

دور البنك المركزي الأوروبي في تحقيق الاستقرار المالي

- حالة الأزمة المالية 2008

The European Central Bank's Role in Achieving Financial Stability - The State of the 2008 Financial

نظيرة قلادي

Nadira Kladi

جامعة أم البواقي - الجزائر -

kladi.nadira@gmail.com

محمد الأمين وليد طالب¹

Mohamed Elamine Oualid Taleb

جامعة - الجزائر -

taleb.oualid@gmail.com

ملخص:

تهدف من خلال هذه الورقة البحثية إلى تسليط الضوء مختلف أدوات السياسة النقدية التي استعملها البنك المركزي الأوروبي في رده على تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008، وقد اعتمدنا في إنجاز هذه الورقة على كل من المنهج الوصفي لا سيما فيما يتعلق بالاطار النظري لنشأة منطقة اليورو، والمنهج التحليلي لا سيما فيما يتعلق بتحليل قرارات البنك المركزي الأوروبي.

توصلنا عبر هذه الورقة البحثية إلى أن الإجراءات المتبعة من طرف البنك المركزي الأوروبي قد سمحت بتدليل تداعيات الأزمة المالية 2008 لكنها لم تقض عليها نهائيا حيث ظلت التوترات المالية سائدة داخل منطقة اليورو، كما أننا نرى بأنه حتى تنجح السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية المعاصرة (ذات الطابع المدمر والسريعة الانتشار) ينبغي أن تعتمد البنوك المركزية في آن واحد على كل من الأدوات التقليدية لسياساتها النقدية والأدوات غير التقليدية لسياساتها النقدية.

¹ -Mohamed Elamine Oualid TALEB, taleb.oualid@gmail.com,

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية؛ الأزمة المالية؛ البنك المركزي الأوروبي.

Abstract :

Through this research paper, we aim to shed light on the various monetary policy tools used by the European Central Bank in its response to the repercussions of the global financial crisis of 2008, In completing this paper, we have relied on both the descriptive approach, especially with regard to the theoretical framework for the emergence of the eurozone, and the analytical method, especially with regard to analyzing the decisions of the European Central Bank.

We concluded through this research paper that the measures followed by the European Central Bank allowed the repercussions of the 2008 financial crisis to be demonstrated, but did not eliminate it completely as financial tensions continued to prevail within the euro area, and we also see that until monetary policy succeeds in addressing contemporary financial crises (related). Destructive and rapid-spreading character) Central banks should rely simultaneously on both the traditional tools of their monetary policy and the unconventional tools of their monetary policy.

Key Words:

Monetary Policy; The financial crisis; European Central Bank.

مقدمة:

كان للأزمة المالية العالمية 2008 انعكاسات جد سلبية على اقتصاد دول الاتحاد الأوروبي عامة وعلى استقرار قطاعها المالي خاصة، حيث سجلت جل دول الاتحاد تراجع في معدلات نموها ومنها حتى من دخل في مرحلة انكماش، وقد شكلت تداعيات الأزمة المالية 2008 اختبارا حقيقيا لمدى قدرة البنك المركزي الأوروبي على معالجة هذه الأزمة المالية وبالتالي لمدى قدرته على تحقيق هدف الاستقرار المالي داخل حدود الاتحاد النقدي.

وتبرز أهمية هذه الدراسة في محاولة إبراز ردة فعل البنك المركزي الأوروبي الذي يعتبر أحد أكبر وأهم المؤسسات النقدية والمالية على المستوى العالمي على تداعيات الأزمة المالية لعام 2008 التي تعد هي الأخرى أحد أكبر الازمات المالية المعاصرة، ولعل ما يزيد من أهمية الدراسة هو تعرضها لمختلف ادوات السياسة النقدية غير التقليدية التي لجأ اليها البنك المركزي الأوروبي بعد ان عجزت ادوات سياسته النقدية التقليدية في تجاوز تداعيات الأزمة.

وقد هدفت هذه الدراسة إلى:

- تسليط الضوء على مراحل نشأة منطقة اليورو؛
 - التعريف بمختلف الأدوات التقليدية للسياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي؛
 - عرض مختلف الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية التي اضطر اليها BCE لاستحداثها ردا على الأزمة المالية لعام 2008.
- لقد سعى البنك المركزي الأوروبي BCE منذ أن انتقلت عدوى الأزمة المالية إلى أوروبا إلى تقديم الحلول المناسبة التي تكفل استرجاع الثقة داخل الأنظمة المالية والنقدية والعودة مجددا إلى وضع الاستقرار المالي، ومما سبق يمكننا طرح السؤال الرئيسي التالي:
- كيف كانت ردة فعل البنك المركزي الأوروبي على تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008؟.**

وهل نجحت هذه الاجراءات في تحقيق أهدافها؟

ولغرض الاجابة على التساؤل الرئيسي قسمت الدراسة إلى ثلاثة محاور كالتالي:

- 1- الاطار النظري لنشأة منطقة اليورو وللبنك المركزي الأوروبي.
- 2- أدوات السياسة النقدية التقليدية المستعملة من طرف BCE في مواجهة الأزمة
- 3- الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية المستعملة من طرف BCE في مواجهة الأزمة.

1- الاطار النظري لنشأة مطقة اليورو وللبنك المركزي الأوروبي:

شهدت فكرة توحيد أوروبا تطورات عديدة على مر السنين ولعل أبرز هذه التطورات هو تأسيس الاتحاد النقدي اللاتيني عام 1865 الذي ضم كل من فرنسا، إيطاليا، بلجيكا سويسرا واليونان.

كانت هناك محاولات عديدة وبالأخص في القرون الأخيرة لتوحيد أوروبا سواء من الناحية الاقتصادية أو حتى السياسية، تجسدت أبرز هذه الجهود سنة 1865 بتأسيس "الاتحاد النقدي اللاتيني" الذي كان يهدف إلى دعم التعاون النقدي الأوروبي وإصلاح نظام المعدنيين، ثم في سنة 1872 بتأسيس اتحاد الدول الإسكندنافية. (محمود الحمد، 2000، الصفحات 12-13)

شكلت نهاية الحرب العالمية الثانية البداية الفعلية للوحدة الأوروبية حيث أدرك مسؤولو الدول الأوروبية حتمية الاتحاد فيما بينهم للتمكن من مسايرة تنامي الولايات المتحدة الأمريكية من جهة والاتحاد السوفياتي من جهة أخرى.

1.1- نشأة الاتحاد النقدي الأوروبي (منطقة اليورو):

تجسدت المجهودات الرامية إلى تفعيل التعاون والتنسيق بين الدول الأوروبية في تاريخ 18 أبريل 1951 بإنشاء "جماعة الفحم و الصلب" (أحمد علام، 1998، صفحة 7)، لتتبع بعد ذلك في تاريخ 25 مارس 1957 بمصادقة عدة دول أوروبية على اتفاقية روما من أجل إنشاء السوق الأوروبية المشتركة التي شكلت حجر الأساس لما تم التوصل عليه حاليا من درجة عالية من الاندماج في مختلف المجالات لا سيما النقدية منها.

سنحاول فيما يلي التطرق إلى أبرز الخطوات التي مكنت الدول الأوروبية من بناء اتحادها عموما ومن إنشاء البنك المركزي الأوروبي خاصة.

1-1-1- نظرية المنطقة المثلى:

حاول "مندل" في نظريته إظهار مزايا منطقة العملة المثلى بالتركيز على عنصر حرية انتقال عناصر الإنتاج بين الدول المتعاملة بنفس العملة، ويرى "مندل" بأن ما يجعل نظام سعر الصرف نظاما أمثلا هو مدى مقدرة على تحقيق التوازن الخارجي للدول من دون الإضرار بالتوازن الداخلي للدول (القائم أساسا على مدى استقرار المستوى العام للأسعار وعلى مدى تحقيق التشغيل الكامل).

لعل من أبرز ما قدمه "مندل" في نظرية المنطقة المثلى هو تمييزه بين منطقة مثلى تحتفظ فيها كل دولة من الدول الأعضاء في المنطقة بعمليتها الوطنية مع تطبيق نظام سعر صرف ثابت ومنطقة مثلى قائمة على أساس وجود عملة واحدة فقط، ويرى "مندل" بأنه في ظل الحالة الأولى يتحدد معدل البطالة لدى دولة العجز بمدى استعداد دولة الفائض على تحمل معدل إضافي من التضخم، أما في ظل الحالة الثانية فإن معدلي البطالة والتضخم يحددان من طرف السلطة المركزية. (عبد الرحمان خليل، 2002، الصفحات 5-6)

1-1-2- معاهدة روما:

تعتبر معاهدة روما الخطوة الأكثر جدية في بناء الاتحاد الأوروبي، وقد أبرمت معاهدة روما في تاريخ 25 مارس 1957 في مدينة روما من طرف الدول الستة الموقعة على اتفاقية المجموعة الأوروبية للصلب والفحم، حيث أنه وأمام النجاحات الكبيرة التي حققتها هذه الدول في قطاع الفحم والصلب كان لروما عليها اتخاذ قرارات جديدة تمس جوانب أخرى من النشاط الاقتصادي وتحقق لها مستويات أعلى من التكامل والاندماج، وهو ما تمكنت من تحقيقه عبر هذه الاتفاقية التي أسفرت عن إنشاء السوق الأوروبية المشتركة. (www.constituant

la communauté européenne.eu/cariboost_files/trait_c3_a9_20rome.pdf)

1-1-3- نظام الثعبان النقدي:

جاء هذا النظام لمواجهة الأوضاع النقدية المتدهورة التي عانت منها الدول الأوروبية في بداية السبعينات، والتي نتجت أساسا عن تعرض نظام بروتن وودز إلى هزات حادة بسبب اتفاق واشنطن عام 1971 والذي جاء فيه بأن أسعار صرف عملات مختلف الدول يمكن أن تتغير ضمن حدود ($\pm 2,25\%$) من حيث تكافؤها بالدولار (كان التغير في الواقع ضمن حدود $\pm 4,5\%$)، وكذلك بسبب إقبال السلطات الأمريكية في شهر فيفري 1973 على خفض قيمة الدولار بنسبة 10%. (فريد مصطفى، صفحة 157)

أمام الوضع السائد قرر محافظوا البنوك المركزية لدول المجموعة الأوروبية عقد اجتماع لمناقشة الوضع السائد وبحث الحلول الممكنة، وهو ما تم فعلا لما اجتمعوا في شهر أفريل 1972 بمدينة بازل السويسرية حيث قرروا الحد من المرونة الواسعة لأسعار الصرف عبر إبقاء حركة تقلب عملات دولهم ضمن حدين أعلى وأدنى مع التأكيد على ضرورة احترام الدول الأعضاء لهذين الحدين. أطلق على هذا القرار "التعويم المشترك للعملة" كما سمي أيضا بنظام الثعبان النقدي أو الأفعى النقدية، وقد تم تحديد هامش تدبذب $\pm 1,25\%$ للعملة الأوروبية بالنسبة لبعضها البعض مع إبقاء هامش تدبذب $\pm 2,25\%$ للعملة الأوروبية مقابل الدولار. (فلاحى، 1999، الصفحات 72-73)

أدى انسحاب عدد كبير من الدول الأوروبية من نظام الثعبان النقدي إلى انهيار هذا الأخير بصفة تامة، الأمر الذي جعل الدول الأوروبية تبحث عن نظام نقدي آخر أكثر استقرارا يسمح لها بتحقيق أهدافها (تبلور ذلك فعليا مع إنشاء النظام النقدي الأوروبي).

(www.fr/vikidia.org/wiki/Serpent_monétaire_européen)

1-1-4- النظام النقدي الأوربي (SME):

أدى انهيار نظام الثعبان النقدي إلى بحث الدول الأوربية عن بديل له يكون أكثر فعالية واستقرار، وتوصلت الدول الأوربية إلى هذا البديل الذي أطلق عليه تسمية النظام النقدي الأوربي في ديسمبر 1978، وهذا بعد أن اجتمع محافظو البنوك المركزية لدول المجموعة الأوربية في مدينة بروكسل البلجيكية.

دخل هذا النظام الجديد حيز التنفيذ في تاريخ 13 مارس 1979 وهو يعتبر نظاما إقليميا لا يعمل بمعزل عن النظام النقدي الدولي وله كوظيفة أساسية المحافظة على استقرار صرف العملات الوطنية للدول الأوربية المنظمة إليه، وقد بني نظام النقد الأوربي (SMG) على ثلاث ركائز أساسية هي: وحدة النقد الأوربية، آلية ضبط سعر صرف العملات الأوربية آليات الائتمان.

أ- وحدة النقد الأوربية: اتفقت الدول الأوربية في ظل النظام النقدي الأوربي على وضع وحدة نقدية أوربية أطلق عليها تسمية "الإيكو" "ECU" European currency unit تكون عبارة عن وحدة حسابية ووحدة للتبادل والاحتياط بين البنوك المركزية، وتتكون من سلة من الأوزان النسبية لعملات دول الاتحاد باستثناء الجنيه الإسترليني واليرة الإيطالية.

ب- آلية ضبط سعر صرف العملات الأوربية: اتفقت الدول الأوربية في ظل النظام النقدي الأوربي على أن لا تتجاوز تقلبات سعر صرف أي عملة أوربية مقابل عملة أوربية أخرى الـ 2,25% إلا أنه تم السماح بوصول التقلبات إلى 6% بالنسبة للعملات الضعيفة أو الدول التي تعاني من ارتفاع معدل التضخم.

ج- آليات الائتمان: قررت الدول الأوربية صنع آليات متعددة للائتمان الهدف منها هو مساعدة الدول المنظمة إلى النظام النقدي الأوربي على تجاوز المشاكل التي قد تعرفها موازين مدفوعاتها، ومن أجل تحقيق هذا الغرض تم إنشاء صندوق النقد الأوربي عام 1983، ويحصل

هذا الأخير على تمويله من طرف الدول الأعضاء، ويقدم أنواع عديدة من التسهيلات الائتمانية هي:

● تسهيلات ائتمانية قصيرة جدا

● تسهيلات ائتمانية قصيرة الأجل: (محمود الحمد، 2000، صفحة 26)

● تسهيلات ائتمانية متوسطة الأجل:

سمح تأسيس النظام النقدي الأوروبي وما جاء به من وحدة النقد الأوروبية "ECU" وآلية ضبط سعر صرف العملات الأوروبية وآليات ائتمان بتحقيق استقرار نسبي دام لفترة معينة لكنه لم يعمر بسبب تعرض عدة دول أعضاء في النظام النقدي الأوروبي لأزمات اقتصادية حادة انتهت بتراجع النمو الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة وتدبدب أسعار صرف العملات التي تجاوزت الهامش المتفق عليه والمقدر بـ 2,25% حيث بلغ 15%.

1-1-5- معاهدة ماستريخت:

تم التوقيع على هذه المعاهدة في تاريخ 04 ديسمبر 1991 كما أخذت هذه المعاهدة اسم المدينة التي وقعت فيها وهي "ماستريخت" الهولندية، وقد وقع على هذه الاتفاقية رؤساء دول وحكومات إحدى عشر دولة أوروبية (فرنسا- إيطاليا- إسبانيا- البرتغال- بريطانيا- هولندا- الدانمارك- اليونان- لوكسمبورغ- أيرلندا)، وهدفت هذه المعاهدة أساسا إلى تجميع التعاون بين شعوب مختلف الدول الأوروبية في مختلف المجالات الاقتصادية والسياسية والأمنية... الخ. حددت معاهدة "ماستريخت" ثلاثة مراحل للوصول إلى الوحدة النقدية، وقد تبلورت هذه المراحل في نظر العديد من الباحثين في خطة العمل المعدة من طرف لجنة الخبراء التي ترأسها الفرنسي "جاك ديلور" عام 1989، حيث حددت الطريق الذي يجب على دول الاتحاد الأوروبي سلوكه للوصول إلى الوحدة النقدية.

- المرحلة الأولى (تبدأ في 1990 وتنتهي في 1993): تم التركيز في هذه المرحلة على تحرير حركة رؤوس الأموال وتوسيع مجالات التنسيق بين السياسات الاقتصادية والنقدية.
- المرحلة الثانية (تبدأ في جانفي 1994 و تنتهي في 1998): تم التركيز في هذه المرحلة على تهيئة الأرضية لدخول الدول الأعضاء في الوحدة النقدية تجسدت على أرض الواقع بإنشاء معهد النقد الأوربي (EMI) الذي كان بمثابة مقدمة للبنك المركزي الأوربي (BCE) وكذلك بتهيئة مستلزمات الانتقال إلى المرحلة الثالثة. (قاسم، 2000، صفحة 33)
- المرحلة الثالثة (تبدأ في عام 1999 مع الانطلاقة الفعلية لليورو كعملة رسمية): تم التركيز خلال هذه المرحلة على تثبيت سعر صرف عملات الدول الأعضاء فيما بينها وسعر صرفها مقابل اليورو، وعلى إنشاء النظام الأوربي للبنوك المركزية للدول الأعضاء ويقوم بالإشراف على النظام السابق البنك المركزي الأوربي (BCE) الذي يتمتع بسلطة فوق قومية تسمح له وتمكنه من القيام بمهام عديدة.
- تميزت هذه المرحلة إذن بتداول عملة اليورو في الدول المنظمة إلى منطقة اليورو وسحب العملات الوطنية من التداول.
- 1-2- البنك المركزي الأوربي (BCE):**
أنشئ البنك المركزي الأوربي من طرف المجلس الأوربي بتاريخ 3 ماي 1998 إلا أنه لم ينطلق فعليا في العمل إلا في تاريخ 1 جانفي 1999، ويقع مقر البنك المركزي الأوربي في مدينة فرانكفورت الألمانية وهي نفس المدينة التي يتواجد فيها البنك المركزي الألماني المسمى بـ "Bundes Bank". يتمتع البنك المركزي الأوربي باستقلاليته التامة عن الحكومات فهو بمثابة السلطة النقدية الموحدة للاتحاد النقدي التي تحدد السياسة النقدية واجبة التطبيق في الدول الأعضاء.

يشكل البنك المركزي الأوروبي (BCE) إلى جانب البنوك المركزية الوطنية لدول الاتحاد الأوروبي جوهر الاتحاد النقدي أو ما يسمى بالنظام الأوروبي للبنوك المركزية (ESCB) فهو يملك كافة الأدوات والتقنيات التي تسمح له بتحقيق أهداف سياسته النقدية ودعم الاستقرار النقدي في دول الاتحاد، كما أنه يتمتع بدرجة عالية من التنسيق مع البنوك المركزية الوطنية التابعة للاتحاد الأوروبي.

1-2-1- أدوات السياسة النقدية للـ BCE:

يقوم البنك المركزي الأوروبي وفقا لإستراتيجيته المتبناة في مجال السياسة النقدية بتوجيه سعر الفائدة قصير الأجل في الأسواق النقدية عبر إظهار توجه سياسته النقدية وإدارة السيولة داخل الأسواق، أو من خلال تغيير الشروط التي يتعامل بها النظام الأوروبي مع الأسواق النقدية، كما يسهر البنك المركزي الأوروبي على السير الحسن للأسواق النقدية وعلى مساعدة مؤسسات الإقراض في مواجهة حاجاتها من السيولة، ويقوم الـ BCE في هذا الصدد بتقديم فرص إعادة تمويل وتسهيلات للبنوك لتلبية احتياجاتها من السيولة، ويمكن حصر أبرز أدوات السياسة النقدية للـ BCE فيما يلي:

1-1-2-1- عمليات السوق المفتوحة:

يمكن تقسيم عمليات السوق المفتوحة التي يؤديها البنك المركزي الأوروبي إلى 04 أنواع وهذا حسب هدفها وترددتها والإجراءات المتبعة:

أ- العمليات الرئيسية لإعادة التمويل: تعتبر هذه الأداة أبرز عمليات السوق المفتوحة حيث تشكل الأداة الرئيسية للسياسة النقدية الأوروبية، وتسمح هذه الأداة بتوفير السيولة اللازمة التي يحتاجها النظام البنكي وتلعب دورا رئيسيا في توجيه سعر الفائدة وفي إدارة السيولة النقدية داخل الأسواق.

تتم العمليات الرئيسية لإعادة التمويل بصفة أسبوعية تمتد على 7 أيام، وتنتج هذه العمليات عن مزاد عادي ينفذ حسب برنامج زمني محدد سلفاً وتنفذ في أجل 24 ساعة (La politique monétaire de la BCE, 2004, pp. 84-85)

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

ج- عمليات التعديل الطفيف: هي نوع من عمليات السوق المفتوحة التي يلجأ إليها الـ BCE في حالات معينة، وهي عبارة عن عمليات ضخ أو امتصاص للسيولة ولكن بكميات محدودة، وتهدف هذه الأداة إلى إدارة السيولة وتوجيه معدل الفائدة في الأسواق النقدية ومواجهة التقلبات المفاجئة التي تقع في هذا الأخير. (La politique monétaire de la BCE, 2004, pp. 89-90)

د- العمليات الهيكلية: يلجأ الـ BCE إلى استعمال هذه الأداة بغية تصحيح هيكل السيولة الخاص للنظام البنكي أي كمية السيولة المتوفرة في السوق على المدى الطويل، ويمكن أن تأخذ العمليات الهيكلية عدة أشكال أهمها عمليات تنازل مؤقتة وعمليات إصدار أوراق دين. (صارم، 1999، صفحة 110)

1-2-1-2- التسهيلات الدائمة:

يستعملها الـ BCE بغية تمكين البنوك المركزية من الحصول على قروض لمدة 24 ساعة مقابل تقديم ضمانات وبمعدل فائدة محدد مسبقاً، وعادة ما يكون معدل الفائدة المطبق في التسهيلات الدائمة أكبر بكثير عن معدل الفائدة السائد في السوق، ما يجعل مؤسسات الإقراض تستعمل هذا التسهيل إذا اقتضت فقط الضرورة ذلك.

1-2-1-3- الاحتياطي الإلزامي:

إن الدور الذي تؤديه أداة الاحتياطي الإلزامي هو المحافظة على استقرار أسعار الفائدة في السوق النقدي، ويتم تحقيق هذا الهدف عبر آلية التأسيس المتوسط والتي تعني ارتباط الاحتياطي الإجباري لمؤسسات الإقراض بمتوسط الأرصد اليومية لحساباتها المتعلقة بالإحتياطيات خلال مدة زمنية مقارنة لشهر (30 يوم)، وتمكن هذه الآلية مؤسسات الإقراض من تخفيف حدة التقلبات اليومية للسيولة وكذلك الإختلالات المؤقتة في الإحتياطيات.

1-2-1-4- نظام المدفوعات الأوربي الموحد (Target):

بدأ الـ BCE التعامل بنظام المدفوعات الأوربي الموحد (Target) في تاريخ 04 جانفي 1999 وهو عبارة عن نظام مدفوعات بين دول منطقة اليورو يخص المدفوعات كبيرة القيمة، ويسعى نظام الـ Target إلى خلق نظام دفع مستقر وآمن داخل منطقة اليورو كما يهدف أيضا إلى تسريع العمليات المتعلقة بالسياسة النقدية التي تتم بين البنوك المركزية الوطنية لمنطقة اليورو ومؤسسات الإقراض، ويهدف أيضا الـ BCE من خلال تبنيه لنظام الـ Target إلى خلق نظام مدفوعات كفء داخل منطقة اليورو يسمح بربط أنظمة المدفوعات في الدول الأعضاء داخل شبكة واحدة للمدفوعات. (La politique monétaire de la BCE, 2004, pp. 124-125)

2- أدوات السياسة النقدية التقليدية المستعملة من طرف BCE في مواجهة الأزمة:

نشط البنك المركزي الأوروبي منذ عام 2007 في بيئة صعبة للغاية خلفها اندلاع أزمة مالية نظامية كبرى، وقد سعى البنك المركزي خلال مختلف أطوار هذه الأزمة إلى الحفاظ على استقرار الأسعار وتوفير السيولة اللازمة بواسطة اللجوء إلى أدوات السياسة النقدية التقليدية. يعتمد البنك المركزي في سعيه لتحقيق الهدف السابق على تغيير معدل الفائدة، حيث تهدف تغيرات معدل الفائدة الفعلية و/أو المتوقعة إلى التأثير على الاقتصاد وفق ميكانيزمات الانتقال التالية: يتم في بداية الأمر تغيير ظروف التمويل، ثم يتأثر النشاط الاقتصادي، وفي الأخير يتم ضبط المستوى العام للأسعار، كما نلاحظ بأنه في ظل وقوع أزمة مالية نظامية عادة ما يكمل البنك المركزي إجراءاته التقليدية بإجراءات أخرى غير تقليدية وهذا من دون أن يؤثر ذلك على المنطق العام للبنك.

سنحاول فيما يلي التعرض لأبرز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية التي لجأ اليها البنك

المركزي الأوروبي لاستعمالها في مواجهته لتداعيات الأزمة المالية 2007-2008:

2-1- أداة السوق المفتوحة:

كما سبق الإشارة له في المبحث السابق فإن للبنك المركزي الأوروبي أربع أدوات تدخل

في إطار أداة السوق المفتوحة وهي:

● عمليات إعادة التمويل الرئيسية (MRO): تتم بصفة أسبوعية تمتد لمدة 7 أيام

وتنقذ في أجل 24 ساعة وهي تمثل أبرز عمليات السوق المفتوحة؛

● عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (LTRO): هي عبارة عن عمليات إعادة

تمويل شهرية مرفوقة بأجل استحقاق مدته ثلاثة أشهر؛

● عمليات التعديل الطفيف: تكون بكميات محدودة وعادة ما تتم وفق مزاد سريع قد لا تتجاوز مدته ساعة من الزمن وتهدف إلى مواجهة التقلبات المفاجئة التي قد تقع في السوق النقدية؛

● العمليات الهيكلية: يهدف من خلالها الـ BCE إلى تمكين البنوك المركزية من الحصول على قروض لمدة 24 ساعة مقابل تقديم ضمانات وبمعدل مرتفع. تبين مختلف عمليات السوق المفتوحة المبرمة والمنفذة من طرف البنك المركزي الأوروبي بين 2007 و 2010 بملاحظة أنه قد تم التركيز على أداتين فقط من بين الأربع أدوات المتاحة في إطار عمليات السوق المفتوحة، وهما عمليات إعادة التمويل الرئيسية (MRO) وعمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (LTRO)، مع الإشارة أنه تم اللجوء إلى أداة عمليات التعديل الطفيف في حالات نادرة فقط وأن قيمة هذه الأخيرة كانت صغيرة.

سمح لنا تحليلنا لعمليات السوق المفتوحة المبرمة والمنفذة من طرف البنك المركزي الأوروبي خلال الفترة الممتدة من بداية عام 2007 وإلى غاية 8 أوت 2007 بالقول بأن الـ BCE قدم في إطار كل من عمليات الـ MRO والـ LTRO حوالي 300 مليار يورو و 150 مليار يورو على التوالي، وقد تم ابتداءً من تاريخ 09 أوت 2007 تسجيل ارتفاع في قيمة الـ LTRO، حيث انتقلت من 150 مليار يورو إلى 200 مليار يورو.

بلغت قيمة مختلف عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل (LTRO)، عمليات إعادة التمويل الإضافية على المدى الطويل، وعمليات إعادة التمويل الخاصة على المدى الطويل) في نهاية عام 2008 حوالي 617 مليار يورو أي أكبر مستوى إعادة تمويل يسجله البنك المركزي الأوروبي في تاريخه (حوالي 72% من إجمالي عمليات السوق المفتوحة).

شهد السداسي الأول من عام 2009 انخفاض القيمة الإجمالية للسيولة المقدمة في إطار كل من عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل، عمليات إعادة التمويل الإضافية وعمليات إعادة التمويل الخاصة، حيث بلغت في تاريخ 24 جوان 2009 قيمة 309 مليار يورو، كما عرفت القيمة الإجمالية لمختلف العمليات السابق ذكرها ارتفاعا كبيرا خلال عام 2009 وهذا بعد تسديد أول عملية إعادة تمويل بأجل سنة حيث بلغت 729 مليار يورو. ظلت القيمة الإجمالية لمختلف هذه العمليات مرتفعة خلال السداسي الثاني من عام 2009، حيث بلغت في تاريخ 31 ديسمبر 2009 قيمة 670 مليار يورو، وبلغ متوسط السيولة الممنوحة يوميا في إطار الـLTRO خلال السداسي الأول من عام 2010 الـ671 مليار يورو، وبعد ذلك انخفض هذا المتوسط إلى 431 مليار يورو خلال السداسي الثاني من نفس السنة.

حاول البنك المركزي الأوروبي من خلال تكثيفه لعمليات السوق المفتوحة ابتداء من عام 2008 وبالأخص لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل LTRO توفير السيولة اللازمة لمختلف المؤسسات النقدية والمالية بغية تمكينها هي الأخرى من تزويد المؤسسات والعائلات بالسيولات اللازمة، أي أن البنك المركزي هدف إلى تفعيل سوق ما بين البنوك الذي شهد شللا كبيرا منذ انفجار الأزمة المالية في شهر سبتمبر 2008.

(<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/12-110.pdf>)

وفي محاولة منا لتقييم مدى فعالية أداة السوق المفتوحة في تجاوز الأزمة المالية 2007-2008 يمكننا القول بأنها لم تحقق النتائج المرجوة منها لا سيما في مجال تنشيط الاقتصاد ولعل ما يؤكد هذا القول هو أن نسبة كبيرة من السيولات المقدمة من طرف الـBCE سواء في إطار الـMRO أو في إطار الـLTRO لم تصل إلى القطاع الحقيقي، وقد قامت البنوك التجارية في أحسن الاحوال باستثمارها داخل الأسواق المالية في شراء أصول مالية وفي

أسوأ الأحوال قد تم ايداعها في حسابها الجاري لدى البنك المركزي الأوروبي للاستفادة من تسهيل العائد على الودائع الذي يمنحها عائدا مقابل الإيداع (إن ما يعزز هذا الرأي هو تزامن ارتفاع قيمة ودائع البنوك التجارية لدى الـ BCE مع تزايد السيولات المقدمة من طرف هذا الأخير في إطار كل من عمليات الـ MRO وعمليات الـ LTRO).

4-4-2- أداة التسهيلات الدائمة (معدل الفائدة):

تسمح هذه الاداة بتوفير وامتصاص السيولة من يوم لיום آخر، وتسمح أيضا بتحديد الاتجاه العام للسياسة النقدية والإحاطة بمعدل الفائدة السائد داخل الأسواق يوم بيوم يأخذنا التطرق لأداة التسهيلات الدائمة إلى التطرق لسياسة الائتمان (تحديد معدلات الفائدة الرئيسية) التي تعتمد على ثلاث معدلات رئيسية ألا وهي:

- المعدل الرئيسي لإعادة التمويل (REFI) le taux de refinancement

(<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/12-110.pdf>)

يمثل هذا المعدل التكلفة التي تحصل مقابلها البنوك التجارية على قروض مقدمة من طرف البنك المركزي الأوروبي، وقد يتغير هذا المعدل حسب قيمة القروض التي يرغب البنك المركزي تقديمها، وعادة ما يسمى هذا المعدل بـ *taux de refi* ويعتبر هذا المعدل من أهم أدوات السياسة النقدية التي يحوزها البنك المركزي الأوروبي حيث يؤثر بها على حجم القروض وفي تغيرات الاسعار داخل منطقة اليورو.

- المعدل الرئيسي لتسهيلات الإيداع

- (<http://www.iotafinance.com/Definition-taux-de-la-facilite-de-depot.html>) le taux de facilité de dépôt

هو المعدل الذي يقدمه البنك المركزي الأوروبي للبنوك التجارية مقابل الاحتياطات اللازمة للبنوك التجارية، حيث يجب على كل مؤسسة اقراض أن تفتح حساب جاري لدى البنك المركزي تضع فيه نسبة معينة من خزينتها وهو ما يسمى بالاحتياطي الالزامي.

- المعدل الرئيسي لتسهيلات الاقراض الهامشي

(<http://www.ieom.fr/ieom/banques/refinancement-facilite-de-pre-marginal.html>) le taux de facilité de prêt marginal

يمكن للبنوك التجارية أن تطلب من البنك المركزي تزويدها بالسيولة مقابل أصول معينة لمدة 24 ساعة، وهي تدفع مقابل ذلك معدل فائدة يعرف بمعدل تسهيلات الاقراض الهامشي وعادة ما يكون هذا المعدل مرتفع حيث يمثل الحد الأقصى لمعدلات الفائدة اليومية السائدة في السوق وهو نفسه المعدل الذي تخصم به البنوك التجارية أوراقها المالية لدى البنك المركزي (أي معدل إعادة الخصم).

وبغية تحليل التطورات التي شهدتها معدل الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي (تركز جل الدراسات على المعدل الرئيسي لإعادة التمويل) لاسيما في مرحلة الأزمة المالية 2007-2008 حاولنا تحليل تطورات المعدل من عام 2005 إلى غاية نهاية عام 2015 عرف معدل الفائدة منذ شهر ديسمبر 2005 وإلى غاية شهر جويلية 2008 ارتفاعا تدريجيا حيث بلغ مستوى 4.25% وقد ظل عند هذا المستوى إلى غاية شهر سبتمبر من نفس السنة. (فسر هذا الارتفاع بتبني البنك المركزي لسياسة نقدية انكماشية هدف من خلالها إلى محاربة التضخم الذي بلغ مستويات مرتفعة خلال 2007 و2008، وبدل اتباع البنك المركزي لهذا التوجه عن شبه تجاهله للأزمة المالية التي اندلعت منذ عام 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة وإلى رغبته في تجنب الآثار التضخمية التي قد تنتج عن ارتفاع أسعار المواد الأولية منذ شهر أوت 2007 من جهة أخرى والتي يمكن أن تنعكس

على الأجور، وقد تم خلال هذه المرحلة الفصل بين معدل الفائدة السياسية النقدية لتأكيد انه لا يوجد تعارض بين سياسة تحقيق الاستقرار المالي وسياسة تحقيق استقرار الاسعار). عرف معدل الفائدة منذ شهر أكتوبر 2008 تراجعاً سريعاً حيث لينتقل من مستوى 4.25% في شهر سبتمبر 2008 إلى مستوى 1% في شهر مارس 2011. (فسر هذا الانخفاض باتباع البنك المركزي لسياسة نقدية توسعية بسبب انفجار الازمة المالية وما تبعه من تشدد شروط التمويل وتسجيل شح كبير في السيولة وبسبب كذلك ظهور بوادر أزمة الديون السيادية في دولة اليونان منذ أن قامت وكالة التقييم FITCH بخفض نقطة التصنيف الائتماني لليونان في تاريخ 8 ديسمبر 2009).

(<http://fr.reuters.com/article/idFRWEA470020091208>)

عرف معدل الفائدة منذ شهر أبريل 2011 بعض التذبذب الطفيف حيث ارتفع معدل الفائدة من مستوى 1.25% في شهر أبريل 2011 إلا مستوى 1.5% في شهر جويلية 2011 ثم انخفض بعد ذلك في شهر نوفمبر إلى مستوى 1.25% ثم في شهر ديسمبر إلى مستوى 1% ثم ابتداء من شهر جويلية 2012 إلى مستوى 0.75% ليستمر بعد ذلك هذا الانخفاض إلى أن بلغ مستوى 0.05% في شهر ديسمبر 2015. (فسر استمرار البنك المركزي في اتباع توجه معدل الفائدة المنخفض وحتى القريب من الصفر بعدم استقرار اقتصاد منطقة اليورو بسبب تفاقم أزمة الديون السيادية وانتقالها إلى عدة دول داخل المنطقة، وقد هدف البنك المركزي إلى تسهيل عمليات التمويل وتوفير السيولة اللازمة التي تحتاجها المؤسسات النقدية والمالية داخل منطقة اليورو، وفي نفس هذا السياق أقر المدير الجديد للبنك المركزي الأوروبي Mario Dragui خلال الاجتماع نوفمبر 2011 بأن خفض معدل الفائدة يعود أساساً إلى تدهور التوقعات المتعلقة بالنمو وإلى غياب المخاطر التضخمية).

لاحظنا مما سبق بأن البنك المركزي الأوروبي قد حاول في كل مرة التأقلم مع مستجدات الوضع الاقتصادي وهذا من خلال إعادة توجيه السياسة النقدية سواء من انكماشية إلى توسعية أو العكس، إلا أنه وبالرغم من ذلك فإننا نستطيع القول بأنه حتى وإن نجح البنك المركزي الأوروبي إلى حد بعيد في معالجة حالات التضخم التي كانت سائدة داخل منطقة اليورو فإنه لم ينجح بالقدر ذاته في معالجة الاضطرابات المالية خاصة تلك التي سادت منذ اندلاع الأزمة المالية 2007-2008 ويعود ذلك أساساً لبطء رد فعله وعدم استباقه للتقلبات الجارية من جهة.

([https://www.banque-](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Documents_Economiques/documents-et-debats-numero-4-chapitre-6.pdf)

[france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Documents_Economiques/documents-et-debats-numero-4-chapitre-6.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Documents_Economiques/documents-et-debats-numero-4-chapitre-6.pdf))

4-4-3- أداة الاحتياطي الإلزامي:

جاء لجوء البنك المركزي الأوروبي لاستعمال أداة الاحتياطي الإلزامي للرد على تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 في مرحلة جد متأخرة مقارنة ببقية أدوات التقليدية للسياسة النقدية على غرار أداة السوق المفتوحة وأداة التسهيلات الدائمة (معدل الفائدة)، إذ استعمل البنك المركزي الأوروبي أداة الاحتياطي الإلزامي لأول مرة بعد اندلاع الأزمة المالية في شهر ديسمبر 2011 حيث قرر خلال الاجتماع الذي عقده مجلس محافظي البنك المركزي بتاريخ 08 ديسمبر 2011 تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي المطبقة على البنوك التجارية داخل منطقة اليورو من 2% إلى 1% مع دخول هذا القرار حيز التنفيذ بتاريخ 18 جانفي 2012.

([http://www.gecodia.fr/BCE-Liquidite-la-baisse-du-taux-de-](http://www.gecodia.fr/BCE-Liquidite-la-baisse-du-taux-de-reserves-obligatoires-libere-encore-plus-de-cash_a3387.html)

[reserves-obligatoires-libere-encore-plus-de-cash_a3387.html](http://www.gecodia.fr/BCE-Liquidite-la-baisse-du-taux-de-reserves-obligatoires-libere-encore-plus-de-cash_a3387.html))

3- الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية المستعملة من طرف الـ BCE في مواجهة الأزمة:

قام البنك المركزي الأوروبي ابتداء من عام 2009 باتخاذ مجموعة من الاجراءات الجديدة وغير المسبوقة التي أطلق عليها اسم الإجراءات غير التقليدية Non conventionnelle وقد جاءت هذه الاجراءات تحت شعار ما يسمى بأدوات التيسير الكمي وأدوات التيسير النوعي وأداة توجيه استباقات المتعاملين. لقد ركز البنك المركزي الأوروبي في كل مرة كان يتخذ فيها اجراء جديد على الطابع المؤقت والاستثنائي لإجراءاته غير التقليدية حيث أكد على أنه سيقوم برفعها تدريجيا بعد تحقيق الأهداف المرجوة منها والتي تمثلت أساسا في تسهيل عملية حصول البنوك التجارية على السيولة (تحسين شروط التمويل داخل منطقة اليورو).

وقصد الامام بهذه الاجراءات غير التقليدية المتخذة من طرف الـ في مواجهته للأزمة المالية 2007-2008 تطرقنا إلى كل إجراء على حدى فيما يلي:

3-1- برنامج شراء السندات المحمية "

Programme d'achat ferme d'obligations sécurisées "CBPP1, CPBB2

أ- البرنامج الأول لشراء السندات المحمية CBPP1: تعتبر السندات المحمية إلى جانب السندات الكلاسيكية أداة تمويل مهمة بحوزة البنوك في عديد من الدول داخل منطقة اليورو إلا أن ما حصل هو أن عائدها ارتفع بشكل كبير بعد انهيار بنك "ليمان براذرز" ما عرض تمويل عدد كبير من مؤسسات الاقراض للخطر.

حاول البنك المركزي الاوربي الرد على الوضع من خلال إعادة تنشيط الأسواق التي تعطلت تقريبا عن العمل، وقد تجسد ذلك على أرض الواقع بإعلان مجلس المحافظين في تاريخ 07 ماي 2009 عن تبني برنامج شراء السندات المحمية CPBB1 بهدف دعم عملية

تزويد القطاع غير المالي بالقروض البنكية اللازمة، وقد امتد هذا البرنامج الأول من نوعه من تاريخ 06 جويلية 2009 إلى غاية تاريخ 30 جوان 2010.

يتمثل جوهر هذا البرنامج في سماح الـ BCE للبنوك المركزية لدول منطقة اليورو بشراء السندات المحمية بقيمة اسمية كلية مساوية لـ 60 مليار يورو سواء في الأسواق الأولية أو في الأسواق الثانوية، ويسعى الـ BCE من وراء ذلك إلى إعادة انخفاض معدلات الفائدة على السندات المحمية حتى تتمكن الدول من الحصول على القروض بمعدلات فائدة معقولة.

ب- البرنامج الأول لشراء السندات المحمية CBPP2: أعلن البنك المركزي الأوروبي BCE في تاريخ 03 نوفمبر 2011 عن تبني ثاني برنامج له لشراء السندات المحمية CBPP2 بقيمة اسمية حددت بـ 40 مليار يورو، وقد حدد تاريخ 31 أكتوبر 2012 كآخر أجل لتنفيذ هذا البرنامج.

على عكس البرنامج الأول CBPP1 الذي حقق لا سيما في مرحلته الأولى فإن البرنامج الثاني CBPP2 لم يحقق الأهداف المرجوة حيث أنه كان يهدف إلى شراء سندات محمية بقيمة 40 مليار يورو لكنه لم يسمح بشراء سوى ما قيمته 16.42 مليار يورو من السندات المحمية. إن تحليلنا للوضع الاقتصادي الذي كان سائدا خلال مرحلة تنفيذ CBPP2 يأخذنا إلى القول بأن هناك عدة عوامل ساهمت في فشل هذا البرنامج أو على الأقل في عدم تحقيقه لنفس النجاح المسجل في البرنامج الأول CBPP1 أهمها تزامن الـ CBPP2 مع تبني الـ BCE لإجراء آخر اندرج في اجراءات السياسة النقدية غير التقليدية ألا وهو عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل (ذات أجل 03 سنوات) VLTRO والتي وفرت قرابة الـ 1000 مليار يورو وجعلت من عملية اصدار السندات المحمية عملية مكلفة.

3-2- برنامج شراء السندات السيادية:

Programme d'achat de titre souverain" long terme " SMP

قرر البنك المركزي في تاريخ 10 ماي 2010 قبول دين اليونان كمقابل أو كضمان وهذا مهما كانت النقطة الممنوحة من طرف وكالات التقييم لليونان أي أن البنوك المركزية داخل منطقة اليورو أصبحت قادرة على شراء الدين الحكومي والدين الخاص في الثانوية. (: <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Creation-monetaire/Le-rachat-de-titres-de-la-dette-publique-par-la-BCE-peut-il-etre-assimile-a-de-la-creation-monetaire>)

هدف الـ BCE عبر هذا القرار إلى توفير السيولة في أقسام السوق التي تشهد اختلالات ما يؤدي إلى تعطل ميكانيزم انتقال السياسة النقدية، فتغير مكونات محافظ المشاركين في السوق سيشتجع على ظهور شكل جديد من العائد والخطر على الأصول المالية داخل الأسواق المتذبذبة قد يسمح بالانتقال العادي للسياسة النقدية ويسمح أيضا بتدليل انعكاسات التذبذبات (الاختلالات) على الوضع الاقتصادي.

(http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m_actu&ida=399602-la-bce-presente-son-programme-d-achat-d-obligations-securisees)

سجلت قيمة المشتريات من الديون السيادية في إطار برنامج الـ SMP تزايدا كبيرا في الفترة بين شهر ماي 2010 وشهر جويلية 2010 حيث بلغت حوالي 60 مليار يورو لتستقر في بداية شهر أوت عند مستوى 60.3 مليار يورو ثم تصل بعد ذلك في شهر أكتوبر إلى مستوى 63.3 مليار يورو. لقد بلغت قيمة الديون المشتريات في نهاية عام 2010 حوالي 73.3 مليار يورو وهو تقريبا نفس المستوى الذي انتهى عنده برنامج الـ SMP في جويلية 2011 تاريخ توقيف البرنامج.

3-3- برنامج عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل VLTRO:

يعتمد البنك المركزي الأوروبي في الحالات العادية على عمليات إعادة التمويل الرئيسية ذات اجل استحقاق 03 أشهر، إلا أنه وأمام تسارع أحداث الأزمة المالية 2007-2008 وانعكاسها المباشر على ظروف التمويل داخل منطقة اليورو قرر ال BCE اجراء بعض التعديلات على هذه الأداة وذلك من خلال قيامه في العديد من المرات بتمديد أجل استحقاقها من جهة والرفع من قيمها من جهة أخرى. لقد شكل إدخال ال BCE لهذه التعديلات على عمليات إعادة التمويل الرئيسية سببا مباشرا في تحول هذه الاداة من أداة تقليدية إلى أداة غير تقليدية، وقد تجسد ذلك على أرض الواقع في شهر ديسمبر 2011 وفي شهر فيفري 2012 من خلال ما أطلق عليه عمليات ال VLTRO1 وال VLTRO2 التي قرر ال BCE من خلالها تمديد تبني عمليات إعادة تمويل بأجل 03 سنوات.

لم تكن هذه هي الحالة الأولى التي يقوم فيها ال BCE بتمديد أجل عمليات إعادة التمويل الرئيسية بعد اندلاع الأزمة المالية حيث قام بتمديدها لأول مرة من 03 أشهر لـ 06 أشهر في شهر أكتوبر 2008 حيث أصبح ينفذ كل شهر عمليتين إعادة تمويل بأجل 03 أشهر وعملية ثالثة بأجل 06 أشهر واستمر ذلك إلى غاية مارس 2009، كما قتم بتمديدها مرة أخرى ابتداء من شهر مارس 2009 إلى 12 شهر.

قرر البنك المركزي الأوروبي وأمام الوضع الصعب الذي كان سائدا داخل منطقة اليورو في نهاية عام 2011 (نذرة كبيرة في السيولة) لا سيما بعد انفجار أزمة الديون السيادية في عدة دول أوربية القيام بعمليتين لإعادة التمويل بأجل 03 سنوات وبقيمة اسمية اجمالية تقارب ال 1000 مليار يورو (تنطلق العملية الأولى في تاريخ 21 ديسمبر 2011 وقيمتها 489 مليار يورو وتنطلق العملية الثانية في تاريخ 29 فيفري 2012 وقيمتها 529 مليار يورو).

لقد سمحت عمليات الـ VLTRO (1-2) بتبديد الشكوك حول أداء سوق ما بين البنوك وبالتالي إلى زوال خطر نذرة السيولة، كما شهدنا خلال عام 2012 عودة الثقة إلى المستثمرين التي ترجمت ابتداء من شهر مارس 2012 بتراجع معدلات الفائدة على السندات الحكومية.

وفي محاولة منا لتقييم هذا الإجراء يمكننا القول بأن تبني الـ BCE لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل VLTRO1 و VLTRO2 قد ممكنه من تحقيق هدفه الأساسي المتمثل في ربح الوقت من أجل معالجة المشاكل الأساسية، إذ أن هذه الاجراءات لا تشكل حلا للأزمة وإنما تدخل ضمن استراتيجية شاملة للرد على الأزمة.

3-4- توفير سيولات بالعملة الصعبة:

أمام تأزم الوضع داخل السوق النقدي وتسجيل نقص كبير في السيولة المتداولة في سوق ما بين البنوك خاصة بعد انهيار بنك "ليمان برادرز" في تاريخ 15 سبتمبر 2008 قرر الـ BCE توفير سيولات بالعملة الصعبة داخل منطقة اليورو وهذا من خلال تفعيله للترتيبات المؤقتة لتبادل العملات (SWAP) المبرمة مع العديد من البنوك المركزية التي لا تنتمي لمنطقة اليورو على غرار الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) والبنك الوطني السويسري وبنك إنجلترا وبنك السويد.

جاءت أهم الاجراءات المتخذة من طرف الـ BC في هذا الاتجاه كالاتي:

- جاء أول تدخل للـ BCE بتاريخ 18 سبتمبر 2008 حيث حصل على 40 مليار دولار في إطار اتفاقية الـ SWAP المبرمة مع الـ FED، كما حصل أيضا على 110 مليار دولار اضافية من نفس الجهة في إطار تسهيلات المزداد بالأجل (Facilité d'enchères à terme)

(<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080918.en.html>)

- فعل ال BCE اتفاقية ال SWAP المبرمة مع ال FED مرة أخرى في تاريخ 26 سبتمبر 2008 أين حصل على 35 مليار دولار؛

- عاود ال BCE تفعيل اتفاقية ال SWAP المبرمة مع ال FED مرة أخرى في تاريخ 29 سبتمبر أين تم الاتفاق على تزويد ال BCE بـ 240 مليار دولار إلى غاية تاريخ 30 أبريل 2009؛

- قرر ال BCE في تاريخ 15 أكتوبر 2008 تفعيل اتفاقية ال SWAP المبرمة مع البنك الوطني السويسري بغية تمكين البنوك التابعة لمنطقة اليورو من الحصول على التمويل المطلوب بالفرنك الفرنسي؛

- قرر ال BCE في تاريخ 16 جانفي 2009 استمرار عمليات ال SWAP القائمة بينه وبين البنك الوطني السويسري إلى غاية نهاية عام 2009.

وفي محاولة منا لتقييم مدى فعالية هذه الاجراءات يمكننا القول بأن تأثيرها على الأسواق النقدية (أسواق ما بين البنوك) كان مؤقتا فقط لأنها أساسا جاءت كرد فعل على وضع معين (شلل الأسواق) وليس من أجل تقديم حل للمشاكل الأساسية القائمة وراء الوضع السائد.

3-5- توسيع قائمة الأصول المقبولة كضمان:

يندرج هذا الاجراء ضمن اجراءات السياسة النقدية غير التقليدية وبالأخص في اجراءات التيسير النوعي حيث أعلن البنك المركزي الأوروبي في تاريخ 17 أكتوبر 2008 عن المواصفات الفنية لجملة الإجراءات التي اتخذها يوم 15 أكتوبر 2008، حيث تم أساسا إقرار توسيع لائحة الأصول المؤهلة كضمانات في مختلف عمليات الائتمان داخل منطقة اليورو، على أن تظل هذه القائمة الموسعة للضمانات سارية المفعول إلى غاية نهاية عام

2009.

(<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081017.en.htm>)

أضاف البنك المركزي الأوروبي إلى قائمة الضمانات المقبولة في عملية الائتمان العناصر

التالية:

● سندات الدين الصادرة عن مؤسسات الائتمان، وكذلك شهادات الإيداع التي يتم تداولها في بعض الأسواق غير المنظمة ولكن تفي بجميع معايير الأهلية المحددة من طرف البنك المركزي الأوروبي؛

● سندات الدين المحمية بضمانات مقبولة والتي تفي بجميع معايير الأهلية الأخرى.

هدف البنك المركزي الأوروبي من خلال توسيعه لقائمة الضمانات المقبولة إلى توفير كميات إضافية من السيولة لصالح المؤسسات النقدية والمالية الناشطة داخل منطقة اليورو وقد نجح الـ BCE إلى حد ما فقط في ذلك ولعل خير دليل على ذلك هو توسيعه لقائمة الضمانات المقبولة مرة أخرى في تاريخ 10 ماي 2010 حيث أقر بقبول الديون السيادية لدولة اليونان كضمان وهو ما تجسد في برنامج شراء السندات السيادية.

الخاتمة:

شكلت الأزمة المالية 2007-2008 التي طالت عدد كبير من دول العالم بما فيها دول الاتحاد الأوروبي تحدي حقيقي بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي ولمدى فعاليته سياسته النقدية على مواجهة أزمات بهذا الحجم، وقد لجأ البنك المركزي في رده على الأزمة المالية 2007-2008 إلى استعمال الأدوات التقليدية لسياسته النقدية وبالأخص أداة السوق المفتوحة وأداة التسهيلات الدائمة (معدل الفائدة).

لم ينحصر رد فعل ال BCE في استعمال أداة مع معدل الفائدة التي تعتبر من أدوات السياسة النقدية التقليدية وإنما اعتمد أيضا على أدوات السياسة النقدية المسماة بغير التقليدية لا سيما على أداتي التسيير الكمي والنوعي اللتان سعا من ورائها إلى توفير السيولة اللازمة داخل منظمة اليورو.

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

● سعى البنك المركزي الأوروبي إلى معالجة تداعيات الازمة المالية العالمية من خلال اتباع مجموعة من التدابير إذ لجأ في بادئ الأمر كغيره من البنوك المركزية الوطنية إلى استعمال الأدوات التقليدية لسياسته النقدية على غرار أداة السوق المفتوحة و داة التسهيلات الدائمة إلا أنه سرعان ما تيقن بأن هذه الأدوات لن تكون كافية لمعالجة الأزمة ما جعله يتخذ مجموعة من الإجراءات الأخرى التي سميت بغير التقليدية.

● جاءت انعكاسات غالبية الاجراءات غير التقليدية المتخذة من طرف البنك المركزي الاوربي في رده 2008 إيجابية في المراحل الأولى لتنفيذها لكنها سرعان ما قلت فعاليتها ويعود ذلك بدرجة أولى لعدم ادراج هذه الاجراءات ضمن استراتيجية شاملة تهدف إلى معالجة المشاكل الأساسية القائمة داخل منطقة اليورو وإنما لكونها جاءت كمجرد حلول مؤقتة لمحاولة تجاوز وضع معين فقط، وقد لمسنا ذلك بشكل واضح عبر تحليلنا لبرنامج شراء السندات المحمية حيث وبعد أن نجح البرنامج الأول CPBB1 في تحقيق أهدافه تم تسجيل فشل كبير للبرنامج الثاني CPBB2.

● سمحت الإجراءات المتبعة من طرف البنك المركزي الأوروبي بتدليل تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 لكنها لم تقض عليها نهائيا حيث ظلت التوترات المالية سائدة داخل منطقة اليورو، ولعل ما يؤكد ذلك هو انفجار أزمة الديون السياسية في أوروبا عام 2010 وفي الأخير يمكننا تقديم الاقتراحات التالية:

● نرى بأنه حتى تنجح السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية المعاصرة (ذات الطابع المدمر والسريعة الانتشار) ينبغي أن تعتمد البنوك المركزية في آن واحد على كل من الأدوات التقليدية لسياساتها النقدية بالأخص معدل الفائدة والأدوات غير التقليدية لسياساتها النقدية المتمثلة أساسا في التيسير الكمي والتيسير النوعي وتوجيه استباقات المتعاملين الاقتصاديين.

● نرى بأن على البنوك المركزية عدم الإفراط في استعمال أداة معدل الفائدة في الفترات العادية التي يمر بها الاقتصاد (خارج الأزمة المالية) و ن تسعى إلى تطوير بدائل أخرى تمكنها من معالجة بعض الحالات التي قد يمر بها الاقتصاد كنقص الطلب أو نقص الاستثمار أو التضخم... الخ، فعادة ما تواجه البنوك المركزية عند اندلاع أزمة مالية ما مشكلة أساسية تتمثل في مدى إمكانية لجوئها لأداة معدل الفائدة لكون هذه الأداة عادة ما تستخدم لأغراض أخرى قد لا تصب في خانة معالجة الأزمة المالية.

قائمة المراجع العربية:

- أحمد فريد مصطفى. (بلا تاريخ). السياسات النقدية و البعد الدولي لليورو.
- حسين عمر. (1998). التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر النظرية و التطبيق. القاهرة: دار الفكر العربي.
- سمير صارم. (1999). اليورو. دمشق: دار الفكر.
- صالح فلاحي. (1999). نظام النقد الدولي و معضلة الدول الفقيرة. مجلة اتحاد الجامعات العربية للعلوم التطبيقية، 72-73.
- فاروق محمود الحمد. (2000). الوحدة النقدية الأوروبية و اليورو: النشأة، و التطور، و الآثار. سلسلة رسائل البنك الصناعي، 12-13.

- محمد محمود عبد الرحمان خليل. (2002). تحرير أسعار الصرف في مصر و أثر نظام النقد الأوروبي على الجنيه المصري. رسالة ماجستير. القاهرة، كلية التجارة: جامعة عين الشمس.
- منى قاسم. (2000). اليورو و أسواق المال الدولية و العربية، سلسلة قضايا مصرفية (01). عمان: الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.
- وائل أحمد علام. (1998). البرلمان الأوروبي. القاهرة: دار النهضة العربية
- قائمة المراجع الأجنبية:

Bibliographie

- <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Creation-monetaire/Le-rachat-de-titres-de-la-dette-publique-par-la-BCE-peut-il-etre-assimile-a-de-la-creation-monetaire>. (s.d.).
- La politique monétaire de la BCE.
- <http://fr.reuters.com/article/idFRWEA470020091208>. (s.d.). Consulté le 04 22, 2021, http://www.gecodia.fr/BCE-Liquidite-la-baisse-du-taux-de-reserves-obligatoires-libere-encore-plus-de-cash_a3387.html. (s.d.)
- <http://www.ieom.fr/ieom/banques/refinancement-facilite-de-pre-marginal.html>. (s.d.). Consulté le 04 22, 2021.
- <http://www.iotafinance.com/Definition-taux-de-la-facilite-de-depot.html>. (s.d.). Consulté le 04 22, 2021.
- http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m_actu&ida=399602-la-bce-presente-son-programme-d-achat-d-obligations-securisees. (s.d.)
- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080918.en.html>. (s.d.).
- <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/12-110.pdf>. (s.d.). Consulté le 04 20, 2021,
- www.fr.vikidia.org/wiki/Serpent_monetaire_europeen. (s.d.). Consulté le 04 20, 2021.
- www.traitederome.fr/fr/histoire-du-traite-de-rome.html. (s.d.). Consulté le 04 15, 2021.

