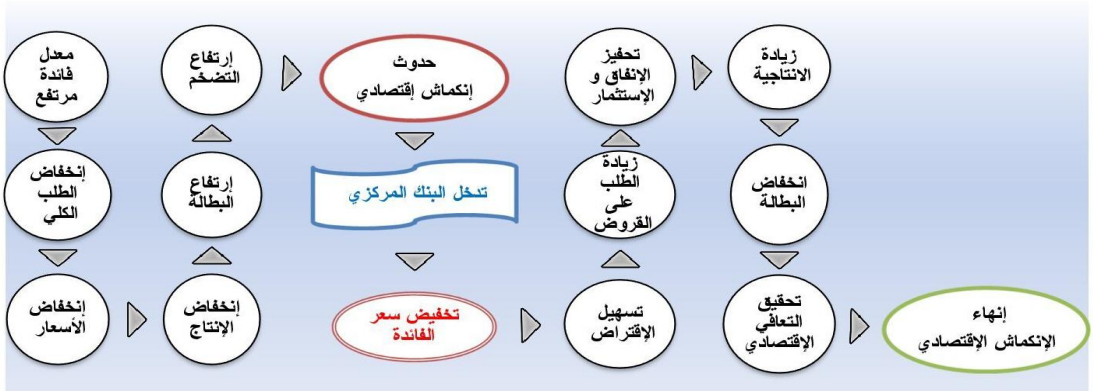
ج - أسعار الفائدة الصفرية أو السلبية:

يعرف الدكتور عبد التواب بركات أسعار الفائدة المنخفضة جدا على أنها سياسة نقدية غير تقليدية، تستخدمها البنوك المركزية للخروج من حالة الإنكماش الإقتصادي خلال الأزمات المالية.

فمن أجل تحقيق هدف التعافي الإقتصادي، يتدخل البنك المركزي في السوق المالي من خلال أداة السوق المفتوحة لشراء الأوراق المالية طويلة الأجل بعد تخفيضه لمعدلات الفائدة على القروض إلى الصفر أو ما دونه، لزيادة المعروض النقدي وتحفيز الإنفاق والإستثمار. **(https://www.alaraby.co.uk) .**

الشكل 02 آلية عمل أسعار الفائدة الصفرية و السالبة

الشكل رقم 02 : آلية عمل أسعار الفائدة الصفرية أو السالبة



المصدر : من إعداد الباحثين

يوضح الشكل 02 آلية عمل سياسة أسعار الفائدة السالبة أو الصفرية المنتهجة من طرف العديد من البنوك المركزية في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008. وذلك بغية تحفيز الإستثمار والإنفاق في الإقتصاد، من خلال تشجيع البنوك التجارية على القيام بعمليات الإقراض والإقتراض مقابل تكاليف منخفضة لإنهاء الإنكماش الإقتصادي.

د - سياسة التوجيه المسبق Forward guidance :

لجأت العديد من البنوك المركزية إلى إستخدام أداة معدلات الفائدة المنخفضة، لتوفير السيولة في سوق ما بين البنوك،كتوجه غير تقليدي في السياسة النقدية بعد أزمة الرهن العقاري. إلى أن أصبحت معدلات الفائدة سالبة عند بعض الدول، هذا الإجراء يعكس الإستجابة السريعة للبنوك المركزية، بغية تجاوز فخ السيولة والخروج من حالة الإنكماش، التي شهدها الإقتصاد أنذاك.

وبالموازاة مع هذا الإجراء تتبنى هاته البنوك سياسة التوجيه المسبق المتمثل في إعلام المتعاملين بنواياها المستقبلية، بخصوص الإتجاهات المحتملة لمسار معدلات الفائدة مستقبلا، حيث يعتبر بنك نيوزلندا المركزي أول بنك مركزي يستخدم أداة التوجيه المسبق سنة 1997، بعد إعلانه المسبق عن سعر الفائدة بين البنوك لثلاثة أشهر لاحقة. (طالب و قلادي، 2019)

يكتشف الجمهور التوجيهات المستقبلية للسياسات النقدية، من خلال قناة الإتصال. هاته القناة يمرر عبرها البنك المركزي نواياه، توقعاته وأهم أهدافه المستقبلية في شكل تقارير، لقاءات، أو خطابات تتمحور أساسا حول حالة الإقتصاد والمسار المستقبلي المحتمل للسياسة النقدية، بهدف تجنب أزمات فجائية في السوق المالي.

تعتبر قناة الإتصال للتوجهات المستقبلية، دليل إرشادي معتمد للأسر والشركات والمستثمرين، يوضح المسار المتوقع للتضخم وأسعار الفائدة من جهة،كما يعطي للبنك المركزي فرصة جيدة للتحكم في القرارات المالية لمختلف المتعاملين الإقتصاديين من جهة أخرى. (**https://www.investopedia.com/terms/f/forward-guidance.asp**، 2024)

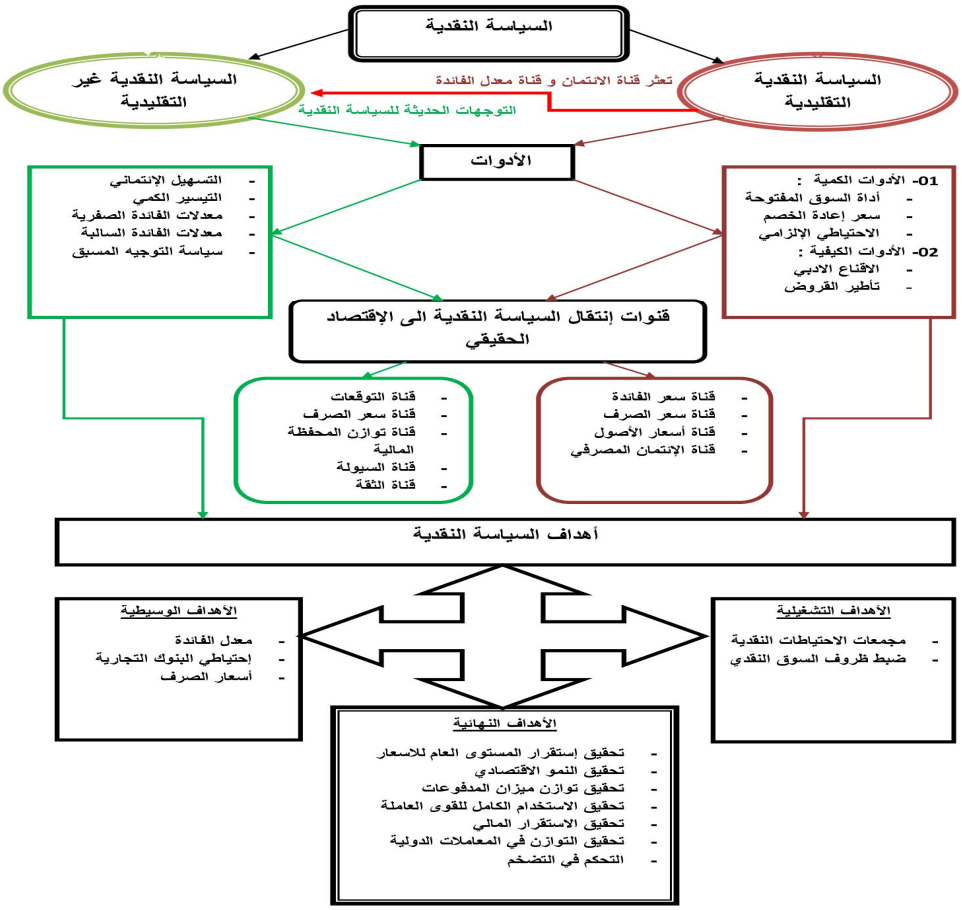
على ضوء ما ذكر، يمكن أن نعرف التوجيه المسبق **Forward guidance** على أنه:

خطاب أو بيان، يصدر عن البنك المركزي، يمرر عبر قناة الإتصال، في شكل تقارير أو لقاءات أو مداخلات موجهة بشكل مباشر إلى الجمهور المكون من الأسر ومختلف المتعاملين الإقتصاديين، يتضمن بصفة صريحة أو ضمنية الحالة المستقبلية المحتملة للسياسة النقدية الغرض منه هو التأثير على توقعات أسعار الفائدة، التضخم والقرارات المالية للجمهور.

4.1 إستراتيجية السياسة النقدية :

في سبيل مواجهة تداعيات التقلبات الإقتصادية، والعمل على تحقيق هدف إستقرار الأسعار، وإستهداف معدل التضخم، تسعى البنوك المركزية إلى تنفيذ مجموعة من الأدوات النقدية. تلعب بذلك البنوك المركزية دورا حاسما في توجيه الإقتصاد نحو الإستقرار بواسطة إستخدامها أدوات نقدية مختلفة كما هو مبين في الشكل 03 .

الشكل 03 : إستراتيجية السياسة النقدية



المصدر : من إعداد الباحثين بالإعتماد على مراجع البحث .

تستخدم السياسة النقدية التقليدية في الظروف العادية، والغاية من ورائها هو التحكم في التضخم وتحفيز النمو الإقتصادي. وفي المقابل عندما تتعثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في تحقيق أهدافها خصوصا خلال فترات الأزمات المالية، تلجأ البنوك المركزية إلى تنفيذ سلة من الأدوات غير التقليدية لتحفيز الإقتصاد بطرق غير مباشرة. يوضح الشكل 03 أعلاه، إسترتيجية عمل أدوات السياسة النقدية بنوعيها. مع الإشارة إلى أنه مهما إختلفت الأدوات وقنوات إنتقالها، فإن الهدف النهائي المشترك بين كلتا الإستراتيجيتين هو تحقيق إستقرار الأسعار والنمو الإقتصادي المستدام.

2. لمحة عن أهم محطات قيام التكامل الإقتصادي الأوربي.

1.2 أهم محطات قيام التكامل الإقتصادي الأوربي:

يعتبر الإتحاد الأوربي تكتل إقتصادي، جيوسياسي، ظهرت الدعوة إلى تأسيسه بعد إنتهاء الحرب العالمية الثانية. الهدف من ورائه تحقيق التعاون السياسي، والتكامل الاقتصادي في المنطقة الأوربية. بعد العديد من الجولات السياسة والإقتصادية، تطور هذا التكتل إلى أن أصبح من بين أهم القوى الرئيسية في النظام المالي الدولي والإقتصاد العالمي، يمتلك سوقا ماليا ضخما، يعزز تدفق رؤوس الأموال ويدعم تطور التجارة الدولية.

الجدول 01 : التسلسل الزمني لأهم محطات قيام التكامل الإقتصادي و النقدي الأوربي :

التاريخ	الوقائع
1948	توقيع إتفاقية الإتحاد الإقتصادي الجمركي لدول البينولكس هولندا – بلجيكا-لكسمبورغ
18 أفريل 1951	توقيع معاهدة باريس وتأسيس المجموعة الأوربية للفحم و الصلب
07 فبراير 1952	تأسيس محكمة العدل الأوربية
25 مارس 1957	- توقيع معاهدة روما والدعوة لقيام السوق الأوربية المشتركة - تأسيس المجموعة الإقتصادية الأوربية **European Economic Community** - تأسيس المجلس الأوربي : الدول الأعضاء : فرنسا – بلجيكا – ألمانيا – إيطاليا – هولندا – ليكسمبورغ
09 ماي 1957	تأسيس بنك الإستثمار الأوربي **(BEI)**
19 مارس 1958	تأسيس الجمعية البرلمانية للرابطة الاوربية للفحم والصلب
30 مارس 1962	إستخدام مصطلح البرلمان الاوربي بدلا من الجمعية البرلمانية للرابطة الاوربية للفحم والصلب
01 يوليو 1968	دخول الإتحاد الجمركي حيز الخدمة
10 ابريل 1972	تبني نظام الثعبان داخل النفق:" **snake in the tunnel System** لتحقيق إستقرار أسعار صرف العملات في الإتحاد الأوربي
01 يناير 1973	انضمام كل من الدنمارك – بريطانيا – إيرلندا
22 جانفي 1973	إنعقاد إتفاقية بروكسل و إنضمام بريطانيا ، إيرلندا والدنمارك للمجموعة الإقتصادية الأوربية
13 مارس 1979	- إنشاء نظام النقد الأوربي **EMS** ، نظام صرف العملات الأوربية **(ERM)** - تبني فكرة العملة الأوروبية الموحدة الإيكو **European Currency Unit (ECU)**
01 يناير 1981	إنضمام اليونان
01 يناير 1986	إنضمام إسبانيا – البرتغال
17 ابريل 1987	تقرير جاك ديلور لتحديد أهم مراحل تحقيق التكامل الأوربي الشامل
07 فبراير 1992	توقيع معاهدة ماستريخت **(Maastricht Summit)**وإعلان الوحدة السياسية، الإقتصادية والنقدية الأوربية
01 يناير 1995	انضمام النمسا – فنلندا – السويد .
02 اكتوبر 1997	توقيع معاهدة أمستردام التي دخلت حيز الخدمة في 01 مايو 1999 لتعزيز كل أشكال التكامل الأوربي .
01 يونيو 1998	تأسيس البنك المركزي الأوربي **(ECB)**
01 يناير 1999	دخول البنك المركزي الأوربي **(ECB)** حيز الخدمة . - إعلان الموافقة على إصدار عملة اليورو **Euro** بإعتبارها عملة موحدة وتحديد الدول المعنية بالمشاركة .
26 فبراير 2001	توقيع معاهدة نيس **Nice** التي دخلت حيز الخدمة في 01 فبراير 2003 الهدف منها تمكين الإتحاد الأوربي من التوسع
01 يناير 2002	بداية إستخدام اليورو **Euro** كعملة رسمية للتداول في منطقة اليورو
01 ماي 2004	إنضمام : جمهورية التشيك – سلوفاكيا – إستوانيا – لاتفيا – ليتوانيا – مالطا – قبرص – بولندا- المجر – ليتوانيا – سلوفينيا
01 يناير 2007	إنضمام رومانيا – بلغاريا
13 ديسمبر2007	توقيع إتفاقية لشبونة التي دخلت حيز التنفيذ 01 يناير 2009 الهدف منها إصلاح مؤسسات الإتحاد الأوربي وتعزيز التعاون والتمثيل السياسي الخارجي
01 يوليو 2013	إنضمام كرواتيا
31 يناير 2020	خروج بريطانيا من الإتحاد الأوربي بعد إجراء الإستفتاء الشعبي

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على مصادر البحث .

يوضح الجدول 01 المسح التاريخي لمراحل قيام التكتل الإقتصادي الأوربي، والوقوف على أهم محطات قيامه. بداية من أول محاولة سنة 1948 إلى غاية تحقق الحلم الأوربي، بإعتماد العملة الموحدة، وصولا إلى أسوء مرحلة، ألا وهي التصويت على خروج بريطانيا من هذا التكتل.

2.2 البنك المركزي الأوربي صانع السياسة النقدية داخل منطقة اليورو :

البنك المركزي الأوروبي **(ECB)** هو مؤسسة مالية، يقع مقرها الرئيس في منطقة فرانكفورت الألمانية. تأسس هذا البنك سنة 1998، ويعد من أهم مؤسسات النظام النقدي الأوروبي **European Monetray SYSTEM**. يتشكل الإتحاد الأوربي **(EU)** حاليا من 27 دولة، بحيث أن 20 دولة تتخذ من عملة اليورو عملة وطنية، وتسمى دول منطقة اليورو بموجب معاهدة ماستريخت لعام 1992 وهي (النمسا – بلجيكا - كرواتيا – قبرص- إستوانيا – فنلندا - فرنسا- المانيا-اليونان- إيرلندا- إيطاليا – لاتفيا- ليتوانيا – لوكسومبورغ – مالطا- هولندا – البرتغال – سلوفاكيا – سلوفينيا – إسبانيا) .

أما باقي دول الإتحاد الأوربي والمقدر عددها ب 07 دول التي لا تستخدم عملة اليورو كعملة وطنية بل تتعامل بعملاتها الوطنية فقط فهي (– الدنمارك – السويد – رومانيا- بلغاريا – جمهورية التشيك – المجر –بولندا) .

3. مراحل صياغة وتنفيذ السياسة النقدية من طرف البنك المركزي الأوربي خلال الفترة 2007-2022

إن صياغة السياسة النقدية وتنفيذ تدابيرها، من أهم تحديات البنك المركزي الأوربي لتحقيق التوازن الإقتصادي المستدام، ضبط معدلات التضخم في منطقة اليورو، والتكيف السليم مع مختلف التطوارات الاقتصادية والجيوسياسية العالمية. وفي مايلي نحاول تحليل أهم مراحل صياغة السياسة النقدية، بمختلف أنواعها وأدواتها المستخدمة من طرف **BCE** والوقوف على ظروف صياغتها وحدودها الزمنية كما يلي :

1.3 مرحلة تطبيق سياسة التسهيل الائتماني لمواجهة أزمة الرهن العقاري :

تعود جذور أزمة الرهن العقاري إلى المشاركة الفعالة لبنك ليمان براذرز في سوق الرهن العقاري، وذلك من خلال حجم ما يقوم به من إستثمارت في مجال الصكوك الرهنية. غير أنه ومع بداية تسجيل التراجع الملفت للإنتباه في سوق العقارات، تهاوت قيم هاته الصكوك إلى مستويات لا تعكس قيمتها العادلة. الأمر الذي خلف ضغوطات كبيرة على عامل رأس المال و السيولة في هذا البنك وخلق أزمة ثقة بينه وبين مختلف متعامليه. تسببت هذه الأزمة في عجز ليمان براذرز على تسوية ما عليه من إلتزامات وديون عالقة. تفاعلت جملة من العوامل المالية، والإقتصادية في سوق العقارات الأمريكي، سببت تضخم مفرط في سوق العقارات الذي بدوره أدى إلى وقوع إنهيار متسارع جدا. ليعلن بعدها مباشرة بنك ليمان براذرز إفلاسه بتاريخ 05 سبتمبر 2008. وكنتيجة حتمية لترابط وتشابك الأسواق المالية العالمية، إنتقلت أزمة الرهن العقاري عبر قنوات متعددة إلى الاقتصاديات العالمية، لتصبح بذلك أزمة مالية عالمية سنة 2008.

كانت للبنوك المركزية إستجابات مختلفة، سواءا من ناحية تدابير السياسة النقدية المستخدمة، وكذا من ناحية تاريخ وتوقيت الإستجابة. قد كان البنك الفدرالي الأمريكي والبنك المركزي الياباني، السباقان في تنفيذ إجراءات وأدوات مبتكرة لمواجهة أثار الأزمة المالية. في المقابل سجل البنك المركزي الأوربي تخلفا نوعا ما في إستجابته لتداعيات هذه الأزمة، ويرجع السبب في ذلك إلى إختلاف هيكلة الأسواق المالية في منطقة اليورو، مقارنة بالأسواق المالية في الولايات م .أ و اليابان من جهة وكذلك لوجود **BCE** في تكتل إقتصادي يجعل كل قراراته وسياساته بالرغم من درجة إستقلاليته العالية، مشروطة بالتبرير قبل التنفيذ لباقي البنوك المركزية للدول الأعضاء من جهة أخرى.

مع بداية الأزمة المالية العالمية، سارعت البنوك المركزية إلى تنفيذ تدابير مختلفة، من شأنها التقليل من وطأة الأزمة على إقتصادها، لكن البنك المركزي الأوربي بقي مترددا في تحفيز إقتصاد منطقة اليورو بعد إعلان إفلاس بنك ليمان براذرز.

قام البنك المركزي الأوروبي بتزويد البنوك بالسيولة بالعملة الأجنبية، إلى جانب مخصصات السيولة باليورو من خلال مقايضات العملات التي تم إنشاؤها مع البنوك المركزية الأخرى وذلك بتفعيل إتفاقية تبادل العملات **SWAP**. عندما بدأت ملامح إقتراب إنفجار فقاعة

الرهن العقاري، واجهت بنوك منطقة اليورو صعوبات في تحديد تمويلها بالدولار الأمريكي بعد سلسلة من حالات التخلف عن السداد في أسواق الرهن العقاري في الولايات المتحدة، الأمر الذي أدى بالبنك المركزي الأوروبي في ديسمبر 2007 إلى إتخاذ القرار والإعلان عن بداية عملية مقايضات العملات الأجنبية مع بنك الإحتياطي الفيدرالي، على أن يتم توزيع السيولة بالدولار الامريكي على البنوك على أساس اتفاقية **FRFA** وبشكل تدريجي، لتوفير السيولة اللازمة في الأسواق المالية.كما تم أيضا بتاريخ 15 أكتوبر إبرام إتفاقية تبادل عملات مع البنك السويسري.**(Szczerbowicz, 2015)** وبالموازاة مع ذلك قرر **BCE** إستخدام أداة سعر الفائدة،كإستجابة أولية للأزمة، بحيث خفض سعر الفائدة من 4.25%في شهر أكتوبر **2008** إلى 1.25% في أفريل 2009. وعلى النقيض للبنوك المركزية الأخرى كالفدرالي الأمريكي وبنك إنجلترا التي حافظت على موقفها النشط والمتسارع في تنفيذ سلة من أدوات السياسة النقدية، قام البنك المركزي الأوروبي مرة أخرى برفع سعر الفائدة في أبريل 2011، قبل البدء في مرحلة جديدة من مراحل التحفيز النقدي. **(Mody & Milan)**

الرسم البياني 01: تطورات معدل الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوربي(%)

المصدر : (طالب، 2016)

من خلال الرسم البياني 01 نلاحظ أن البنك المركزي الأوربي يحاول التكيف مع إفرازات الوضع الإقتصادي في المنطقة. وتبعا لثقل العبئ النقدي وحالة عدم اليقين، اللذان سبقا أزمة الرهن العقاري بسبب كل من أزمة فقاعة الأنترنت وأحداث 11 سبتمبر، تباينت ظروف صياغته للسياسة النقدية، سواءا الإنكماشية أو التوسعية والتي كانت موجهة أساسا إلى محاربة التضخم. كانت معدلات الفائدة متقاربة جدا أوقات الأزمة (4.75% سنة 2001 ، 4.25 % سنة 2008)، لكن بعد إنفجار فقاعة الرهن العقاري مباشرة خفض البنك المركزي الأوربي معدل الفائدة إلى 1 % سنة 2009، متجاهلا بذلك وجود أزمة مالية عالمية، وكان الهدف من هذا التخفيض المتواصل هو معالجة مشكل التضخم الحاد في منطقة اليورو بواسطة سياسة نقدية إنكماشية.

أما تدابير البنك المركزي الأوربي في إطار برامج التسهيل الإئتماني خلال الأزمة المالية العالمية 2008 فقد تم البدء في تنفيذها بداية من تاريخ 15 أكتوبر 2008، حيث قام **BCE** بـ:

- تقديم قروض للبنوك بسعر فائدة ثابت مشروطة بضمانات مع توسيعه لقائمة الضمانات.
- تنفيذ شرط السيولة الخاص بإتفاقية **FRFA** من خلال إجراءات التخصيص الكامل ذو السعر الثابت.

أدى إنعدام الثقة في البنوك مع بداية سنة 2009 إلى نقص شديد في الإقراض ما بين البنوك.كانت إستجابة البنك المركزي الأوروبي متأخرة نسبياً في برامج شراء الأصول. بحيث قام **BCE** شهر ماي 2009 بخفض معدل إعادة التمويل الرئيسي إلى 1%، بعد ماكان 4.25% في شهر أكتوبر 2008 **(Fawley & Christopher, 2013)** . باعتبار أن سوق السندات يعتبر سوقا مهما لتمويل المؤسسات المالية والبنكية، وكإجراء آخر يدعم من خلاله البنك المركزي الأوربي هدف توفير التمويل والسيولة اللازمين للبنوك، إقتنى

BCE في إطار برنامج شراء السندات المدعومة **CBPP** في الفترة الممتدة مابين شهر جويلية 2009 وجوان 2010 سندات بقيمة مالية إجمالية بلغت حدود 60 مليار يورو.(عبو و قسول، 2019)

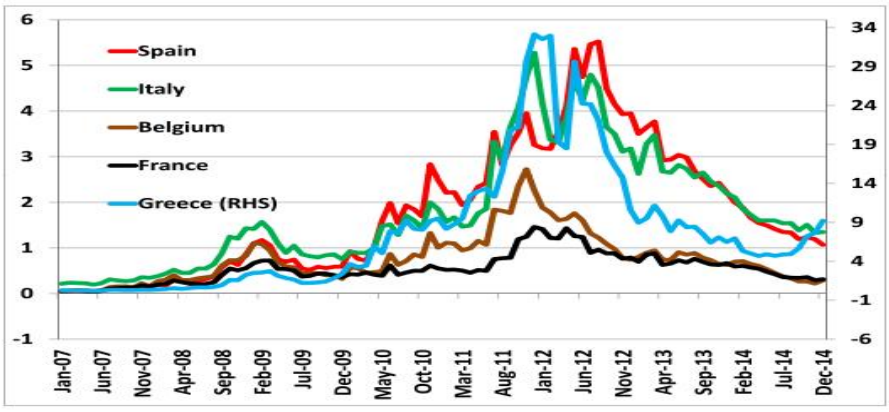
2.3 السياسة النقدية المستخدمة في مواجهة أزمة الديون السيادية خلال الفترة 2010-2014-

بدأت أزمة الديون السيادية تلوح في أفق منطقة اليورو مع مطلع عام 2010، ويعود السبب في ذلك إلى عجز اليونان عن سداد ديونها السيادية، مع إحتمال إمتداد تأثيرها في ذالك الوقت إلى الدول الأعضاء التي كانت تعاني اقتصادياتها من الهشاشة، مثل إيرلندا والبرتغال، إسبانيا وإيطاليا. بدت سمات الأزمة تظهر عندما بدأت بعض الأسواق الثانوية للسندات الحكومية تتقلص، بحيث أنه في هذه الفترة لم تواجه عروض البيع أي طلبات شراء تقريبًا. ونظرا للدور الهام الذي تلعبه سوق السندات الحكومية في تعزيز الإستقرار المالي، توفير السيولة، المساعدة في تهدئة السوق ودعم الأداء الأفضل للسياسة النقدية، أنشأ البنك المركزي الأوروبي برنامج أسواق الأوراق المالية (**SMP**) من أجل ضمان العمق والسيولة في الأسواق المالية. **(Cour-Thimann & Bernhard, 2013)**

أعربت الأسواق المالية عن مخاوف متكررة، بشأن المخاطر التي تهدد القدرة على تحمل الديون في عدد من البلدان بداية من سنة 2010 كما هو مبين في الرسم البياني 02. على إثر هذا التوتر المالي قدم رئيس البنك المركزي الأوروبي ماريو دراجي خطابا يتعهد من خلاله القيام بكل ما يلزم من أجل المحافظة على منطقة اليورو.

بتاريخ سبتمبر 2012 إتبع **BCE** برنامجا أطلق عليه إسم المعاملات النقدية الصريحة (**OMT**)، وقد كان الهدف منه هو تخفيف تكاليف الإقتراض في منطقة اليورو، وتجنب حل الإتحاد النقدي.

الرسم البياني 02 : عائدات السندات السيادية لمدة 10 سنوات للدول الاكثر تضررا .



المصدر : **(Roch & Harald, 2016)**

- أهم السياسات المستخدمة في إحتواء أزمة الديون السيادية:

- **سياسة الإتحاد الأوربي:**

بعد إنفجار أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو، واجه الإتحاد الأوربي جملة من التحديات، لعل أهمها هو البحث عن أنجع السبل لحماية العملة الموحدة وتحقيق التعافي الإقتصادي للدول الأعضاء. لقد تطلب ذلك جملة من الإجراءات كان أبرزها:

- ✓ إنشاء الصندوق الأوربي لإستقرار المالي (**EFSF**) في 09 ماي 2010 كآلية إنقاذ لمدة 03 سنوات، بإمكان هذا الصندوق إقراض الدول الأعضاء التي تعاني من ضائقة مالية لتغطية إحتياجاتها التمويلية بقروض تصل إلى حد 440 مليار يورو.
- ✓ إنشاء الآلية الأوربية للإستقرار المالي (**MEFS**) في 11 ماي 2010 والتي تتيح للدول الأعضاء ما قيمته 60 مليار يورو كأقصى حد لمساعدة الدول المتضررة أو التي تعاني من ضائقة مالية إستثنائية.(ديش، 2018)

➢ **السياسة النقدية للبنك المركزي الأوربي لمواجهة أزمة الديون السيادية و محاولة تحقيق الإنتعاش الإقتصادي:**

قام البنك المركزي الأوربي بتنفيذ جملة من التدابير والإجراءات في إطار التوجهات الحديثة لسياسته النقدية، الرامية إلى تعزيز النشاط الإقتصادي في المنطقة خلال الفترة 2009-2021. يبين الجدول 02 أهم البرامج المعلن عنها والغاية من ورائها في إطار تبني سياسة نقدية غير تقليدية.

الجدول 02 : ملخص السياسة النقدية للبنك المركزي الأوربي المعلن عنها خلال الفترة من 2009 إلى غاية 2019

التدابير المتخذة	المجال الزمني		القيمة المالية القصوى	الغاية
	تاريخ الإعلان	حدود التنفيذ		
عمليات إعادة التمويل من 2009 إلى غاية 2021				
LTRO عمليات إعادة التمويل (لمدة 03 سنوات)	07 ماي 2009	جوان 2009 أكتوبر 2012	668 مليار يورو	- دعم السيولة في النظام المصرفي على المدى الطويل
VLTROعمليات إعادة التمويل في المدى الطويل	08 ديسمبر2011	ديسمبر2011 مارس 2015	1.018 مليار يرور	
TLTRO I عملية إعادة التمويل المستهدفة طويلة الأجل	05 جوان 2014	سبتمبر 2014 سبتمبر 2018	425 مليار يورو	توفير التمويل المصرفي للبنوك مع تخفيف الضمانات
TLTRO II عملية إعادة التمويل المستهدفة طويلة الأجل	10 مارس 2016	جوان 2017 مارس 2021	740 مليار يورو	دعم إستقرار الأسواق المالية إلى جانب تعزيز النشاط الإقتصادي
TLTRO III عملية إعادة التمويل المستهدفة طويلة الأجل	**07** مارس 2019	سبتمبر2019 ديسمبر2024	2.214 مليار يورو	
برامج شراء الأصول				
شراء السندات المغطاة **CBPP I**	07 ماي 2009	جويلية 2009 جوان 2010	60 مليار يورو	دعم وظيفة التمويل البنكي للأسواق
شراء السندات المغطاة **CBPP II**	06 أكتوبر 2011	نوفمبر 2011 أكتوبر 2012	16 مليار يورو	
SMP لأسواق الأوراق المالية	10 ماي 2010	ماي 2010 سبتمبر 2012	220 مليار يورو	معالجة الخلل في الأسواق المالية بمنطقة اليورو
OMT المعاملات النقدية الصريحة	02 أوت 2012	-	-	ونقل السياسة النقدية
برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول **ABSPP**	06 جوان 2014	نوفمبر 2014 جويلية 2022	31 مليار يورو	دعم مخصصات الائتمان وحماية السياسة النقدية وتعزيز إنتقالها
شراء السندات المغطاة **CBPP III**	04 سبتمبر 2014	أكتوبر 2014 جويلية 2022	302 مليار يورو	
برنامج شراء القطاع العام **PSPP**	22 جانفي	مارس 2015 جويلية 2022		العمل على تحقيق هدف إستقرار الأسعار
برنامج شراء قطاع الشركات **CSPP**	10 مارس 2016	جوان 2016 جويلية 2022	345 مليار يورو	

المصدر : (Kakes, Inge, & René, 2022)

3.3 مرحلة التحفيز النقدي إستجابة لتداعيات جائحة COVID-19 من سنة 2020 إلى غاية 2021:

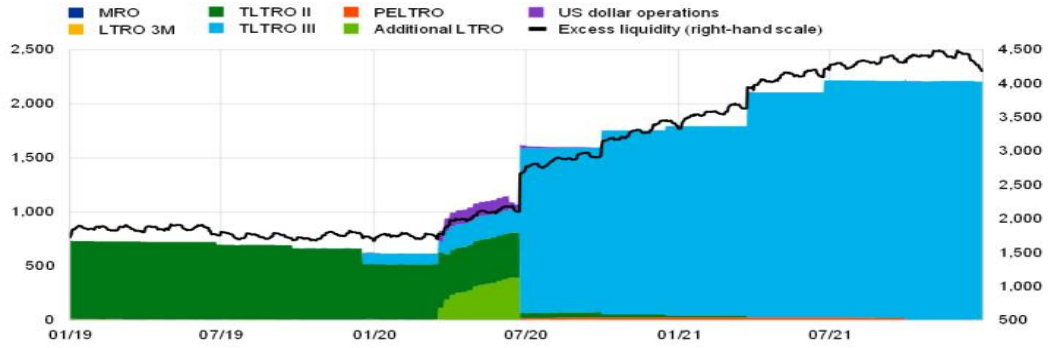
إنتشر فيروس كورونا **COVID -19** بسرعة كبيرة في جميع أنحاء العالم، متسببا بذلك في أزمة صحية كانت لها أثار وخيمة على إقتصاديات جميع دول العالم. ففي أواخر شهر جانفي من سنة 2020 كانت الحالات المؤكدة على مستوى عالمي تقدر بـ 10 ملايين حالة، وفي أواخر شهر يونيو من ذات السنة تم الإبلاغ عن 11% منها في منطقة اليورو. سارعت كل الدول إلى العمل على إبطاء تفشي هذا الفيروس من خلال جملة من التدابير، التي كان أهمها الحجر الصحي. وقد إلتزمت جميع دول منطقة اليورو بتنفيذ تدابير الوقاية وإحتواء الجائحة بكل صرامة، لكن بشكل متباين حسب الإمكانيات المتاحة لكل دولة. غير أن هذه التدابير أدت بدورها إلى تقييد النشاط الإقتصادي في منطقة اليورو وإعلان الدخول في حيز أزمة اقتصادية عالمية. **(Boeckx, Deroose, & Vincent, 2020)** .

لم تكن إستجابة البنك المركزي الأوربي السريعة ومرونة سياسته في التعامل مع أزمة كوفيد 19 تطبيعا ولا تقليدا. وإنما كانت تعبر عن سياسة نقدية، رفعت من خلالها كل التحفظات المسجلة على تلك الخلفية المالية من السياسات النقدية والإصلاحات المالية التي تم تنفيذها في غضون السنوات العشر الماضية في مواجهة مختلف الأزمات المالية.

لجأ البنك المركزي الأوربي إلى تنفيذ سلة من الأدوات والتدابير غير التقليدية، من خلال توسيع بعض البرامج الجارية أنذاك، وتحديثها بتدابير أخرى تم إتخاذها للتعامل مع أثار فيروس كورونا بغية الرفع من الجهاز المناعي للإقتصاد الأوربي. بعد زيادة المشتريات الشهرية للأوراق المالية السيادية، التي تم تنفيذها في إطار برنامج شراء الأوراق المالية العامة **(PSPP)**. أعلن **BCE** بتاريخ 12 مارس 2020 عن إطلاق برنامج الشراء الطارئ أثناء الجائحة **(PEPP)** . تهدف عمليات شراء الأوراق المالية التي تنفذها البنوك المركزية المكونة للنظام الأوربي إلى الحد من الإختلافات بين المعدلات السيادية للدول الأعضاء. فعلى عكس برنامج شراء سندات القطاع العام **(PSPP)**، لا يتم تحديد مبلغ الشراء على أساس منظم، ولكنه متغير ويتم تغييره أسبوعيا، كل ما دعت الحاجة لذلك. (banque, 2021) فبالرغم من أن صدمة جائحة كوفيد -19 كانت عنيفة جدا على الإقتصاد، إرتفعت من خلالها هوامش المخاطر في أسواق الأوراق المالية، إنكمش الإقتصاد العالمي بمعدل -3.5 %، تراجع بسببها الناتج المحلي الإجمالي في القارة الأوربية إلا أن النظام المالي قد تكيف مع الأزمة بسلاسة ومرونة كبيرة، عكس ما وقع خلال الأزمة المالية العالمية 2008. فعلى إثر التقلبات التي شهدتها الأسواق المالية، وحاجة المستثمرين للسيولة، قدمت البنوك المركزية حزمة من التدابير، كإستجابة سريعة للأزمة. **(PENALVER & SZCZERBOWICZ, 2020)**

عمل البنك المركزي الأوربي على ضمان توافر السيولة للقطاع المصرفي أثناء المرحلة الأولى من الوباء، من خلال إطلاق عمليات إعادة تمويل إضافية طويلة الأجل كدعم مؤقت للسيولة. إن السياسة النقدية للبنك المركزي الأوربي تعطي أهمية بالغة للعمليات الائتمانية وتجعلها من أهم ركائزها، فمع بداية عام 2020 زاد اللجوء إلى تمويل النظام الأوربي بشكل كبير.

الرسم البياني 03 : المشاركة في العمليات الإئتمانية للنظام الأوربي مع الأطرف المؤهلة (تريليونات اليورو)



المصدر : **(Corsi & Mudde)** .

نلاحظ من الرسم البياني 03 أن منحنى التمويل يأخذ الإتجاه التصاعدي خصوصا مع بداية عام 2020 وبداية الآثار السلبية لجائحة كوفيد 19. لقد تضاعف اللجوء إلى التمويل بإستخدام برنامج التمويل طويل الأجل **TLTRO III**، ويعود السبب في ذلك إلى التعديلات التي طرأت على هذا البرنامج بعد عام 2020، بحيث تم العمل على تخفيف شروط **TLTRO III** وتسهيلها لضمان تمويل طويل الأجل للبنوك حتى أصبح يعتبر أحد أهم الإستجابات الرئيسية للصدمة الوبائية. لقد إنتقلت قيمة التمويل من 627 مليار يورو في بداية سنة 2020 لتصل إلى 2207 مليار يورو نهاية سنة 2021.

الجدول 03 : ملخص لأهم تدابير السياسة النقدية غير التقليدية المستخدمة في مواجهة أزمة كوفيد-19 والتدابير المشتركة:

الفترة الزمنية	التدابير المستخدمة	الأهداف
	أدوات التيسير الكمي للبنك المركزي الأوربي	
2020/03/12	توسيع عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل **LTROs** تطبيق شروط أكثر ملائمة لبرنامج **(TLTRO III)** ضخ 120 مليار يورو إضافية إلى برنامج **(APP)** شراء الأصول الجاري	- ضمان توافر السيولة للقطاع المصرفي - تحفيز عملية الإقراض المصرفي - تم تصميم برنامج **PEPP** لتخفيف القيود المالية بغية تعويض الأثر السلبي الذي تسببت فيه صدمة الجائحة على سيولة كل من الشركات ودخل الأسر و ضمان إستقرار الأسواق المالية كما يدعم أيضا هذا البرنامج موقف السياسة النقدية - تم تصميم البرنامج **PELTRO** لتوفير السيولة اللازمة للنظام المالي في منطقة اليورو والمحافظة على كفاءة أداء السوق المالي . - تحقيق الإنتعاش الإقتصادي الأوربي - تحقيق الهدف المزدوج ، التضامن والنمو بين دول الإتحاد الأوربي
2020/03/18	اعلان **BCE** عن البرنامج الجديد ، برنامج شراء الطوارئ الوبائية **(PEPP)** بغلاف مالي قدره 750 مليار يورو خلال العام 2020	
	تم توسيع **(CSPP)** ليشمل الأوراق التجارية غير المالية	
2020/04/30	تم تسهيل الشروط الخاصة بعمليات إعادة التمويل المستهدفة طويلة الأجل **(TLTRO III)** بشكل أكبر	
	تم إطلاق عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل لحالات الطوارئ الوبائية غير المستهدفة **(PELTROS)** بمقدار 25 مليار يورو	
2020/06/04	تضخيم الغلاف المالي لبرنامج **(PEPP)** بمقدار 600 مليار يورو ليصل إلى مبلغ إجمالي قدره 1,350 مليار يورو	
2020/12/10	تدعيم الغلاف المالي لبرنامج **(PEPP)** بمقدار 500 مليار يورو إضافية ليصل إلى مبلغ اجمالي قدره 1,850 مليار يورو	
	التدابير المشتركة بين الدول الأعضاء في الإتحاد الأوربي	
2020/05/18	المبادرة المشتركة للإنعاش الأوربي بإقتراح ألماني فرنسي	
2020/05/27	تبني المفوضية الأوربية مبادرة الجيل القادم للإتحاد الأوربي	
2020/12/17	إعتماد الإطار المالي المتعدد السنوات 2021-2027	

المصدر : من إعداد الباحثين بالإعتماد على - **(TONĆI & MIHALJEVIĆ, 2021)** و (بودري، 2022)

4.3 مرحلة التشديد الكمي QT :

مع بداية سنة 2020 سجل البنك المركزي الأوربي إستجابة سريعة لمواجهة أثار الأزمة الصحية، التي تحولت إلى أزمة مالية بسبب جائحة كوفيد-19. أقدم **BCE** على إطلاق برنامج جديد **PEPP** الأمر الذي أدى بدوره إلى زيادة كبيرة في حجم الميزانية العمومية الموحدة ليصل نموها إلى ما يقارب 9 ترليون يورو سنة 2022. سجل معدل التضخم إرتفاعا حادا غير مسبوق مع بداية سنة 2022 في منطقة اليورو. يعود السبب في ذلك إلى إرتفاع تكاليف التعافي من الأزمة الصحية العالمية من جهة وإرتفاع أسعار الطاقة الناتج عن تعطل سلاسل الإمداد بسبب حرب روسيا على أوكرانيا من جهة أخرى. على خلفية مرحلة مليئة بالأزمات المالية وبعد تنفيذه لتجربة حاسمة في مجال السياسة التيسيرية، قرر **BCE** تشديد سياسته النقدية مع بداية سنة 2022. في إطار سياسة التشديد النقدي أقدم **BCE** على زيادة أسعار الفائدة بمقدار 300 نقطة أساس بين شهري جوان وجويلية من سنة 2022 .

قرر كذلك مجلس محافظي البنك المركزي الأوربي تنفيذ الإجراءات التالية:

- تعديل سياسات الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوربي.
- وقف مشتريات صافي الأصول في إطار برنامج **PEPP** السداسي الأخير من سنة 2022.
- الإعلان عن نهاية مشتريات برنامج **APP.**
- إعلان نهاية عمليات إعادة الاستثمار الكاملة شهر ديسمبر 2022.
- تفكيك محفظة مشتريات أصول التيسير الكمي . **Finding the right balance** .

مع إقتراب التضخم من معدل 10% على أساس سنوي سنة 2022 وفي إجتماع له بتاريخ 21 جويلية 2022، قرر البنك المركزي الأوربي رفع أسعار الفائدة بمقدار 0.5 نقطة مئوية للمرة الأولى منذ ما يقارب 11 سنة، منهيا بذلك مرحلة طويلة من سياسة التيسير الكمي، والتي نفذت أنذاك بواسطة أداة سعر الفائدة الصفري أو السلبي. ليقوم أيضا **BCE** في شهري سبتمبر وأكتوبر برفع أسعار الفائدة على مرحلتين إضافيتين بمقدار 0.75 نقطة. واصل البنك المركزي الأوربي قرار الرفع لأسعار الفائدة إلى شهر ديسمبر بزيادة إضافية قدرها 0.5 نقطة، ليصل سعر التدخل إلى أعلى مستوى له شهدته منطقة اليورو منذ سنة 2008 بمقدار 2.5 % كما هو مبين بالرسم البياني 04 أدناه.

الرسم البياني 04 : أسعار الفائدة القياسية للبنك المركزي الأوربي والإحتياطي الفدرالي 2007-2022

المصدر :(Market Report , 2022)

الجدول 04 : ملخص لأهم تدابير السياسة النقدية للبنك المركزي الأوربي من التيسير إلى التشديد

الأزمات المالية	إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوربي			الأهداف المرجوة
	أدوات السياسة النقدية	التدابير المستخدمة	تاريخ الإعلان عنها	
الأزمة المالية العالمية 2008	التيسير الائتماني	- خفض أسعار الفائدة الرئيسية	سنة 2008	- تلبية الطلب على السيولة - دعم تمويل البنوك
		- عمليات إعادة التمويل الرئيسية **(MROs)**	2009-2008	
		- عملية التمويل طويلة الأجل **(LTROs)**	2009-2008	
		- مقايضة العملات بين البنوك	2008/09/18	
		- برنامج شراء السندات المحمية **(CBPP1)**	2009/05/07	
أزمة الديون السيادية 2010 2014	التيسير الائتماني	- برنامج شراء السندات السيادية **SMP**	2010/05/10	- إنقاذ اليونان من أثار الأزمة ووضع حد لإنتقالها لبعض دول منطقة اليورو - دعم الإستقرار الإقتصادي بمنطقة اليورو
		- برنامج شراء السندات المحمية **CBPP2**	2011/11/03	
		- برنامج **VLTROS** الخاص بعمليات إعادة التمويل على المدى الطويل.	2011/12/08	
		- برنامج **OMT** شراء السندات السيادية	2012/09/06	
		- برنامج **TLTROS** الخاص بعمليات إعادة التمويل المستهدفة طويلة الأجل	2014/06/05	
		- برنامج شراء السندات المحمية **CBPP3**	2014/10/20	
		- **ABSPP** برنامج شراء الأوراق المالية المدعوم بالأصول	2014/11/21	
- تباطئ النمو 2015 2019	التيسير الكمي	- برنامج شراء الأصول واسع النطاق **QE** - **PSPP** برنامج شراء سندات القطاع العام - **CSPP** برنامج شراء سندات الشركات	2015/01/22	- إستهداف التضخم عند مستوى 02 **%** - تحقيق معدل نمو إقتصادي مقبول
		- **APP** برنامج شراء الأصول	مارس 2016	
أزمة كوفيد19 2020 2021	التيسير الكمي	- **PEPP** برنامج شراء الطوارئ الوبائية	2020/03/18	
		- **PELTROS** برنامج عمليات إعادة التمويل لحالات الطوارئ الوبائية غير المستهدفة على المدى الطويل	2020/04/30	
- إرتفاع معدل التضخم. - تعطل سلاسل الإمداد	التشديد الكمي **QT** 2022	- رفع أسعار الفائدة بمقدار 300 نقطة أساس - تعديل سياسات الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوربي - وقف مشتريات صافي الأصول في اطار برنامج **PEPP** - الإعلان عن نهاية مشتريات برنامج **APP** - إعلان نهاية عمليات إعادة الإستثمار الكاملة - تفكيك محفظة مشتريات أصول التيسير الكمي .	شهري جوان وجويلية 2022 السداسي الأخير من سنة 2022 شهر ديسمبر 2022	- كبح الزيادة الحادة في التضخم - تقليص حجم الميزانية العمومية

المصدر : من إعداد الباحثين بناءا على مراجع البحث .

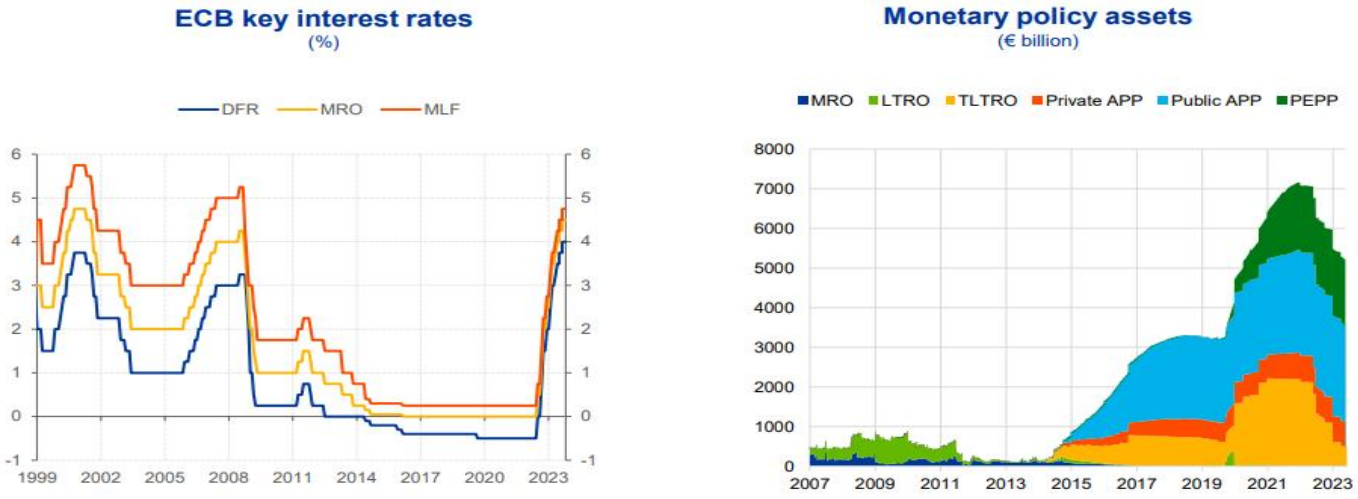
مع الإشارة إلى أن أداة التوجيه المستقبلي، رافقت جميع أدوات السياسة النقدية غير التقليدية منذ سنة 2014 ضمن بيانات وتقارير صادرة عن البنك المركزي الأوربي من جهة، تصريحات ولقاءات مع المسؤولين على صياغة السياسة النقدية في منطقة اليورو من جهة أخرى. تناولت في مجملها بشكل مباشر، نواياهم وتوقعاتهم المستقبلية بخصوص الإتجاه العام لكل من معدل الفائدة ومعدل التضخم.

4. تحليل تأثير أدوات السياسة النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوربي على أهم مؤشرات الإقتصاد الكلي النمو، التضخم البطالة خلال الفترة(2007-2022) بمنطقة اليورو:

حتى يتسنى لنا إجراء تقييم واقعي ومنطقي لمدى فعالية تدابير السياسة النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوربي المبينة في الرسم البياني 05 والمستخدمة في مواجهة الأزمات المالية خلال الفترة 2007-2022.

الرسم البياني 05 : إجراءات السياسة النقدية للبنك المركزي الأوربي :

- أصول السياسة النقدية غير التقليدية (2007-2023)
- اسعار الفائدة الرئيسية بدءا من سنة (1999-2023)



المصدر : (Schnabel, 2023)

نحاول تسليط الضوء على الوضعية الإقتصادية لبعض مؤشرات الإقتصاد الكلي بمنطقة اليورو، خلال فترة تنفيذ السياسة النقدية من طرف **BCE**. ونحاول أيضا تحليل مدى فعالية هاته السياسة، في تحقيق الأهداف النهائية المسطرة على المدى الطويل.

- **الجدول 05 بعض مؤشرات الإقتصاد الكلي في منطقة اليورو - الفترة من سنة 2007 إلى سنة 2022**

معدل التضخم %

Euro area inflation rate %

السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة
2007	2.45	2010	1.53	2013	1.22	2016	0.18	2019	1.45	2022	8.4		
2008	4.08	2011	3.29	2014	0.24	2017	1.38	2020	0.22				
2009	0.37	2012	2.49	2015	0.04	2018	1.70	2021	2.45				

معدل النمو%

Euro area economic growth%

السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة
2007	3	2010	2.18	2013	0.22-	2016	1.86	2019	1.58	2022	3.48		
2008	0.42	2011	1.71	2014	1.40	2017	2.62	2020	6.13 -				
2009	4.52-	2012	0.84-	2015	2.05	2018	1.78	2021	5.39				

معدل البطالة % Unemployment rate%											
السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة	السنة	النسبة
2007	7.43	2010	10.06	2013	11.90	2016	10	2019	7.52	2022	6.72
2008	7.47	2011	10.09	2014	11.58	2017	9.03	2020	7.84		
2009	9.53	2012	11.27	2015	10.82	2018	8.15	2021	7.70		

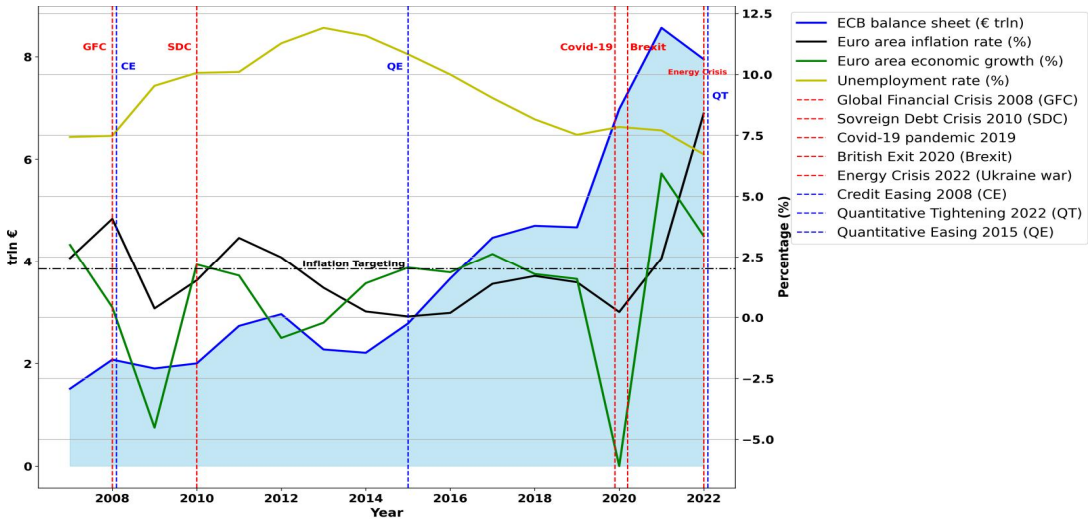
المصدر : البنك العالمي

- **الجدول 06 حجم الميزانية العمومية السنوية الموحدة للنظام الأوربي - الفترة من سنة 2007 إلى سنة 2022**

الميزانية العمومية السنوية الموحدة للنظام الأوربي. بالمليار يورو Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem											
السنة	المبلغ	السنة	المبلغ	السنة	المبلغ	السنة	المبلغ	السنة	المبلغ	السنة	المبلغ
2007	1507887	2010	2002210	2013	2273287	2016	3661423	2019	4671425	2022	7951039
2008	2075107	2011	2733270	2014	2208240	2017	4467611	2020	6977658		
2009	1903024	2012	2962613	2015	2780112	2018	4702730	2021	8564361		

المصدر : Eurostat

الرسم البياني 06 معدلات ، النمو ، البطالة و التضخم ، بالإضافة إلى حجم الميزانية العمومية السنوية الموحدة للنظام الأوربي ضمن مجال تنفيذ تدابير السياسة النقدية خلال الفترة من 2007 إلى 2022 بمنطقة اليورو



المصدر : من إعداد الباحثين بالإعتماد على الجداول رقم 05 و 06 و بإستخدام برنامج بايثون **(Python)**

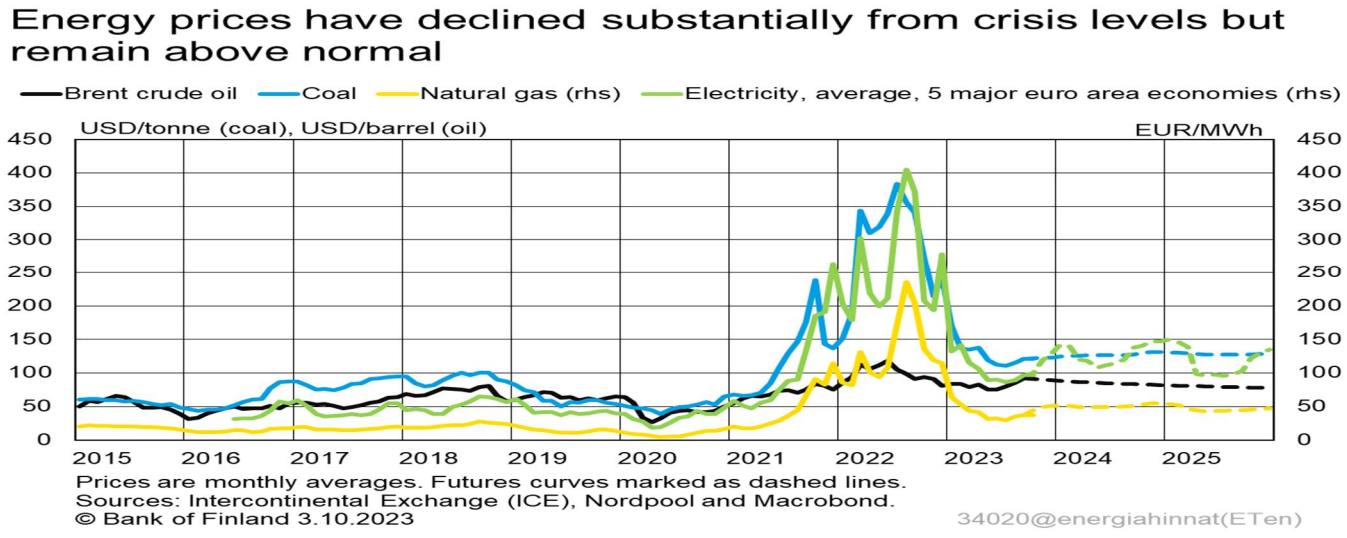
في إطار سعيها لتحفيز الإقتصاديات التي تعاني من ركود، تستخدم البنوك المركزية على نطاق واسع السياسات النقدية. قد تتأثر فعالية السياسة النقدية التقليدية بشكل مباشر بحالة مؤشر عدم اليقين، في حين أنه تعمل بشكل أفضل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في أوقات عدم اليقين الشديد سواءا كان محليا أو معولما.

تلعب قناة المعلومة دور كبير في نقل أثر السياسة النقدية، فعند إلتزام البنوك المركزية الشفافية والدقة في إيصال قراراتها، إجر ائتها ونوايا صناع القرار للجمهور، تقلل بذلك من حالة عدم اليقين بشأن سياستها من جهة وكذا إدارة توقعات الجهات الإقتصادية الفاعلة من جهة أخرى.**(Hauzenberger, Pfarrhofer, & Stelzer, 2021)**

من خلال الرسم البياني 06 وبعد إسقاط تدابير السياسات النقدية على منحنيات مؤشرات الإقتصاد الكلي المختارة وربطها بالأزمات المالية والصدمات الموالية خلال نفس الفترة، نلاحظ أن معدل التضخم السنوي يعطي إشارات متباينة بحيث يسجل إرتفاع واضح أثناء فترات الأزمات . بحيث أنه في سنة 2008 ومع بداية الأزمة المالية العالمية إرتفع معدل التضخم إلى نسبة 04.08 % وبعدها مباشرة أي من سنة 2009 إلى غاية سنة 2010 لاحظنا مستويات دنيا. ربما تكون سياسة التسهيل الإئتماني ومساعي البنك المركزي الأوربي في تحفيز الإقتصاد وتوفير السيولة في الأسواق المالية ما بين البنوك سببا في ذلك. لكن سرعان ما عاد مؤشر التضخم للإرتفاع سنة 2011 إلى نسبة 3.29 % وهذا راجع لأزمة الديون السيادية ودخول منطقة اليورو في أزمة مزدوجة. سجل معدل التضخم ثباتا نسبيا خلال الفترة ما بين سنة 2012 وسنة 2020 نتيجة تنفيذ **BCE** لسلة من تدابير التيسير الكمي المرفوقة بالتوجيه المستقبلي، وأسعار فائدة صفرية وسالبة كما يوضحه الرسم البياني 05. كانت هذه التدابير تهدف أساسا إلى المحافظة على إستقرار أسعار الفائدة والتضخم خلال هاته الفترة.

أدى إنتشار فيروس كوفيد -19 إلى شلل تام في الحركة التجارية، غلق الأسواق المالية وإنهياركبير في مناعة الإقتصاد العالمي. وكنتيجة حتمية لإفرازات توترات الوضع المالي خلال هذه الفترة، سجل معدل التضخم إرتفاعا نسبيا لكن ليس الأقوى، بحيث سجلت سنة 2022 إرتفاعا تاريخيا رهيبا هز كيان النظام الأوربي إذ بلغ 8.40 % . هذا الإرتفاع الذي أسال الكثير من الحبر بين المحللين الإقتصاديين، فمنهم من إعتبره من بين أخطاء التعافي نتيجة المبالغة في تمديد مجال تنفيذ برامج الأصول، ومنهم من يرى أنه من غير العادل أن تتهم السياسة النقدية بإعتبارها سببا لهذا الإرتفاع. والرأي الثالث من جمهور المحللين الإقتصاديين، ينسب الإرتفاع الكبير في معدل التضخم إلى تفاعل العديد من العوامل. لعل أهم هذه العوامل هو إرتفاع أسعار الطاقة وتعطل سلاسل الإمداد بسبب الحرب على أوكرانيا، وكذا تداعيات الأزمة الوبائية كوفيد -19 وتضخم حجم الميزانية العمومية الموحدة للبنك المركزي الأوربي بسبب المبالغة في برامج شراء الأصول، دون أن ننسى تداعيات خروج بريطانيا من الإتحاد الأوربي.

الرسم البياني 07 أسعار عناصر الطاقة خلال الفترة ما بين 2015-2025



المصدر : (https://www.bofbulletin.fi/en/2023/4/will-euro-area-inflation-subside-without-a-recession-and-excessive-tightening-of-financing-conditions, 2024)

إعتمادا على معطيات الرسم البياني07 والذي يبين بوضوح الإرتفاع الجنوني لأسعار الطاقة خلال هاته الفترة، التي إتسمت بالعديد من التوترات المالية والجيوسياسية، نحن نشاطر الرأي الأخير الذي يبرئ السياسة النقدية من كونها العامل الوحيد المتسبب في رفع معدل

التضخم. ولكن تبقى مساهمة في ذلك بسبب تضاعف حجم الميزانية العمومية، نتيجة برامج التحفيز النقدي المستخدمة في إطار تبني البنك المركزي الأوربي لسياسة نقدية غير تقليدية إبتداءا من سنة 2014 إلى غاية سنة 2021 .

لقد قرر البنك المركزي تشديد سياسته النقدية خلال سنة 2022 بهدف :

- كبح جماح التضخم الذي بلغ نسبة 8.40 % سنة 2022 .
- محاولة تخفيض الميزانية العمومية الموحدة التي تضاعفت إلى أن بلغت سنة 2022 ما قيمته 7951039 مليار يورو مقارنة مع حجمها مع بداية إستخدام أدوات التيسير الكمي سنة 2014 بحيث كانت تقدر بـ2208240 مليار يورو.

تمت إجراءات التشديد النقدي من خلال رفع أسعار الفائدة بمقدار 300 نقطة أساس، وقف مشتريات صافي الأصول المعلن عنها في إطار برنامج **PEPP**، الإعلان عن نهاية مشتريات برنامج **APP**، إعلان نهاية عمليات إعادة الإستثمار الكاملة وتفكيك محفظة مشتريات أصول التيسير الكمي بمختلف أنواعها.

وعلى صعيد آخر نلاحظ أن معدل النمو تأثر هو الآخر بالأزمة المالية العالمية والصدمات المتوالية، بحيث سجل خلال سنة 2009 مع بداية ظهور الأثار السلبية للأزمة المالية العالمية نسبة سالبة قدرت بـ **4.52%-**، ثم سجل كذلك نسبة سالبة قدرت بـ**0.84%** خلال أزمة الديون السيادية سنة **2012**. وبعد ما يقارب 10 سنوات، سجل مرة أخرى نسبة سالبة كبيرة جدا خلال أزمة كوفيد 19 قدرت بـ - 6.13%، لتعطي صورة واضحة عن تأزم الوضع المالي بسبب هاته الأزمة الصحية، وتعكس حجم الدمار الذي لحق بإقتصاديات أكبر الدول في العالم. غير أنه خلال السنوات من 2014 إلى غاية 2019 أي فترة تنفيذ تدابير التيسير الكمي، سجل معدل نمو مقبول، وقد أظهر تحسنا كبيرا خلال سنة 2021 بنسبة 5.39%، بسبب نجاح برنامج شراء الطوارئ في إستهداف التضخم خلال الأزمة الصحية. سجلت سنة 2022 تراجعا نسبيا في معدل النمو بمنطقة اليورو بحيث قدرت النسبة بـ3.48%، ويبقى بذلك معدل نمو مقبول في ظل الظروف الإقتصادية السابقة المشحونة بتوترات مالية وأزمات إقتصادية في ظل حالة من عدم اليقين الإقتصادي.

على ضوء ما ذكرنا، نستخلص مبدئيا أن السياسة النقدية غير التقليدية المنتهجة من طرف البنك المركزي الأوربي قد كانت ذات فعالية إيجابية نسبية على العموم على معدل النمو بمنطقة اليورو، ويرجع الفضل في ذلك إلى تدابير تحفيز الإقتصاد. أما بالنسبة لمعدل البطالة وبالرجوع كذلك للرسم البياني 06، فإننا نلاحظ أن عملية تحفيز النشاط الإقتصادي إلى جانب التخفيضات في الضمانات والتسهيلات على القروض المستخدمة ضمن السياسة النقدية غير التقليدية خلال الفترة ما بين سنتي 2008 و 2022، قد أدت إلى خلق مناخ ملائم للنشاط الإستثماري، نتيجة توفير السيولة اللازمة لتمويل مختلف القطاعات، الأمر الذي زاد من حجم الإنتاجية في منطقة اليور وخلق العديد من فرص العمل. هاته التدابير والإجراءات كان لها الأثر الإيجابي على معدلات البطالة إذ انخفضت بشكل تدريجي منذ الإعلان عن بدء إستخدام البنك المركزي الأوربي لسياسة التيسير الكمي.

5. الخاتمة :

بعد تحليل ظروف صياغة السياسة النقدية في منطقة اليورو، والوقوف على أهم الإجراءات المتخذة من طرف البنك المركزي الأوربي في مواجهة مختلف الأزمات المالية بهذه المنطقة خلال فترة الدراسة المحصورة بين سنتي 2007-2022، خلصت الدراسة للنتائج التالية:

5.1 بالنسبة للنتائج المتوصل إليها والتي تؤكد صحة أو خطأ الفرضيات التي تم إعتمادها في مقدمة الدراسة:

- ساهم برنامج التسهيل الإئتماني بنسبة ضئيلة في الحد من تأثير الأزمة المالية العالمية. وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى، بحيث أن البنك المركزي الأوربي إستطاع الخروج من منطقة الخطر، وتجاوز تداعيات الأزمة المالية العالمية، بعد إعتماده سياسة التيسير الكمي.
- التوسع النقدي من خلال برامج سياسة التيسير الكمي، ومعدلات الفائدة السالبة والصفرية، بالموازاة مع إستخدام أداة التوجيه المستقبلي، مكن البنك المركزي الأوربي إلى حد ما من تحفيز الإقتصاد وإستهداف التضخم وتثبيت معدل النمو وتخفيض البطالة

خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى غاية 2021، بحيث تم نقل الإقتصاد في منطقة اليورو إلى بر الأمان. وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثانية. يرجع السبب في إتخاذ البنك المركزي الأوربي قرار التشديد النقدي مع بداية سنة 2022 إلى إكتشافه بأن المبالغة في عمليات شراء الأصول الطويلة الأمد هي التي أدت إلى تضاعف حجم الميزانية العمومية وإرتفاع معدل التضخم بمنطقة اليورو وليس بسبب فشل سياسة التيسير الكمي بصفة عامة.

- أثرت التوترات الداخلية، والإضطرابات الجيوسياسية على فعالية السياسة النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوربي في مواجهة الأزمات المالية بمنطقة اليورو خلال الفترة من 2007 إلى غاية 2022 خصوصا خروج بريطانيا من الإتحاد الأوربي سنة 2020 وإرتفاع أسعار الطاقة وتعطل سلاسل الإمداد بسبب الحرب على أوكرانيا بداية من سنة 2021. وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة.

5.2 النتائج العامة للدراسة :

- أبانت الأزمة المالية العالمية على أوجه القصور في أدوات السياسة النقدية التقليدية بعد تعثر أهم قنوات انتقالها.
- من بين أخطاء التعافي للبنك المركزي الأوربي عدم إستجابته السريعة في تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة تداعيات أزمة الرهن العقاري 2008.
- كانت أزمة الديون السيادية بمثابة هزة إرتدادية لزلزال الأزمة المالية العالمية الذي ضرب بقوة الهيكل المالي للإقتصاد الدولي وكاد أن يعصف بتكتل الإتحاد الأوربي ويقضي على عملته الموحدة.
- لا يمكن أن تنسب معدلات التضخم المرتفعة لفشل السياسة النقدية غير التقليدية بمنطقة اليورو فحسب، بل هناك عوامل أخرى ساهمت في إرتفاعه مثل إرتفاع أسعار الطاقة، التوترات المالية والجيوسياسية، وخلل إتساع هوة التفاوت بين اقتصاديات الدول الأعضاء في الإتحاد الأوربي.
- ساهمت التجربة المستقاة من الأزمة المالية العالمية 2008 في رسملة البنوك، الأمر الذي منع حدوث أزمة مالية عالمية بسبب الأزمة الصحية كوفيد 19، بالرغم من أن الصدمة الوبائية كانت عنيفة جدا على الإقتصاد الحقيقي.
- ساعد برنامج شراء الطوارئ للجائحة في تدعيم الجهاز المناعي للإقتصاد بمنطقة اليورو، وتفادي أثار الأزمة بسلاسة ومرونة.
- أدت المبالغة في عمليات شراء الأصول الطويلة الأمد إلى تضاعف حجم الميزانية العمومية، مما أدى إلى إرتفاع تاريخي في معدل التضخم بمنطقة اليورو مع بداية سنة 2022.
- تساهم سياسة التشديد الكمي في إستهداف التضخم، من خلال رفع أسعار الفائدة والعمل على تفكيك محفظة مشتريات أصول التيسير الكمي المتراكمة منذ سنة 2014، إلى أن يصل التضخم إلى المعدل المستهدف في حدود 02 %، مع ضرورة الإلتزام بالعودة إلى التخفيف التدريجي للتشديد النقدي قبل بلوغ الإقتصاد مرحلة الركود والتسبب في ميلاد أزمة مالية جديدة.
- فعالية السياسة النقدية غير التقليدية حسب المؤشرات المدروسة تكون ذات فعالية في الآجال القصيرة، لكن إستخدامها في الآجال الطويلة قد يزيد من العبئ المالي، نتيجة لتضخم حجم الميزانية والإرتفاع في معدل التضخم.
- إن طريقة علاج الإقتصاد من ندوب الأزمات، بإعطائه جرعات مكثفة من برامج التيسر الكمي، ولاسيما برامج شراء الأصول على مدة زمنية طويلة، يعد بمثابة الجرعة الزائدة غير المسموح بها التي تبطل مفعول الدواء وتعمل في الإتجاه المعاكس للتعافي .

6. التوصيات:

- لضمان فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة الأزمات المالية يجب تنفيذها على المدى المتوسط فقط، وبعقلانية خصوصا في ما يخص برامج شراء الأصول.
- على البنك المركزي الأوربي أن يرفع من سقف الشفافية في إدارة وصياغة سياسته النقدية، وأن يلتزم في توقعاته بدراسة شاملة لكل مؤشرات الإقتصاد الكلي والظروف المالية والجيوسياسة المحيطة بالإقتصاد.
- ضرورة تفعيل قناة الإتصال، حتى يتمكن البنك المركزي من كسب ثقة الأسر والمتعاملين الاقتصاديين، لضمان تحقيق هدف التحكم في أسعار الفائدة، التضخم والقرارات المالية للجمهور، ضمن تنفيذ أداة التوجيه المسبق بمختلف أنواعها الضمنية أو المباشرة.
- العمل على تقليص هوة التفاوت الإقتصادي بين دول الأعضاء، من خلال العمل على التكامل بين أسواق رأس المال، ودعم الدول الضعيفة في الإتحاد الأوربي لتفادي أزمات مماثلة لأزمة الديون السيادية.
- تحسين الإستقرار المالي بين الدول الأعضاء، من خلال تعزيز التعاون الدولي بينها.
- ضرورة القيام بإصلاحات إقتصادية هيكلية للمنظومة المصرفية وللمؤسسات المالية بمنطقة اليورو، لضمان كفاءتها والرفع من درجة يقظتها لمواجهة الأزمات المالية في المستقبل. خصوصا وأنه تبقى المفاجأة من أهم سمات الأزمة، مع تعزيز مبدأ الشفافية والإفصاح بالنسبة للبنوك المركزية لدول منطقة اليورو لضمان صدق التوقعات المالية، لتحقيق الأهداف النهائية على الأمد الطويل.

7. قائمة المراجع :

- **https://www.learn-economics.co.uk/Quantitative-easing.html**.(2023 ,01 08)
- **https://www.investopedia.com/terms/f/forward-guidance.asp**(2024 ,01 08) .
- **https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202007_02~b27e8089c5.en.html**(2024 ,01 08) .
- **Adrian PENALVER** و ،**Urszula SZCZERBOWICZ .Les mesures de politique monétaire pendant la première phase de la crise de la Covid-19 .Les mesures de politique monétaire pendant la première phase de la crise de la Covid-19 .la Banque de France ،France.**
- **Agnés Bénassy ،quréré ،Benoit Coeuré ،Pierre Jacquet ،JEAN Pisani** و ،**Ferry** .(2021) .**Politique économique .Paris: De Boeck Supérieur.**
- **Ashoka Mody** و ،**Nedeljkovic Milan .Central Bank Policies and Financial Markets: Lessons from the Euro Crisis .Central Bank Policies and Financial Markets: Lessons from the Euro Crisis .Griswold Center for Economic Policy Studies.**
- **Brett W. Fawley** و ،**J. Neely Christopher** .(2013) .**Four Stories of Quantitative Easing .Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW.**
- **Francisco Roch** و ،**Uhlig Harald**) .**July, 2016** .(**The Dynamics of Sovereign Debt Crises and Bailouts .The Dynamics of Sovereign Debt Crises and Bailouts .International Monetary Fund: International Monetary Fund.**
- **Glenn D. Rudebusch** .(2018) .**A Review of the Fed's Unconvetional Monetary Policy .ECONOMIC RESEARCH.**
- **https://www.alaraby.co.uk** .
- **https://www.bofbulletin.fi/en/2023/4/will-euro-area-inflation-subside-without-a-recession-and-excessive-tightening-of-financing-conditions**.(2024 ,01 08) .
- **Isabel Schnabel** .(2023) .**Challenges formonetary policy at times of stubborn inflation .German: EUROPEAN CENTRAL BANK.**
- **J. Boeckx ،M. Deroose** و ،**E. Vincent**) .**September, 2020** .(**The ECB's monetary policy response to COVID-19 .The ECB's monetary policy response to COVID-19 .NBB Economic Review.**

- **Jan Kakes ،Klaver Inge و ،Rollingswier René .**(2022) **.The Eurosystem's monetary toolbox in unconventional times .The Eurosystem's monetary toolbox in unconventional times .Nederlandsche Bank N.V.**
- **LA POLITIQUE MONÉTAIRE AU-DELÀ DE LA CRISE COVID .**(2021) **.Banque de France.**
- **Marco Corsi و ،Yvo Mudde .The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and its monetary policy implementation framework in 2020 and 2021 .SUERF Policy Brief.**
- (2022) **Market Report . Bolsas y Mercados Españoles BME a six company.**
- **Niko Hauzenberger ،Michael Pfarrhofer و ،Anna Stelzer .**(2021) **.On the effectiveness of the European Central Bank's conventional and unconventional polices under uncertainty .Journal of Economic** *Behavior* **and Organization.**
- **Philippine Cour-Thimann و ،Winkler Bernhard) .april, 2013 .(The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure .The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure .Germany ،European Central Bank ، Germany.**
- **SVILOKOS TONĆI و ،PAULA MIHALJEVIĆ .**(2021) **.UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY AT A TIME OF COVID-19 CRISIS - IS THE INFLATION MONSTER AWAKENED ?Int. Jou Eco.**
- **Urszula Szczerbowicz .**(2015) **.The ECB unconventional monetary policies: have they lowered market borrowing costs for banks and governments ?International Journal of Central Banking.**
- شريف بوعلي بودري. (2022). دور السياسة النقدية للبنك المركزي الأوربي في مواجهة تداعيات جائحة كورونا كوفيد19. مجلة العلوم الإدارية و المالية .الجزائر
- ضياء مجيد الموسوي. (2017). إدارة السياسة الإقتصادية الكلية . الجزائر : مؤسسة كنوز الحكمة للنشر و التوزيع.
- عبد الرزاق نذير. (2022). النقود و السياسة النقدية. الجزائر: دار المتنبي للطباعة و النشر.
- عمر عبو، و كمال قسول. (2019). دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الإقتصاد - عرض تجارب دولية. **AL-RIYADA For Business Economics**.الجزائر
- فاطة الزهرة ديش. (2018). دور السياسات النقدية و المالية في الحد من الأزمات الإقتصادية دراسة حالة أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو. دور السياسات النقدية و المالية في الحد من الأزمات الإقتصادية دراسة حالة أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو. تلمسان، الجزائر.
- محمد الامين وليد طالب. (2016). دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية - حالة البنك المركزي الأوربي(**BCE**) و الأزمة المالية 2007-2008. جامعة محمد خيضر - بسكرة ، الجزائر : أطروحة دكتوراه.
- محمد الأمين وليد طالب، و نظيرة قلادي. (2019). الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية على ضوء الأزمة المالية 2008-2007. مجلة دراسات اقتصادية. الجزائر
- هناء محمود سيد أحمد. (2022). تأثير السياسة النقدية غير التقليدية علي معدل التضخم. مصر المعاصرة . جمهورية مصر العربية