

فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير  
التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة  
أزمة الديون السيادية الأوروبية

الأستاذ المساعد نوفل سمايلي  
جامعة باجي مختار - عنابة - الجزائر

الأستاذ المساعد فضيلة بوطورة  
جامعة تبسة - الجزائر



**المستخلص :**

للبنك المركزي الأوروبي دور هام ومُتجدد في التخفيف من وطأة التداعيات السلبية لأزمة الديون السيادية لليونان وباقي الدول الأوروبية الأخرى المُهددة بعد أن تم السماح له بالتدخل في الأسواق المالية كمساهمة لحل الأزمة بإعطائه المزيد من الصلاحيات، إضافة إلى تبني أدوات سياسة نقدية جديدة واتساع مجال التنسيق والتعاون مع الحكومات الأوروبية لمنطقة الأورو. وفي ظل تلك الظروف غير العادية تدخل البنك المركزي الأوروبي من خلال أدوات سياسية نقدية غير تقليدية تجسدت بأسعار الفائدة الاسمية الجد منخفضة بشكل استثنائي، و سياسات التسيير الكمي والنوعي الفاعلين.

**الكلمات المفتاحية :** البنك المركزي، السياسة النقدية، أزمة الديون السيادية، التسهيل الكمي، التسيير النوعي.

**Abstract :**

European Central Bank has an important role and renewed in alleviating the negative repercussions of the sovereign debt crisis of Greece and the rest of the other European countries threatened after he was allowed to intervene in the financial markets as a contribution to resolve the crisis by giving more authority. as well as the adoption of new instruments of monetary policy and breadth of the field of coordination and cooperation with European governments for the Euro area. Under these extraordinary circumstances the European Central Bank's intervention through tools unconventional monetary policy embodied in nominal interest rates grandfather exceptionally low, and the policies of quantitative and qualitative easing

**Keywords :** Central Bank, Monetary Policy, Sovereign Debt Crisis, Quantitative Easing, Qualitative Easing.

**مقدمة**

إذا كان القطاع المصرفي من أهم القطاعات الاقتصادية فإن البنك المركزي يعتبر العمود الفقري لهذا القطاع باعتباره المسؤول عن إدارة وتوجيه السياسة النقدية وسلامة القطاع المصرفي مما يضمن استقرار النشاط الاقتصادي. والمتتبع لمسار التطورات في مجال البنوك المركزية على المستوى العالمي يتبين أن ثمة نزعة متزايدة منذ عقود نحو الإهتمام بدور البنوك المركزية في ترسيخ دعائم الإستقرار الإقتصادي عموماً والإستقرار النقدي خصوصاً. وذلك من خلال تحفيز القدرة الإستقلالية للبنك المركزي من أجل كفاءة وفعالية السياسة النقدية من جهة، وتوسيع الصلاحيات والسلطات الإشرافية للبنك المركزي على مختلف البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من جهة أخرى، إلى جانب تدعيم التنسيق والتعاون بين البنوك المركزية على المستوى الإقليمي والعالمي، بعد أن سادت فكرة عدم رشادة الدولة وضرورة إبتعادها عن المجال الإقتصادي.

إن الاقتصادات ما تزال تنكمش، والبطالة آخذة في الإرتفاع، والديون العاملة تواصل النمو والعجزات المالية ما تزال عالية، والكثير من الميزانيات العمومية المصرفية تظل هشة، وتقليل الديون مستمر، والضغط السياسية

تبدو واضحة في جميع أنحاء منطقة اليورو، حيث يستمر النقاش حول مزيد من التكامل، وبالرغم من هذه القائمة المثيرة للاضطراب، ظلت الأسواق المالية في جميع أجزاء منطقة اليورو نشطة، أما إيرادات السندات السيادية في المنطقة الهامشية فقد انخفضت إلى أرقام لم تشهدها منذ عام 2010، و إيرادات سندات الشركات سواء عالية الدرجة أو عالية العائد، فقد اقتربت من أسعار منخفضة شبه قياسية.

وفي ظل تلك الظروف غير العادية تدخل البنك المركزي الأوروبي من خلال أدوات سياسية نقدية تقليدية وأخرى غير تقليدية تجسدت بأسعار الفائدة الاسمية الجد منخفضة بشكل استثنائي، و سياسات السيولة الداعمة في شكل التيسير الكمي والنوعي الفاعلين، وبذلك تأكدت أهمية دور البنك المركزي الأوروبي في حل الأزمة على الأقل في المدى القصير متجاهلاً بذلك التحديات الأطول أجلاً لأن التضخم ما يزال محصوراً بشكل جيد، والسياسة النقدية مؤيدة، و التركيز على النقش يتراجع، و الاتجاه يتقدم نحو إعادة توازن الإقتصاد لدول منطقة اليورو.

### أهمية الدراسة

تكتسب الدراسة أهميتها الكبرى من خلال الدور الهام الذي يقوم به البنك المركزي الأوروبي في مجال توجيه مسار السياسة النقدية قصد المحافظة على مستوى الأسعار وتحقيق التوازن الكلي لاقتصاد المنطقة النقدية وكذا الاقتصاد الوطني لكل أعضاء الاتحاد. وبناء مصداقية راسخة في مجال السياسة النقدية من خلال تبني أدوات غير عادية لظروف غير عادية، خاصة في حالة عدم الاستقرار الاقتصادي التي أصبحت الميزة في السنوات الأخيرة، وتحمل الدراسة في طياتها العديد من مظاهر التناقض والصراع خاصة في ظل الأزمات المالية والمصرفية، كما زاد من أهمية البحث تلك التطورات المستمرة في الميدان المصرفي سواء على المستوى المحلي أو الدولي.

### إشكالية الدراسة

شهد العالم برمته والاتحاد الأوروبي خاصة أزمة مالية حادة تعتبر من أشد الأزمات التي عرفها الاقتصاد العالمي والتي بدأت بالأسواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية لتمتد عدواها إلى الأسواق المالية في أوروبا ثم إلى العديد من الدول الأخرى. ولم تقتصر هذه الأزمة على البنوك أو النظام المالي فقط بل تعدت إلى الاقتصاد الحقيقي، وهي تندرج ضمن سلسلة الأزمات المالية التي ميزت النظام الرأسمالي لأكثر من قرن، والذي يعيش مؤخراً أزمة الديون السيادية الأوروبية، والتي تُحمل البنك المركزي الأوروبي المسؤولية الكاملة في إدارتها ومواجهتها . وفي ضوء ذلك تندرج إشكالية العمل البحثي في السؤال الآتي: ما هي أدوات البنك المركزي الأوروبي التقليدية وغير التقليدية في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية وما مدى فاعليتهما؟

وتتنطوي تحت تلك الإشكالية التساؤلات الرئيسية الآتية:

- ما مدى نجاعة أدوات السياسة النقدية التقليدية للبنك المركزي الأوروبي خلال أزمة الديون السيادية الأوروبية؟
- ما المقصود بسياسات التيسير الكمي والنوعي للبنك المركزي الأوروبي؟
- ما مدى فاعلية الأدوات المستحدثة للسياسة النقدية للحد من أزمة الديون السيادية الأوروبية ؟

### المحور الأول: البنك المركزي الأوروبي

أُنشأت مُعاهدة ماستريخت " المؤسسة النقدية الأوروبية " كمؤسسة انتقالية لتنسيق الأعمال التحضيرية المتعلقة بالسياسة النقدية للمرحلة الثالثة للاتحاد الاقتصادي والنقدي المقررة في جانفي 1999، وكان من العناصر المهمة ضمن التفويض الممنوح لهذه المؤسسة، وضع إطار عمل للسياسة النقدية التي يتبناها " النظام الأوروبي للبنوك المركزية " الذي يتكون من البنك المركزي الأوروبي الذي يقع مقره الرئيسي في فرانكفورت (ألمانيا) والبنوك المركزية الوطنية الثمانية و العشرون للدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي.

وَدُون شك أهم التكتلات الاقتصادية التي أنشأت حديثاً هوالاتحاد الأوروبي الذي اكتمل كيانه بالوحدة النقدية، التي تتطلب سلطة نقدية غير عادية تتمركز على قمة نظامه النقدي ألا وهي البنك المركزي الأوروبي، الذي يفترض أن يتمتع بدرجة عالية من الاستقلالية، ولا يمكن تحليل أدائه إلا من خلال فهم دقيق لمكونات هذه السلطة النقدية عن طريق التعرض لنشأته وهيكله التنظيمي وأهدافه ومهامه بالإضافة إلى إستراتيجية السياسة النقدية وأدواتها.

#### أولاً- نشأة البنك المركزي الأوروبي وهيكله التنظيمي

سيتم التعرض إلى نشأة البنك المركزي الأوروبي ثم تناول مكونات الهيكل التنظيمي.

#### 1- إنشاء البنك المركزي الأوروبي<sup>1</sup>

فبعد أن تم إنشاء مؤسسة النقد الأوروبية في سنة 1994، التي تضمنت مسؤولياتها تطوير إطار العمل الخاص بالسياسة النقدية وسياسة سعر الصرف، والقواعد والإجراءات والتدابير الخاصة بالنظام الأوروبي للبنوك المركزية. فقد تم إنشاء البنك المركزي الأوروبي في جوان 1998 ليبدأ عمله بصفة رسمية مع مطلع سنة 1999.

#### الجدول رقم «01»: مفتاح توزيع المساهمة في رأس مال البنك المركزي الأوروبي (سنة النشأة 1999)

الدول	السكان		الناتج الداخلي الخام (PIB)		النسبة من القاعدة النقدية
	بالملايين	النسبة%	بملايير الأورو	النسبة%	
ألمانيا	82.060	28.3	1854	33.4	37.4
النمسا	08.084	2.8	182	3.3	3.7
بلجيكا	10.182	3.5	214	3.9	2.8
إسبانيا	39.323	13.5	469	8.5	13.4
فنلندا	05.140	1.8	105	1.9	1.4
فرنسا	58.607	20.2	1229	22.1	11.0
أيرلندا	03.661	1.3	67	1.2	0.4
إيطاليا	57.506	19.8	1012	18.2	22.7
لوكسمبورغ	00.042	0.1	14	0.3	0.1
هولندا	15.603	5.4	318	5.7	5.6
البرتغال	09.876	3.4	85	1.5	1.5
المجموع	290.463	100.00	5548	100	100.00

Source : BCE, Rapport annuel 1999, P: 28.

<sup>1</sup> - تشارلز إينوخ وآخرون، « العمليات النقدية في الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي »، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 35، العدد 02، جوان 1998، ص: 34.

تُمثل المادة الرابعة من معاهدة ماستريخت شهادة ميلاد البنك المركزي الأوروبي الذي يتمتع بشخصية قانونية مستقلة توفر له السلطة الكاملة لممارسة مهامه في الإطار المؤسسي الموضوع، ويعمل إلى جانبه مجموع البنوك المركزية الوطنية التي تعتبر مساهمة في رأس مال البنك المركزي الأوروبي وفق مفتاح توزيع نسبي يتشكل من شطرين، شطره الأول من الناتج الداخلي الخام (PIB) أما الشطر الثاني يُمثل عدد السكان، ودون شك فإن ألمانيا تحتل المرتبة الأولى أما الدول التي خارج نظام الأورو لا تُسدد حصتها من رأس مال البنك المركزي، إلا أنها تدفع قيمة دنيا للمشاركة في تغطية تكاليف تشغيل البنك المركزي.

وقد تم تعديل مفتاح توزيع الحصص في رأس مال البنك المركزي الأوروبي أربعة مرات منذ دخول المرحلة الثالثة من الاتحاد الاقتصادي والنقدي، المراجعة الخامسة في الدورتين العاديتين في الأول من جانفي 2004 و 2009، ومرتين بصفة استثنائية أولهما في الفاتح من ماي 2004 بمناسبة توسيع الاتحاد بانضمام الدول العشر، أما المرة الأخرى فكانت في الفاتح من جانفي 2007 عند انضمام بلغاريا ورومانيا. ومنذ 29 ديسمبر 2010 رفع البنك المركزي الأوروبي رأسماله المكتتب من 5,76 مليار أورو إلى 10,76 مليار أورو وذلك عبر ثلاثة دفعات سنوية ، سددت آخرها في 27 ديسمبر 2012.<sup>2</sup>

## 2- الهيكل التنظيمي

حددت المادة الثامنة من لائحة النظام الأوروبي للبنوك المركزية هيئات اتخاذ القرار في البنك المركزي الأوروبي والتي تسيير كذلك النظام الأوروبي للبنوك المركزية. وهما المجلس التنفيذي ومجلس المحافظين بالإضافة إلى المجلس العام ويمكن إيجاز ذلك على النحو الآتي:<sup>3</sup>

### 2-1- المجلس التنفيذي\*

يتكون من رئيس ونائب رئيس البنك المركزي الأوروبي وأربع أعضاء آخرين ممن لديهم خبرة ودراسة كافية بالشؤون النقدية. ويتم تعيينهم من طرف المجلس الأوروبي لرؤساء الدول والحكومات بتزكية من مجلس الوزراء وذلك بعد استشارة البرلمان الأوروبي ومجلس المحافظين، لمدة عضوية تساوي ثماني سنوات غير قابلة للتجديد، وتقتصر العضوية على ممثلي الدول الأعضاء في نظام اليورو فقط.

ويتمتع كل عضو في المجلس التنفيذي بصوت واحد، ويتم التصويت داخل المجلس القرارات بالأغلبية البسيطة، أما في حالة التعادل فيتم ترجيح صوت رئيس المجلس. وتتمثل المهمة الرئيسية للمجلس التنفيذي في تنفيذ السياسة النقدية وفقاً للتوجيهات والقرارات التي يتخذها مجلس المحافظين، عن طريق إعطاء التعليمات للبنوك المركزية الوطنية. وبالإضافة إلى ذلك فهو المسؤول عن الأعمال التجارية للبنك المركزي الأوروبي.

<sup>2</sup> - الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي على الرابط التشعبي: <http://www.ecb.int>

<sup>3</sup> - أوتمار آيسنج، « السياسة النقدية لنظام اليورو »، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 36، العدد 01، مارس 1999، ص: 18.

\* - قد تم تنصيب أول أعضاء المجلس التنفيذي المتشكل: WIN Duisenberg (هولندا) رئيساً، CHRISTIAN Noyer (فرنسا) نائب الرئيس، الأعضاء SIRKKA Hämäläinen (فنلندا)، DOMINGO Solans (اسبانيا)، TOMASSO Padoa Schioppa (إيطاليا)، OTMAR Issing (ألمانيا).

**2-2- مجلس المحافظين**

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

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

**2-3- المجلس العام**

وطالما لا تشترك كل الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي في نظام الأورو. النظام النقدي الأوروبي. فإن المجلس العام سيوجه النظام الأوروبي للبنوك المركزية، ويضم رئيس ونائب رئيس البنك المركزي الأوروبي ومحافظي البنوك المركزية الوطنية للدول السبعة عشر المشكلة للاتحاد. فالبنوك المركزية للدول الإحدى عشر التي لم تتبنى الأورو (الدانمارك، السويد، المملكة المتحدة، بلغاريا، رومانيا، المجر، كورواتيا، تشيكيا، لاتفيا، ليتوانيا، بولندا) تستمر في إتباع سياسات نقدية وطنية، لأنها لن تشارك في اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية الموحدة ولا تملك حق انتخاب أعضاء المجلس التنفيذي. كذلك هذه البنوك المركزية لا تدخل ضمن هيئتنا اتخاذ القرارات بالنظام الأوروبي للبنوك المركزية وغير مُرخص لها الاكتتاب في رأس مال البنك المركزي الأوروبي فهي عضواً بالنظام الأوروبي للبنوك المركزية من خلال المجلس العام فقط. ويساهم المجلس العام في التحضيرات اللازمة لتحديد أسعار صرف عملات الدول غير المشاركة في نظام الأورو، وخلق علاقات تعاون وتنسيق بين الفئتين، بالإضافة إلى إسهامه في الوظائف الاستشارية للبنك المركزي الأوروبي، كما يعد مسؤولاً على جمع الإحصائيات النقدية والائتمانية وتحضير التقارير إلى جانب باقي الهيئات.

**ثانياً- أهداف ومهام البنك المركزي الأوروبي**

للبنك المركزي الأوروبي هدف أساسي وحيد ومهام متعددة ويمكن إيجاز ذلك كما يلي:

**1- أهداف البنك المركزي الأوروبي**

تعتبر لائحة النظام الأوروبي للبنوك المركزية جزءاً لا يتجزأ من معاهدة ماستريخت. وتتص المادة الثانية منها

على أن " الهدف الرئيسي للنظام الأوروبي للبنوك المركزية يتمثل في المحافظة على استقرار الأسعار، ودون الإخلال بهدف استقرار الأسعار، فإنه يدعم السياسة الاقتصادية العامة للجماعة بقصد الإسهام في تحقيق أهداف الجماعة... ويعمل النظام الأوروبي للبنوك المركزية، وفقاً لمبدأ اقتصاد سوق مفتوح يتميز بالمنافسة الحرة، ويدعم تخصيص العمال للموارد..."; ويتبين من خلال ذلك أن الهدف الأساسي يتمثل في مكافحة التضخم، والذي حدده البنك المركزي الأوروبي أنه تضخم يقل عن 2 % في منطقة اليورو بأكملها، ويتعزز الاهتمام باستقرار الأسعار بالدرجة العالية من الاستقلالية الممنوحة للنظام الأوروبي للبنوك المركزية وبأحكام أخرى تعزل صانعي القرارات عن الضغوط السياسية<sup>4</sup>.

## 2- مهام البنك المركزي الأوروبي

المهمة الأساسية للبنك المركزي تتمثل في تحديد وتنفيذ السياسات النقدية لمنطقة اليورو التي تضمن تحديد الأهداف وفق مهام مجلس المحافظين، وتطبيق التدخلات النقدية تحت سلطة المجلس التنفيذي، متبعا بتوجيهات المجلس المُعطاة في مجال معدل الفائدة، بالإضافة إلى إجراء عمليات الصرف الأجنبي تتفق مع المادة 109 من معاهدة ماستريخت\*؛ وحيازة وإدارة احتياطات أجنبية رسمية لدول الاتحاد الأوروبي، وتعزيز العمل السلس لنظم الدفع، والإسهام في الإدارة المرنة لسياسات السلطات المسؤولة عن رقابة الحيلة المالية للمؤسسات الائتمانية واستقرار النظام المالي. وبالإضافة إلى هذا فإن للبنك المركزي الأوروبي مهام استشارية مهمة فيما يتعلق بالتشريع الجديد على مستوى الاتحاد الأوروبي وعلى المستوى الوطني ضمن نظام صلاحياته<sup>5</sup>.

ويقصد بتعزيز العمل السلس لنظام الدفع، آلية تحويل الأموال بين البنوك خاصة عن طريق المقاصة وربط نظم المدفوعات الوطنية للدول الأعضاء، ومن أجل ذلك تم تصميم نظام تارجيت (TARAGET) ثم (TARAGET2)- نظام التسوية الإجمالية بالتحويل السريع الآلي في الوقت الحقيقي عبر أوروبا. الذي يتكون أساساً من عنصرين؛ نظام وطني للتسوية الإجمالية التي تتم في الوقت الحقيقي في كل الدول الأعضاء ونظام يربط ما بين هذه الأنظمة الوطنية. ويعتبر نظام الدفع هذا العابر للحدود عنصراً أساسياً في النظام النقدي والمالي الأوروبي فهو يُساهم في تطوير نظام دفع فعال وآمن في جميع الدول على حد سواء، ويُوفر للبنوك التجارية في الاتحاد نتائج نهائية مستمرة خلال اليوم عن تحويلات الأفراد مما تزيد من درجة أمان وكفاءة وفعالية المعاملات داخل المجموعة الأوروبية. ويضمن بذلك ارتباط ظروف أسواق النقد المحلية بصورة فورية ومستمرة بالظروف السائدة في الأماكن الأخرى لضمان سعر فائدة مُوحد باليورو<sup>6</sup>.

أما عن الإشراف التحوطي فإن لائحة شبكة البنوك المركزية الأوروبية ومعاهدة ماستريخت لا تكلفان البنك

<sup>4</sup> - كلاس كنوت وآخرون، « تحديات السياسات التي تواجه منطقة اليورو »، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 35، العدد 04، ديسمبر 1998، ص: 04.

\* - في ظل معاهدة ماستريخت يتم تحديد نظام الصرف الأجنبي بقرار من مجلس الوزراء بعد التشاور مع البنك المركزي الأوروبي، مع السعي للوصول إلى توافق في الرأي يتمشى بهدف استقرار الأسعار. ويعتبر البنك المركزي مسؤولاً عن عمليات الصرف الأجنبي.

<sup>5</sup> - أوتمار إيسنج، « السياسة النقدية لنظام اليورو »، مرجع سابق، مارس 1999، ص: 19.

<sup>6</sup> - شارلز إينو ومارك كونتين، « الاتحاد النقدي الأوروبي: تنفيذ السياسة النقدية »، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 33، العدد 03، سبتمبر 1996، ص: 30.

المركزي الأوروبي إلا وظائف محدودة. وقد كلفت البنوك المركزية الوطنية بعملية الإشراف التحوطي وإرسال مختلف البيانات والإحصائيات إلى البنك المركزي الأوروبي. ويجوز لمجلس وزراء الاتحاد الأوروبي بناءً على طلب المفوضية الأوروبية أن يكلف البنك المركزي الأوروبي بمهام معينة متعلقة بالإشراف التحوطي.

وأخيراً فيما يتعلق بمهمة ضمان استقرار النظام المالي فإن البنك المركزي الأوروبي الذي هو شبيه من نواحي عديدة بنظام البنزينك لا يتحمل هو الآخر مسؤولية صريحة عن حماية استقرار النظام المالي وهو لا يعمل كمقرض الملاذ الأخير أثناء أزمات السيولة، ففي حالة حدوث أزمة سيولة محلية ستكون المسألة الرئيسية هي ما إذا كانت البنوك المركزية الوطنية تستطيع بدون منحها السلطة من البنك المركزي الأوروبي، أن توفر دعم السيولة للمؤسسات المتعثرة، فإن مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي يستطيع بتصويت مشروط للأغلبية أن يمنعها من شراء ضمانات غير مستوفية الشروط من المؤسسات المتأزمة، وفي ظل الإطار المؤسسي الحالي -قُبيل الأزمة- .

مازال هناك الكثير من الغموض حول مدى إمكانية قيام البنوك المركزية الوطنية بتوفير معونة السيولة في الحالات الطارئة للبنوك المتعثرة، إلا أنه يتبين في كل حالات الأزمات التي تشمل الأسواق والمؤسسات الأوروبية أن البنك المركزي الأوروبي إما أن يقرر حقن مزيداً من الأموال في النظام في حالة أزمة سيولة عامة، أو أن يسمح للبنوك المركزية الوطنية بالتدخل في أزمة سيولة محلية. إلا أن هذا التدخل يتطلب معرفة دقيقة للمؤسسات المتأزمة، وستكون المعلومات الإشرافية ضرورية لتقييم مخاطر الائتمان التي قد تشملها هذه العمليات في حالة اضطراب البنك المركزي الأوروبي لقبول ضمانات لا تنطبق عليها الشروط. وبينما قد يفسر هذا النقص في الشفافية بأنه " غموض بناء " مقصود به تقليل المخاطر المعنوية، يعكس على الأرجح حقيقة أن النظام الأوروبي للبنوك المركزية لم يستكمل بعد إطاره القانوني لإدارة الأزمات في الاتحاد الأوروبي فاسحاً المجال إلى التفاهات والترتيبات التي يتفق عليها في حينها لعل ما هو مطلوب لتجنب المشاكل النظامية، إلا أن بعض السلطات الأوروبية تعتقد أنه بمجرد إرساء هذه الترتيبات يجب ألا يتم الإفصاح عنها للجمهور العام، لأن ذلك يزيد من المخاطر المعنوية.<sup>7</sup>

### المحور الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية و فاعليتها في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية

تحت تصرف نظام الأورو مجموعة من الأدوات لتنفيذ السياسة النقدية، و لتوجيه و إدارة معدلات الفائدة القصيرة الأجل، و يستخدم لأجل ذلك عمليات السوق المفتوحة التي تعتبر الأداة الرئيسية، إضافة إلى الإعتماد على تسهيلان دائمان للأطراف المقابلة المؤهلة، أما الأداة الثالثة و الأخيرة تتمثل في متطلبات الاحتياطي الإلزامي المفروضة على المؤسسات الإئتمانية، وتبقى فاعلية كل أداة مرهونة بعدة اعتبارات مختلفة.

### أولاً- أدوات السياسة النقدية التقليدية

تتمثل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية في الأدوات التالية :

<sup>7</sup> - اليساندرو براتي وجاري شيناسي، « ضمان الاستقرار المالي في منطقة اليورو »، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 35، العدد 04، ديسمبر 1998، ص ص: 13 - 15.

**1- عمليات السوق المفتوحة**

تلعب عمليات السوق المفتوحة دوراً أساسياً في السياسة النقدية لنظام اليورو ، حيث يتم استخدامها في توجيه أسعار الفائدة قصيرة الأجل في السوق النقدية، إدارة السيولة المصرفية و تحديد مسار السياسة النقدية، كما أنها تُجسد لامركزية النظام النقدي الأوروبي من خلال اعتماده على البنوك الوطنية في تنفيذ عمليات السوق المفتوحة، والتي تنقسم إلى أربعة أدوات:<sup>8</sup>

**1-1- عمليات إعادة التمويل الرئيسية**

تُمثل عمليات التنازل المؤقت الهادفة لتوفير السيولة بطريقة نظامية بتكرار أسبوعي و استحقاق لمدة أسبوعين، و تُنفذ من خلال عطاءات نمطية لإعادة الشراء، و تُوفر إشارات مُهمة لسعر الفائدة و تضمن الجزء الأكبر من سيولة النظام المصرفي.

**1-2- عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل**

يُقوم نظام اليورو بصفة منتظمة بتحويل مؤقت لتوفير السيولة بتكرار شهري تكميلي و مدة استحقاق لثلاثة أشهر، و تهدف إلى توفير إعادة تمويل تكميلي على المدى الطويل للنظام البنكي من خلال عطاءات نمطية.

**1-3- عمليات التعديل الدقيق**

يمكن أن تكون عمليات ضخ أو استرجاع للسيولة، فهي تسعى بطريقة دقيقة و فعالة لضبط وضعية السيولة في السوق النقدية و جعل أسعار الفائدة متساوية أو متقاربة بتكرار و أجل استحقاق متغيرين و تُنفذ من خلال المناقصات السريعة حيث تقدر المدة بين الإعلان عنها و القيام بها ساعة واحدة، أو عن طريق الإجراءات التثائية، و يمكن أن تأخذ شكل التنازل المؤقت (نظام الأمانات)، استرجاع السيولة على بياض، أو عقود مبادلة عملة، و في بعض الأحيان عمليات نهائية (مباشرة).

**1-4- عمليات الهيكلية**

تُستخدم لتوجيه الوضع الهيكلي للقطاع المصرفي بالنسبة للقطاع المالي، بتكرار و أجل استحقاق متغيرين، عن طريق عطاءات نمطية أو إجراءات تثائية لتسوية الوضعية الهيكلية للسيولة في النظام الأوروبي إما بالزيادة في شكل نظام الأمانات أو بالنقصان في شكل شهادات ديون.

<sup>8</sup> - BCE, la mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone Euro, documentation générale concernant les instruments et procédures de politique monétaire de L'Euro système, 2012, pp :10-17.

## 2-التسهيلات الدائمان

التسهيلات الدائمان مُخصصان من أجل ضخ أو امتصاص السيولة يومياً، و تأطير معدلات السوق اليومية، فهما يمثلان تسهيلاتاً تمويليةً للنظام الأوروبي من خلال قيام السوق بالتخفيف من عدم الإستقرار في السيولة و في أسعار الفائدة، و ينقسمان إلى:<sup>9</sup>

### 2-1-تسهيل الإقراض الحدي

يستخدم للحصول على سيولة لمدة 24 ساعة من البنوك المركزية الوطنية مُقابل أصول مستوفية الشروط بمعدل فائدة مُسبق، و هذا التسهيل موجه لسد الحاجة المؤقتة من إعادة التمويل في حالة الضرورة، لأن سعر الفائدة المُطبق أعظمي (حدي)، ليوفر بذلك سقفاً لأسعار الفائدة في السوق و يُجسد بالمقابل وظيفة الملاذ الأخير للإقراض.

### 2-2-تسهيل الإيداع

يُستخدم لاسترجاع السيولة لمدة 24 ساعة من قبل البنوك المركزية الوطنية بمعدل فائدة في العادة أقل من معدلات العطاءات، يُوفر الحد الأدنى لأسعار الفائدة في السوق، و لا يوجد أي حدود لهذه الودائع أو أي شروط لقبول المتدخلين في هذه العملية، و لا تلجأ مؤسسات الإئتمان إلى هذه الأداة إلا في حالة عدم وجود خيار آخر لتوظيف مواردها.

### 3-الإحتياطي الإجباري

يفرض البنك المركزي الأوروبي على مؤسسات الإئتمان وضع ودائع في حسابات جارية لدى البنوك المركزية الوطنية، و تستخدم بيانات ميزانية آخر الشهر حول الالتزامات لتحديد قاعدة الإحتياطي، و تهدف هذه الأداة الاحترافية إلى استقرار أسعار الفائدة في السوق النقدية و خلق حاجات هيكلية لإعادة تمويل النظام المصرفي بطريقة تُسهل من إدارة المعدلات في السوق النقدية عن طريق العمليات المُنظمة لسحب السيولة.<sup>10</sup>

### ثانياً- فاعلية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية

تنفيذ السياسة النقدية للنظام الأوروبي كان موجهاً للحد من آثار الأزمة العالمية و الأوروبية منذ اندلاعها من خلال الإعتماد على ترسانة الأدوات التقليدية، و التي شكلت عمليات إعادة التمويل لزيادة حجم السيولة في شكل عطاءات بسعر ثابت أهم أدواتها، في حين تجاوز الطلب الكلي للسيولة 1200 مليار خلال السداسي الأول من سنة 2012.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> - Hanspeter K. scheller, la banque centrale Européenne : histoire, rôle et fonctions, BCE, deuxième édition, 2006, pp : 88-89.

<sup>10</sup> - BCE, rapport annuel 2012, p : 91.

<sup>11</sup> - BCE, bulletin mensuel juillet 2013, pp : 95-96.

فمنذ 6 جوان 2013، قرر مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي إن معدلات الفائدة الرئيسية تبقى ثابتة دون تغيير في مستوياتها الدنيا التي تقارب الصفر، و ذلك عند مستوى 0.50% لمعدل فائدة العمليات الأساسية لإعادة التمويل، معدل 1% بالنسبة لتسهيل الإقراض الحدي، في حين استقر تسهيل الإيداع عند الصفر وهي تُمثل إجراءات تسهيلية لتجاوز حالة الركود الإقتصادية من جهة، و كذلك مؤشر على عدم فعاليتها من جهة أخرى.<sup>12</sup>

خضعت مؤسسات الإئتمان في منطقة اليورو خلال الفترة (1999- 2011) لمعدل احتياطي إجباري 2%، و في 8 ديسمبر 2011 قرر مجلس المحافظين تخفيضه إلى 1% ابتداء من مطلع سنة 2012، وبذلك انخفضت الإحتياطات الإجبارية المفوضة على البنوك إلى النصف مقارنة بسنة 2011 و السنوات التي سبقتها كإجراء دعم إضافي لتقوية الإئتمان و توفير السيولة، لتستقر الإحتياطات الإلزامية في المتوسط عند 106 مليار أورو خلال الفترة الممتدة بين بداية سنة 2012 إلى منتصف سنة 2013 مقابل 208 مليار خلال الإثنا عشر فترة تكوين لسنة 2011، في حين تزايدت فوائض الإحتياطي منذ السداسي الثاني 2012 بسبب تخفيض معدل تسهيل الودائع إلى الصفر في جويلية 2012. فالبنوك أصبحت غير مُبالية من استخدام تسهيل الودائع- دون جدوى-، أو ترك فوائض الاحتياط في حساباتها الجارية، مما رفع متوسط الفائض الإحتياطي اليومي من 29.7 مليار أورو خلال السداسي الأول من سنة 2012 إلى 419.9 مليار أورو في السداسي الثاني لسنة 2012.<sup>13</sup>

**المحور الثالث: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية و فاعليتها في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية**  
شهدت منطقة اليورو منذ مطلع سنة 2013 استقرار مالياً و نقدياً ملحوظاً، و يعود الفضل الكبير في تبني البنك المركزي الأوروبي لأدوات سياسة نقدية غير التقليدية، و التي أدت إلى تراجع أوجه الضعف في القطاع المصرفي و ساهمت في الإستقرار المالي على المدى القصير، مع دعم واضح و كبير للإقتصاد.

#### أولاً- أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

منذ بداية الأزمة المالية في سنة 2007، و معظم البنوك المركزية في اقتصاديات الدول المُتقدمة اتخذت مجموعة من التدابير و الإجراءات الحديثة و التي تتطوي في ظل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لمواجهة المخاطر المتزايدة للأزمات المالية المتعاقبة، و التي يمكن أن نصنفها ضمن ثلاثة مجموعات رغم بعض التداخل المتواجد بينها:

#### 1-أداة أسعار الفائدة المنخفضة جداً و المُمتدة لفترة طويلة (LOW i)

سادت أسعار الفائدة الرئيسية الحقيقية المنخفضة لفترات طويلة أغلب الاقتصاديات المُتقدمة خلال ظروف الأزمة سواء في الولايات المتحدة الأمريكية، الإتحاد الأوروبي، و اليابان.. الخ، و يتخذ البنك المركزي قرار خفض

<sup>12</sup> - BCE, bulletin mensuel aout 2013, pp : 90-93.

<sup>13</sup> - BCE, rapport annuel 2013, pp : 86-87.

معدل الفائدة عندما يُلاحظ بطء في معدلات النمو الإقتصادي، من أجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الإقتصاد بشكل عام لتصل إلى مرحلة الانتعاش الإقتصادي.<sup>14</sup>

و تتركز هذه الأداة من خلال الإلتزام الصريح أو الضمني للبنك المركزي للحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي القريب من الصفر لفترة معينة، و يهدف هذا الإجراء إلى ترسيخ التوقعات المستقبلية لسعر الفائدة عند مستوى جد منخفض، مما يؤدي بالضرورة إلى انخفاض معدل الفائدة و ارتفاع توقعات التضخم التي تولدها السياسة النقدية التوسعية المنتهجة للبنك المركزي، إضافة إلى إمكانية إعلانه عن مستوى تضخم مستهدف أعلى من السابق الذي ساد في فترة الأزمة و الكساد.<sup>15</sup> و قد قام البنك المركزي الأوروبي بعدة تخفيضات تدريجية ومنتتالية في أسعار الفائدة منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية في عام 2008، و استمر الوضع على حاله في ظل أزمة الديون السيادية الأوروبية ليحقق مستويات قياسية، و هو ما يمكن توضيحه من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (02) : معدلات الفائدة الرئيسية للبنك المركزي الأوروبي في ظل الأزمة

تاريخ المعدل	العمليات الأساسية لإعادة التمويل		التسهيلات الدائمة
	معدل ثابت	الإيداع يوم ليوم	
08 ماي 2013	0.50	0.00	1.00
11 جويلية 2012	0.75	0.00	1.50
14 ديسمبر 2011	1.00	0.25	1.75
09 نوفمبر 2011	1.25	0.50	2.00
13 جويلية 2011	1.50	0.75	2.25
13 أبريل 2011	1.25	0.50	2.00
13 ماي 2009	01.00	0.25	1.75
08 أبريل 2009	01.25	0.25	02.25
11 مارس 2009	01.50	0.50	02.50
21 جانفي 2009	02.00	01.00	03.00
10 ديسمبر 2008	02.50	02.00	03.00
12 نوفمبر 2008	03.25	02.75	03.75
15 أكتوبر 2008	03.75	03.25	04.25
09 جويلية 2008	04.25	03.25	05.25

المصدر: البنك المركزي الأوروبي

<sup>14</sup> - إنخفاض أسعار الفائدة لفترة مطولة يمكن أن يعيد المخاطر المالية إلى الإرتفاع، نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، 11 أبريل 2013، على الرابط التشعبي:

<http://www.imf.org/ezternal/pubs/ft/gfsr/2013/01/pdf/c3.pdf>

<sup>15</sup> - Takatoshi Lto, « zero interest rate policy (ZIRP) and quantitative easing (QE) », macroeconomic stability and financial regulation: Key Issues for G20, edited by: xavier freixas and Richard portes, 2 march 2009, pp: 67-74.

قام البنك المركزي الأوروبي بأكثر من عشرة تخفيضات متتالية لأسعار الفائدة الرئيسية منذ اندلاع أزمة الرهون العقارية و ذلك لمواجهة حالة الركود و الانكماش الإقتصادي، إلا انه منذ تولي السيد ماريو دراغي مهام محافظ البنك المركزي الأوروبي في نوفمبر 2011، فان تكاليف الإقتراض تم خفضها أربعة مرات لتستقر تحت مستوى 1%، و قد كانت الضغوط قد تزايدت على البنك المركزي لخفض أسعار الفائدة بعدما أظهرت بيانات أولية صدرت من قبل مكتب الإحصاء الأوروبي في صيف 2013، أن معدل التضخم السنوي في منطقة اليورو قد انخفض لأدنى مستوياته منذ ثلاثة أعوام ليصل عند مستوى 1.2%، في الوقت الذي ارتفع فيه معدل البطالة في المنطقة إلى مستوى قياسي جديد بلغ 12.1%<sup>16</sup>.

## 2- أدوات التسهيل الكمي ( Quantitatif Easing )

يُمثل التسهيل الكمي سياسة نقدية غير تقليدية يستخدمها البنك المركزي لتنشيط الإقتصاد الوطني عندما تصبح أدوات السياسة النقدية النمطية غير فعالة، و تمثل في الحقيقة آخر أسلحة البنك المركزي بعد أن دفع بأسعار الفائدة نحو الصفر، و منعاً للوقوع في مصيدة السيولة.

ويقصد بالتسهيل الكمي إجراءات السياسة النقدية المُتخذة من قبل البنك المركزي الأوروبي لاستعادة الثقة في الأسواق المالية، بشراء كميات كبيرة من الأوراق المالية- السندات الحكومية- التي تحتفظ بها الشركات والبنوك أو المستثمرين و حتى و لو كانت تلك السندات لدولة في حالة عجز مالي، و ذلك قصد تحقيق الهدف المنشود وهو خفض تكلفة الإقتراض للدول المُتعثرة أو بالأحرى خفض العائد على السندات السيادية.<sup>17</sup>

## 2-1- برنامج شراء الأصول "السندات السيادية" ( SMP )

تم الإعلان عنه يوم 10 مايو 2010 بعد سلسلة أحداث هامة بدأت من اليونان التي تأثرت بشدة من جراء حدوث أزمة السيولة من جراء انهيار بنك ليمان براذرز في الولايات المتحدة الأمريكية في سبتمبر من سنة 2008 (انفجار الأزمة المالية العالمية) و أدى ذلك إلى ارتفاع العائد على السندات السيادية الأوروبية و بالتبعية على سندات اليونان الحكومية، هذا بجانب ضعف الارتباط بين العائد على السندات الأوروبية و مثلتها اليونانية بعد أن كانت هذه الأخيرة تتبعا لعقود، أي أصبحت السندات اليونانية تسير في اتجاه منفصل عن مثلتها الأوروبية. وهذا تدخل من قبل البنك المركزي في الأسواق لاحتواء و تهدئة المخاوف في الأسواق و الهدف الأساسي منه خفض تكلفة الإقتراض (العائد على السندات السيادية).

<sup>16</sup> - BCE, bulletin mensuel aout 2013, p : 72.

<sup>17</sup> - Widad Choukairy et Naffi Ibenrissoul, La stratégie d'assouplissement quantitatif des banques centrales face a la crise : cas de la BCE et la FED, international journal of innovation and studies, vol 2 N° 3 , MARS 2013, PP : 217-224.

## 2-2- برنامج شراء السندات السيادية "التعاملات النقدية المباشرة" ( OMT )

ويعني حقوق الشراء مباشرة من السوق الثانوية و بدون قيود و يطلق عليه "التعاملات النقدية المباشرة" وهو عبارة عن برنامج لشراء السندات السيادية من دول منطقة اليورو في السوق الثانوية بهدف خفض تكلفة الاقتراض أو معدل العائد على السندات السيادية في السوق الثانوية، و يستهدف البرنامج شراء السندات ذات أجل (استحقاق) من سنة واحدة إلى ثلاث سنوات، و كذا السندات طويلة الأجل التي بقي من عمرها ثلاث سنوات فأقل، في حين أقر البنك المركزي بعمليات شراء غير محدودة للسندات. كما أن البنك المركزي الأوروبي هو الوحيد صاحب القرار النهائي فيما يتعلق بإدارة البرنامج و قيمة الشراء و تبعية السندات لدولة ما و الحق في إلغاء عملية الشراء ووقف أو تعليق البرنامج كلياً.

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

و يمكن حصر أهم إجراءات البرنامج فيما يلي:<sup>18</sup>

- تتم العمليات على مستوى السوق الثانوية، حيث يرفض البنك المركزي الأوروبي التدخل من خلال السوق الأولية، و ذلك على عكس الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي، و بنك إنجلترا، فهو يرفض القيام بوظيفة الملاذ الأخير للإقراض.
- عمليات شراء السندات السيادية يتم تعقيمها كلياً و بالتالي لا تؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية.
- تخفيض الشروط على الضمانات المطلوبة للاستفادة من التسهيلات، فقد تم إلغاء التصنيف الإئتماني الأدنى المطلوب على السندات السيادية الأوروبية.
- الشفافية: جميع أرصدة العمليات النقدية على السندات و قيمتها يتم نشرها أسبوعياً، أما المدة المتوسطة لأرصدة السندات و العمليات النقدية على السندات وفق كل دولة يتم نشرها شهرياً.

## 3- التسهيل النوعي (الإئتماني) (Qualitatif –Credit– Easing)

التسهيل النوعي له تأثير آخر على ميزانية البنك المركزي ذو طابع نوعي، و يرتكز على تغيير تركيبة أصول ميزانيته دون الضرورة لرفعها، هذه السياسة قد تؤدي في النهاية إلى زيادة في الميزانية إذا لم يتم تعقيم عمليات الشراء من خلال بيع أصول أخرى، و مع ذلك، فان الهدف من ذلك ليس زيادة كمية الإحتياطات الإضافية للخصوم بل تغيير الأسعار المتعلقة بالأوراق المالية المُستهدفة.<sup>19</sup>

<sup>18</sup> - banque centrale Européenne, communiqué de presse, caractéristiques techniques des opérations monétaires sur titres, 6 septembre 2012, pp : 1-3.

<sup>19</sup> -Guillaume L'œillet et Nolwenn Roudaut, L'indépendance des banques centrales a-t-elle limité le recours aux politiques monétaires non-conventionnelles lors de la crise économique ?, Université de Bretagne Sud – IREA, la France, pp :06-08 .

ويركز نهج تسهيل الإئتمان على مزيج من القروض و الأوراق المالية التي يحتفظ بها البنك المركزي وعلى كيفية تكوين هذه الأصول التي تؤثر على شروط الإئتمان للشركات و العائلات، و يشمل التسهيل النوعي على زيادة المعروض النقدي بعدم شراء السندات الحكومية، و لكن بشراء أصول القطاع الخاص مثل سندات الشركات و الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري (أصول غير تقليدية)، للسماح للبنك المركزي للوصول إلى السقف المحدد لمعدل الفائدة المحدد.<sup>20</sup>

ويرتكز التسهيل النوعي على المبادئ الآتية:<sup>21</sup>

- الهدف من الأداة هو تحسين إجمالي الظروف المالية لدعم الطلب الكلي و تحقيق معدل التضخم المُستهدف.
- ضرورة تطبيق التدبير بصفة شاملة و محايدة.
- على البنك المركزي تقصي الحذر، من خلال الحد من المخاطر المرتبطة بالميزانية و ضمان الخروج من الإستراتيجية بالطريقة والوقت المناسبين.

### 3-1- التسهيل الإئتماني المباشر ( Direct Credit Easing )

ويتم التسهيل الإئتماني المباشر عندما يتدخل البنك المركزي مباشرة في أسواق الإئتمان من خلال شراء سندات الشركات و الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية في ظل معدلات الفائدة المنخفضة جداً، إلى جانب تخفيف شروط التمويل و معالجة الاختلالات الوظيفية في تلك الأسواق بصفته وسيطاً، و تشجيع البنوك على رفع قروضها اتجاه القطاع الخاص.<sup>22</sup>

### 3-2- التسهيل الإئتماني غير المباشر ( Indirect Credit Easing )

يُحاول البنك المركزي توفير السيولة طويلة الأجل للبنوك مع إمكانية تقليل شروط الإقتراض لتعزيز الإئتمان المصرفي، كما يمكن أن يجعل المؤسسات المالية تعتمد على البنك المركزي على المدى الطويل من حيث التمويل، تأخير آجال الاستحقاق، توفير حوافز التخصيص الإئتماني... الخ، فيقوم البنك المركزي بمنح القروض لفئات مُستهدفة مقابل سندات قصيرة الأجل (أوراق تجارية)، أو سندات متوسطة الأجل (أوراق مالية مدعومة بأصول) أو أخرى طويلة الأجل (سندات حكومية).<sup>23</sup>

ويمكن تعزيز الجانب غير التقليدي لهذه الأداة عن طريق تعديل و توسيع حجم الضمانات المطلوبة للاستفادة من التسهيلات، مما يسمح لبعض مكونات السوق النقدية أن تصبح أعلى سيولة، إضافة إلى شراء سندات رديئة

<sup>20</sup> - Roger E.A.Farmer, qualitative easing: how it works and why it matters, los Angeles, 25 September 2012, pp : 06-07.

<sup>21</sup> - Mark Carney-Gouverneur de la Banque du Canada-, Rapport sur la politique monétaire, Banque du Canada, 23 avril 2009, p :02.

<sup>22</sup> - Sharon Kozicki et Lena Suchanek, l'expérience internationale du recours a une mesure de politique monétaire non traditionnelle : L'achat d'actifs par les banques centrales, revue de la banque du canada, printemps 2011, pp : 13-15.

<sup>23</sup> - IMF, Global financial stability report –old risks, new challenges-, April 2013, pp : 95-98.

(مسمومة) و إخراجها من ميزانية البنوك (تطهيرها) و عزلها في ميزانية البنك المركزي، فالتسهيل الإئتماني ما هو إلا تحول في تكوين أصول البنك المركزي نحو الأصول الأقل سيولة و الأعلى مخاطرة.<sup>24</sup>

تتمثل عمليات التسهيل الإئتماني غير المباشر للبنك المركزي الأوروبي أساسا في عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (LTRO) التي تتماثل إلى حد كبير مع أداة عمليات إعادة التمويل الرئيسية حيث يعملان بنفس الآلية، أما الجديد فهو درجة استحقاق العرض، حيث انتقل من 6 أشهر إلى سنة كاملة ثم إلى 3 سنوات، أما قائمة الضمانات المقبولة فقد اتسعت و شملت عناصر (أصول) أعلى مخاطرة، كما أن عمليتي 2011 و 2012 امتدا لفترة 3 سنوات بمعدل فائدة ثابت و بكمية غير محدودة، قابلة للسداد المسبق من قبل البنوك خلال سنة، كل ذلك جعلها أداة غير تقليدية يستخدمها البنك المركزي الأوروبي.<sup>25</sup>

وبالمقابل تختلف هذه العملية عن التسهيل الإئتماني الذي يستخدمه الإحتياطي الفيدرالي، بنك اليابان، أو حتى بنك إنجلترا، فالبنك المركزي الأوروبي لا يتدخل مباشرة لشراء السندات في السوق الأولية، و لا يتدخل أيضا في السوق الثانوية للسندات، لكن العملية تحقق نفس الغرض بطريقة غير مباشرة لتقليص الضغوط على أسعار السندات مما يجعل العوائد تتراجع لتتخفف تكاليف الإقراض في أوروبا.<sup>26</sup>

### ثانيا: فاعلية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية

تبرز فاعلية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من خلال دور مختلف هذه الأدوات المستخدمة في الحد من آثار الأزمة المالية، والتي يمكن إيجازها في التالي :

- **أسعار الفائدة المنخفضة :** إن تخفيض أسعار الفائدة لدى البنك المركزي الأوروبي يؤدي إلى تخفيض تكلفة اقتراض البنوك التجارية وبالتالي فان أسعار الفائدة لهذه الأخيرة سوف تتخفف بشكل تلقائي، في حدود مقارنة لسعر فائدة البنك المركزي وهذا ما أدى بدوره إلى انخفاض تكلفة المشاريع التي تعتمد في تمويلها على القروض المصرفية وبالتالي المشاريع الاستثمارية أصبحت ذات جدوى مالية أكبر مما حفز على زيادة الاستثمار سواء المباشر أو غير المباشر مما سيحرك عجلة الإقتصاد و يقلل مستوى البطالة.
- **التسهيل الكمي :** وقد تم الإعلان عن هذه الأداة من قبل البنك المركزي الأوروبي في 10 ماي 2010 من خلال شراء الأصول "السندات السيادية" بعد سلسلة أحداث هامة بدأت من اليونان التي تأثرت بشدة من جراء حدوث أزمة سيولة مما أدى إلى ارتفاع العائد على سنداتنا مقارنة بمثيلاتها الأوروبية، إلا أن تطبيق هذه الأداة يبقى جد متواضع مقارنة بباقي الدول المقدمة، فقيمة مشتريات الإحتياطي الفيدرالي في إطار التسهيل الكمي بلغت حوالي 2000 مليار دولار أي حوالي 14% من الناتج المحلي: حيث التزم في الجولة الثالثة بتاريخ 13 سبتمبر 2012 بشراء 40 مليار دولار شهريا من ضمانات الزهون العقارية مع تعهد بالاستمرار في عملية

<sup>24</sup> - idem, pp : 96-97.

<sup>25</sup> - Les opérations de financement a long terme de la banque centrale Européenne, fédération bancaire française, 15 mai 2012, sur cite : <http://www.fbf.fr>.

<sup>26</sup> - Tabias Linzert, Diter Nautz and Ulrich Bindeil, the longer term refinancing operations of the ECB, working paper series, N° 359, may 2004, p : 16.

الشراء غير المحدود ما دام معدل البطالة منخفضاً، أما في انجلترا فالوضع لا يختلف كثيراً، فقط اشترى بنك انجلترا ما قيمته 200 مليار جنيه إسترليني و هو ما يُمثل 13% من الناتج الداخلي الخام.<sup>27</sup>

- **برنامج شراء الأصول:** وفي أوج الأزمة اليونانية تم شراء 56 مليار يورو من السندات الحكومية اليونانية من قبل البنك المركزي الأوروبي، لتستقر قيمة مشتريات البرنامج 74 مليار يورو بنهاية سنة 2011، ليبلغ في جوان 2012 ما قيمته 217 مليار يورو بعد عمليات شراء السندات السيادية لكل من إيطاليا و اسبانيا، ليعلن فيما بعد محافظ البنك المركزي في السادس من سبتمبر 2012 عن وقف البرنامج نهائياً، أما السيولة الناتجة عن البرنامج فقط تم استيعابها من خلال أداة استرجاع السيولة على بياض.<sup>28</sup>

- **التسهيل الائتماني المباشر :** يمكن أن يحدث تشوهات في الأسعار و أداء السوق، إذا ما أصبح البنك المركزي المُشتري المُهيمن في الأسواق التي يتدخل فيها، و قد تزداد هذه الآثار السلبية خطورة مع ارتفاع التوقعات عن قرب خروج وشيك للبنك المركزي من سوق الائتمان، و هو ما يؤدي في ظروف معينة إلى تقلبات عنيفة في الأسعار، و تضرر البنوك التي تحوز على كميات كبيرة من الأوراق المالية المتداولة في تلك السوق.<sup>29</sup>

- **عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل :** يمكنها تقديم حزم مساعدات و قروض تصل إلى 500 مليار يورو للبنوك التي تعتقد للسيولة و التي لا تستطيع أن تستدين من سوق ما بين البنوك، فالبنك المركزي الأوروبي قام بعمليتين منذ انطلاق الأداة، أولهما في 21 ديسمبر 2011 أطلق عليها LTR01 لمدة 1134 يوماً ثانيهما LTR02 فكانت في 29 فيفري 2012 لمدة 1092 يوماً بتخصيص 529 مليار يورو لمصلحة 800 بنكاً أوروبياً وبذلك ضخ البنك المركزي الأوروبي أكثر من 1000 مليار يورو كسيولة في النظام المالي الأوروبي لتخفيف حالة الشك حول عمل سوق ما بين البنوك و عودة الثقة لدى المستثمرين، و هو ما ترجم في مارس 2012 من خلال الإنخفاض الكبير على العائد للسندات السيادية للدول الهامشية في منطقة اليورو، كما أن البنوك استطاعت منذ مطلع سنة 2012 القيام بالتمويل طويل الأجل.<sup>30</sup>

- وقد أثرت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية سواء الكمية أو النوعية في حجم و تكوين ميزانيات البنوك المركزية بشكل عميق و أساسي، فزادت من إجمالي الأصول بشكل ملحوظ أغلبها في صورة سندات حكومية قروض مصرفية، سندات مدعومة بزُهون عقارية أو أصول أقل جودة، و قد نتج عن تلك التحولات مخاطر جديدة للبنوك المركزية تشمل مخاطر ائتمانية و مخاطر السوق، مما قد يؤثر على كفاءة و أداء و مصداقية البنوك المركزية إذا لم تدار تلك الأصول بالشكل السليم. والجدول المُقابل يُوضح ذلك:

<sup>27</sup> - David Scammell, la dette souveraine européenne, revue schroders, janvier 2011, pp : 06-08.

<sup>28</sup> - Esther Jeffers, sur la BCE et son nouveau programme OMT (out right monetary transactions), les économistes atterres, octobre 2012, p : 02.

<sup>29</sup> - Vladimir Klyuev, Phil de Lmus, and Krishna Srinivasan, Unconventional choices for Unconventional times: Credit and quantitative easing in advanced economies, IMF, 4 November 2009, pp: 07-17.

<sup>30</sup> - IMF, global financial stability report, op-cit, PP: 100-119.

## الجدول رقم (03): حافظة أصول البنك المركزي الأوروبي و علاقتها بالأدوات غير التقليدية (2008-2012)

الوحدة: مليار يورو

الأسباب	ديسمبر 2012	ديسمبر 2011	ديسمبر 2010	ديسمبر 2009	ديسمبر 2008	الأصول
الحفاظ على ما يكفي للوساطة المصرفية.	117	160	249	081	226	السيولة قصيرة الأجل
توفير التمويل المصرفي على المدى الطويل.	1059	704	298	669	617	السيولة طويلة الأجل
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
دعم قناة التمويل المصرفي.	70	62	61	29	00	السندات المغطاة (CBPP)
الحفاظ على استعادة BCE مسار انتقال السياسة النقدية.	208	213	75	00	00	السندات الحكومية (SMP)
	<b>3047</b>	<b>2736</b>	<b>2004</b>	<b>1852</b>	<b>2043</b>	<b>مجموع الأصول</b>
	<b>9503</b>	<b>9421</b>	<b>9176</b>	<b>8922</b>	<b>9242</b>	<b>النتائج المحلي الإجمالي</b>

Source: IMF, global financial stability report, April 2013 p:96.

## خاتمة

إن المجهود المستمر لاحتواء أزمة الرهون العقارية ومن بعدها أزمة اليونان، البلد الأوروبي الصغير نسبياً أدى إلى طرح قضايا أخرى عجلت في بروز أزمة الديون السيادية الأوروبية الحادة خلال السنة الأخيرة. ففكرة تفكك الاتحاد الأوروبي، الذي يضم 28 دولة، لم تكن تخطر ببال أحدٍ حتى وقت قريب بسبب أزمة الديون اليونانية التي أضعفت اليورو، وبات الإنجاز التاريخي الذي تم تحقيقه عبر توحيد القارة العجوز التي مزقتها الحروب الثنائية وحرمان عالميتان في خطر شديد ما لم يتم التوصل إلى حلول عملية تنهي الأزمة.

## النتائج

من أهم النتائج التي يمكن الإشارة إليها مايلي:

- البنوك المركزية فشلت فشلاً ذريعاً في تحديد أو ملاحظة الأخطاء التي كانت وراء أكبر فقاعة ديون في تاريخ البشرية. فبدأت تنهار مقولة استقلالية البنوك المركزية، اثر رضوخها لرغبات الحكومات بقبول سياسات نقدية ومالية توسعية، والعدول عن استخدام أدوات الفائدة ومعدلات التضخم لحفظ مستويات الأسعار. فالأهم الآن هو كيفية تمويل الاقتصاد الحقيقي، فضلاً عن الاستمرار في شراء الأصول المتعثرة، والرضوخ لرغبات السياسيين في تمويل عجز الموازنات، وهذا يعني مزيداً من طبع الأموال. وفي خضم هذه الحال المعقدة باتت البنوك المركزية مؤسسات مرتبكة ومتضاربة الأهداف. ويعمل محافظوا تلك البنوك على مساندة السياسيين، لأنهم كانوا عجزوا عن القيام بدورهم الرقابي اللازم قبل الأزمة.
- ساهمت عمليات السيولة الإستثنائية التي بدأها البنك المركزي الأوروبي في مطلع 2012 في تخفيف الضغوط على البنوك للتخلص من الأصول الأقل جودة، و معالجة مخاوف المستثمرين نتيجة التأخر في تسوية الأزمة مما أدى إلى رفع توقعات انكماش الأصول في البنوك و الضغوط السيادية مما ولد تأثيرات معاكسة شديدة على قطاع الشركات.

- ضرورة استكمال عملية تنقية القطاع المصرفي بما في ذلك اتخاذ مزيد من الإجراءات نحو إعادة رسملة البنوك التي تمتلك مقومات الاستمرار أو إعادة هيكلتها حسب الاقتضاء و تسوية أوضاع البنوك التي لا تمتلك مقومات الاستمرار، ولا يتم ذلك إلا بتوفير القدر الكافي من التمويل للبنوك من خلال السيولة التي توفرها الأدوات غير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي، و الأهم من ذلك تحقيق تقدم ملموس نحو إنشاء اتحاد مصرفي في منطقة الأورو.
- الإعتماد على السياسة النقدية و سياسات السيولة الداعمة، و ضرورة الإلتزام الصريح للبنك المركزي الأوروبي على المحافظة على أسعار الفائدة المنخفضة جداً، فالمجال مُتاح لزيادة تيسير السياسة النقدية من خلال عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل التي خفضت تكلفة الإقراض المضمون و غير المضمون بين البنوك في الكثير من الدول الأوروبية، و لكنها لا تكف وحدها لإستعادة ثقة المستثمرين أو الوصول إلى حل نهائي و دائم.
- قدمت الأدوات الجديدة للبنك المركزي الأوروبي من برنامج شراء الأصول و برنامج شراء السندات السيادية العديد من المزايا الايجابية لتجاوز الأزمة ، هذه البرامج جزء من حل الأزمة أو عامل مُساعد فقط وليس هو الحل الكامل للأزمة التي بلغ عمرها أكثر من ثلاث سنوات حتى الآن و إنما مُجرد شراء المزيد من صبر المستثمرين ومن ثم لا بد و أن ننتظر حتى نرى تأثير البرنامج على العائد على السندات و نعيد النظر مرة أخرى في تقييم هذه البرامج الجديدة لإدارة الأزمة.
- هناك مخاوف سياسية مُتزايدة حيال التوسّع في اختصاص وصلاحيات البنوك المركزية مع استخدامها لتدابير غير تقليدية من قبيل برامج شراء الأصول بهدف تخفيف القيود النقدية عندما تكون أسعار الفائدة صفرية أو قريبة من الصفر، و قد أدت هذه الأنشطة إلى تضخيم ميزانياتها العامة. و قد أدى استخدام الميزانيات العامة كأداة للسياسة لمنع حدوث ركود وانكماش اقتصادي إلى تراجع تركيز البنوك المركزية على استهداف التضخم بسبب المخاوف المالية و أسعار الصرف، وهو ما يتطابق مع المقولة التي مفادها أن البنوك المركزية في بعض الدول أصبحت «مؤسسات مرتبكة على نحو خطر ومتضاربة، بفعل الأهداف المتعددة وغير الواضحة، والتي أصبح دورها الآن شبه مالي، وشخصيتها العامة أضحت سياسية بحتة»، فمع تكليف البنوك المركزية بمزيد من المسؤوليات، قد ينتهي الأمر بها إلى أن تصبح أقل استقلالية أدواتية وموازنية وكذا مالية.
- أهم القرارات التي تم اتخاذها من قبل المسؤولين في منطقة الأورو وهي إعطاء المزيد من الصلاحيات للبنك المركزي الأوروبي وذلك بالسماح للبنك المركزي بالإشراف على بنوك منطقة اليورو، و يشمل ذلك البنوك التي تبلغ قيمة الأصول لديها أكثر من 30 مليار يورو أو قيمة الأصول تتخطى نحو 20% من الناتج المحلي الإجمالي للدولة التي ينتمي إليها البنك في عام 2013. ويقدر عدد البنوك التي تمتلك هذه المواصفات ما لا يقل عن 150 بنك، و هذه مجرد خطوة تمهد الطريق نحو توسع البنك المركزي الأوروبي في الإشراف على نحو 6 آلاف بنك وهو تعزيز كبير لصلاحياته الإشرافية والتنظيمية، و أيضا خطوة ايجابية نحو التكامل الاقتصادي من خلال اتحاد مصرفي.
- تعزز دور البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض من خلال تدخله مُشترياً سندات حكومية تقدر بنحو 200 مليار أورو من بلدان كالليونان، إيطاليا، وإسبانيا، بعضها فقد قيمته. وسيكون البنك المركزي الأوروبي معرضاً لخسائر أخرى في تلك السندات إذا ما تخلفت الحكومات عن السداد أو إنهار الإتحاد النقدي. وبدون شك فإن مختلف الأدوات المستحدثة الهادفة إلى شرائه للسندات السيادية من السوق الثانوية تعتبر تسييل للديون وتعني بمفهومها البسيط تمويله لعجز الحكومة ، وعند الأزمة يصبح البنك المركزي الملاذ الوحيد للتمويل و الإقراض .

## الهوامش والمراجع

- <sup>1</sup> - تشارلز إينوخ وآخرون، « العمليات النقدية في الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي »، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 35، العدد 02، جوان 1998، ص: 34.
- <sup>2</sup> - الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي على الرابط التشعبي: <http://www.ecb.int>
- <sup>3</sup> - أوتمار إيسنج، « السياسة النقدية لنظام اليورو »، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 36، العدد 01، مارس 1999، ص: 18.
- \* - قد تم تنصيب أول أعضاء المجلس التنفيذي المتشكل: WIN Duisenberg (هولندا) رئيساً، CHRISTIAN Noyer (فرنسا) نائب الرئيس، الأعضاء SIRKKA Hämäläinen (فنلندا)، DOMINGO Solans (إسبانيا)، TOMASSO Padoa Schioppa (إيطاليا)، OTMAR Issing (ألمانيا).
- <sup>4</sup> - كلاس كنوت وآخرون، « تحديات السياسات التي تواجه منطقة اليورو »، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 35، العدد 04، ديسمبر 1998، ص: 04.
- \* - في ظل معاهدة ماستريخت يتم تحديد نظام الصرف الأجنبي بقرار من مجلس الوزراء بعد التشاور مع البنك المركزي الأوروبي، مع السعي للوصول إلى توافق في الرأي يتمشى وهدف استقرار الأسعار. ويعتبر البنك المركزي مسؤولاً عن عمليات الصرف الأجنبي.
- <sup>5</sup> - أوتمار إيسنج، « السياسة النقدية لنظام اليورو »، مرجع سابق، مارس 1999، ص: 19.
- <sup>6</sup> - شارلز إينوخ ومارك كونتين، « الاتحاد النقدي الأوروبي: تنفيذ السياسة النقدية »، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 33، العدد 03، سبتمبر 1996، ص: 30.
- <sup>7</sup> - اليساندرو براتي وجاري شيناسي، « ضمان الاستقرار المالي في منطقة اليورو »، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 35، العدد 04، ديسمبر 1998، ص: 13 - 15.
- <sup>8</sup> - BCE, la mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone Euro, documentation générale concernant les instruments et procédures de politique monétaire de L'Euro système, 2012, pp :10-17.
- <sup>9</sup> - Hanspeter K. scheller, la banque centrale Européenne : histoire, rôle et fonctions, BCE, deuxième édition, 2006, pp : 88-89.
- <sup>10</sup> - BCE, rapport annuel 2012, p : 91.
- <sup>11</sup> - BCE, bulletin mensuel juillet 2013, pp : 95-96.
- <sup>12</sup> - BCE, bulletin mensuel aout 2013, pp : 90-93.
- <sup>13</sup> - BCE, rapport annuel 2013, pp : 86-87.
- <sup>14</sup> - إنخفاض أسعار الفائدة لفترة مطولة يمكن أن يعيد المخاطر المالية إلى الإرتفاع، نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، 11 أبريل 2013، على الرابط التشعبي: <http://www.imf.org/ezternal/pubs/ft/gfsr/2013/01/pdf/c3.pdf>
- <sup>15</sup> - Takatoshi Lto, « zero interest rate policy (ZIRP) and quantitative easing (QE) », macroeconomic stability and financial regulation: Key Issues for G20, edited by: xavier freixas and Richard portes, 2 march 2009, pp: 67-74.
- <sup>16</sup> - BCE, bulletin mensuel aout 2013, p : 72.

- 
- 
- <sup>17</sup>- Widad Choukairy et Naffi Ibenrissoul, La stratégie d'assouplissement quantitatif des banques centrales face a la crise : cas de la BCE et la FED, international journal of innovation and studies, vol 2 N° 3 , MARS 2013, PP : 217-224.
  - <sup>18</sup>- David Scammell, la dette souveraine européenne, revue schroders, janvier 2011, pp : 06-08.
  - <sup>19</sup>- Esther Jeffers, sur la BCE et son nouveau programme OMT (out right monetary transactions), les économistes atterres, octobre 2012, p : 02.
  - <sup>20</sup>- banque centrale Européenne, communique de presse, caractéristiques techniques des opérations monétaires sur titres, 6 septembre 2012, pp : 1-3.
  - <sup>21</sup>-Guillaume L'œillet et Nolwenn Roudaut, L'indépendance des banques centrales a-t-elle limité le recours aux politiques monétaires non-conventionnelles lors de la crise économique ?, Université de Bretagne Sud – IREA, la France, pp :06-08 .
  - <sup>22</sup>- Roger E.A.Farmer, qualitative easing: how it works and why it matters, los Angeles, 25 September 2012, pp : 06-07.
  - <sup>23</sup>- Mark Carney-Gouverneure de la Banque du Canada-, Rapport sur la politique monétaire, Banque du Canada, 23 avril 2009, p :02.
  - <sup>24</sup>- Sharon Kozicki et Lena Suchanek, l'expérience internationale du recours a une mesure de politique monétaire non traditionnelle : L'achat d'actifs par les banques centrales, revue de la banque du canada, printemps 2011, pp : 13-15.
  - <sup>25</sup>- Vladimir Klyuev, Phil de Lmus, and Krishna Srinivasan, Unconventional choices for Unconventional times: Credit and quantitative easing in advanced economies, IMF, 4 November 2009, pp: 07-17.
  - <sup>26</sup>- IMF, Global financial stability report –old risks, new challenges-, April 2013, pp : 95-98.
  - <sup>27</sup>- idem, pp : 96-97.
  - <sup>28</sup>- Les opérations de financement a long terme de la banque centrale Européenne, fédération bancaire française, 15 mai 2012, sur cite : <http://www.fbf.fr>.
  - <sup>29</sup>- Tabias Linzert, Diter Nautz and Ulrich Bindeil, the longer term refinancing operations of the ECB, working paper series, N° 359, may 2004, p : 16.
  - <sup>30</sup>- IMF, global financial stability report, op-cit, PP: 100-119.