

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف بالمسيلة

ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية  
وعلوم التسيير

فرع: العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية  
وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

رقم: .....

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي  
تحت عنوان:

دور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من آثار الأزمات  
المالية (دراسة حالة أزمة الديون السيادية الأوروبية)

تحت إشراف:

د. مغني ناصر

من إعداد الطالبة:

بوعوييرة رندة

لجنة المناقشة

| الاسم واللقب | الرتبة العلمية | الجامعة     | الصفة        |
|--------------|----------------|-------------|--------------|
|              |                |             | رئيسا        |
| مغني ناصر    | أستاذ محاضر-أ- | جامعة مسيلة | مشرفا ومقررا |
|              |                |             | مناقشا       |

السنة الجامعية: 2019-2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ الْمَوْتَادَ  
مِمَّا يَدْرِكُونَ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ الْمَوْتَادَ  
مِمَّا يَدْرِكُونَ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ الْمَوْتَادَ  
مِمَّا يَدْرِكُونَ

## شكر و عرفان

الحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا ووفقنا  
لهذا العمل المتواضع  
لك الشكر ياربنا كما ينبغي لجلال وجهك ولعظيم سلطانك  
أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدني من  
قريب أو بعيد ولو بالكلمة الطيبة على انجاز هذا العمل  
كما يشرفني أن أتوجه بعظيم الشكر والعرفان  
للأساتذة الكرام على إرشاداتهم وتوجيهاتهم...  
كما أخص بالذكر الأستاذ الفاضل "مغني ناصر" على  
التوجيهات والإرشادات.

## بوعويرة رندة

## الإهداء

إلى التي أفاضت عليا بدعواتها، والتي جعلت الجنة تحت  
أقدامها، إلى من كانت روحها طريقا إلى المعرفة، إلى سر  
الوجود

"أمي الغالية" يامن لو اتخذت أجمل عبارات العالم لما  
وفيتك حقك يانبض القلب وحب الفؤاد

إلى الذي حثني على العلم ودعمني كل هذه السنين..

إلى الذي وعد بالسهر على راحتني وصدق وعده، ولم  
يبخل عليا يوما بالعطاء "أبي الغالي"

إلى من ترعرت معهم ونما غصني بينهم، إلى من حبهم  
سكن القلب وتغنت به الجوارح أخواتي: لينة – سلسبيل

إلى من سرنا سويا ونحن نشق الطريق معا نحو النجاح  
والإبداع إلى من تكاتفنا يدا بيد ونحن نقطف زهرة تعلمنا  
إلى:

صديقاتي ورفيقات دربي لكم مني كل الحب والتقدير

**أهدي هذا العمل**

**المتواضع**

**بوعويرة رندة**

ملخص

## المخلص:

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل دور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من الأزمات المالية من خلال أدواتها خصوصا في ظل التكتل الاقتصادي كأزمة الديون السيادية الأوروبية التي انفجرت في منطقة اليورو والتي كانت منذرة لتجربة فريدة كان من المحتمل أن تتوج بأرقى أشكال التكامل الاقتصادي، وقد كشفت أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو على الوضع الحقيقي لاقتصاد اليونان حيث لم تلبث هذه الأزمة حتى انتشرت إلى باقي دول الجنوب في منطقة اليورو على غرار البرتغال واسبانيا ايطاليا فرنسا.

قام البنك المركزي الأوروبي باتخاذ مجموعة من التدابير الحديثة لإدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية من بين هذه الإجراءات أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تجسدت في برنامج شراء السندات المحمية، برنامج أسواق الأوراق المالية، والمعاملات النقدية للأوراق.

**الكلمات المفتاحية:** السياسة النقدية غير التقليدية، الأزمات المالية، أزمة الديون السيادية، التيسير الكمي.

## Summary:

This study aimed to analyze the role of unconventional monetary policy in reducing financial crises through its tools, especially in light of the economic bloc, such as the European sovereign debt crisis that exploded in the eurozone and which was heralded for a unique experience that was likely to culminate in the finest forms of economic integration. Sovereign debts in the eurozone on the real situation of the Greek economy, as this crisis soon spread to the rest of the southern countries in the eurozone, such as Portugal, Spain, Italy, and France.

The European Central Bank has taken a set of modern measures to manage the European sovereign debt crisis. Among these measures are unconventional monetary policy tools that have been embodied in the protected bond purchase program, the stock market program, and the cash transactions of paper.

**Key words:** unconventional monetary policy, financial crises, sovereign debt crisis, quantitative easing.



فهرس  
المحتويات

## فهرس المحتويات

| الصفحة   | العنوان   |
|--|---|
|  | شكر و عرفان   |
|  | الإهداء   |
|  | المخلص بالعربية                                       |
|  | المخلص بالانجليزية                                    |
| -III   | فهرس المحتويات  |
|  | فهرس الجداول  |
| أ-هـ   | مقدمة عامة  |
| ج  | إشكالية الدراسة                                       |
| ج  | الأسئلة الفرعية                                       |
| ج  | فرضيات الدراسة  |
| ج  | أهمية الدراسة   |
| د  | أهداف الدراسة   |
| د  | أسباب اختيار الموضوع                                  |
| د  | المنهجية المتبعة فالدراسة                             |
| هـ   | الدراسات السابقة                                      |
| هـ   | صعوبات الدراسة  |
| هـ   | هيكلية الدراسة  |
| <b>الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير تقليدية والأزمات المالية</b> |   |
| 7  | تمهيد   |
| 8  | المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية التقليدية         |
| 8  | المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية التقليدية         |
| 9  | المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية        |
| 15   | المطلب الثالث: أهمية وأهداف السياسة النقدية التقليدية |
| 20   | المبحث الثاني: السياسة النقدية غير تقليدية            |

## فهرس المحتويات

|  |   |
|--|---|
| 20   | المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية غير تقليدية   |
| 21   | المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية غير تقليدية  |
| 25   | المطلب الثالث: شروط السياسة النقدية غير تقليدية   |
| 27   | <b>المبحث الثالث: الأزمات المالية</b>   |
| 27   | المطلب الأول: تعريف الأزمات المالية   |
| 28   | المطلب الثاني: أنواع وأسباب الأزمات المالية   |
| 34   | المطلب الثالث: آثار ومعالجة الأزمات المالية   |
| 37   | خلاصة الفصل   |
| <b>الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من آثارها</b> |   |
| 38   | تمهيد   |
| 40   | <b>المبحث الأول: تقديم أزمة الديون السيادية الأوروبية</b>   |
| 40   | المطلب الأول: تعريف أزمة الديون السيادية الأوروبية  |
| 41   | المطلب الثاني: أسباب وتطور أزمة الديون السيادية الأوروبية   |
| 47   | المطلب الثالث: آثار أزمة الديون السيادية الأوروبية  |
| 49   | <b>المبحث الثاني: معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية</b>   |
| 49   | المطلب الأول: دور الاتحاد الأوروبي في إدارة الأزمة  |
| 54   | المطلب الثاني: معالجة آثار أزمة الديون السيادية الأوروبية من خلال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية |
| 58   | خلاصة الفصل   |
| 60   | <b>الخاتمة العامة</b>   |
| 61   | اختبار الفرضيات   |
| 61   | نتائج الدراسة   |
| 62   | توصيات  |
| 63   | أفاق الدراسة  |
| 65   | <b>قائمة المصادر والمراجع</b>   |

## فهرس الجداول

---

### فهرس الجداول

| الصفحة | عنوان الجدول  | رقم الجدول |
|--------|---|------------|
| 44     | نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو عام 2010  | 2-1        |
| 46     | الناتج المحلي الإجمالي والدين العام والاستثمارات وميزان الحسابات الجارية لإيطاليا 2011-2007 | 2-2        |
| 55     | معدلات الفائدة الرئيسية للبنك المركزي الأوروبي في ظل الأزمة                                 | 2-3        |

# مقدمة عامة

تحتل السياسة النقدية مكانة جد هامة في الفكر الاقتصادي، وقد أصبح لها دور حاسم في التأثير على مختلف المتغيرات الاقتصادية، ويظهر ذلك جليا في ارتباط مستويات النمو الاقتصادي والبطالة، إذ عادة ما تلجأ البنوك المركزية إلى استعمال مختلف أدوات السياسة النقدية بغية تحقيق أهدافها، لهذا تظهر مكانتها البارزة في الفكر الاقتصادي ليس فقط في إبراز وتحليل دورها في تحقيق الأهداف العامة بل في دراسة مدى فعالية منهجية البنوك المركزية في تحقيق التوازنات الاقتصادية الموطنة بها من خلال الأدوات التقليدية للسياسة النقدية في ظل الأزمات المالية.

ومع التطور الذي شهدته المعاملات المالية وأدوات التمويل في الأسواق المالية للدول المتقدمة، ظهرت أوضاع اقتصادية جديدة لم يسبق للبنوك المركزية التعامل معها، حيث عجزت أدوات السياسة النقدية التقليدية عن معالجة الأزمات المالية التي مست أغلب اقتصاديات الدول المتقدمة، وهذا ما أجبر العديد من البنوك أن تغير من منهجية عملها التقليدي من أجل تفعيل دورها المحلي والدولي، وعلى هذا الأساس قامت مختلف البنوك بتبني أدوات استثنائية لسياسة نقدية جديدة تدعى بالسياسة النقدية غير التقليدية.

وقد عرفت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تطبيق واسع النطاق خاصة بعد الأزمة المالية العالمية.

لم يتعافى الاقتصاد العالمي من أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 حتى انفجرت أزمة الديون السيادية التي في حقيقتها هي أزمة ارتفاع لمستويات الدين الخارجي بالنسبة للنتائج المحلي الخام والذي فاق المستوى المتفق عليه في معاهدة ماستريخت بأضعاف الحد المسموح به في بعض الدول الأوروبية.

إن انفجار أزمة الديون السيادية الأوروبية كانت بفعل غياب الثقة في الأسواق الأوروبية، نتيجة لموقف المستشار الألمانية السلبية اتجاه اليونان بعدم تقديم أي عون لها، وهذا ما انعكس سلبا على كافة الأسواق، كما ذكر صندوق النقد الدولي في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي 2011، أن تداعيات أزمة الديون السيادية المتفاقمة في منطقة اليوروستوثر على استقرار النظام المالي العالمي بما فيها الدول النامية.

بدأ الحديث منذ شهر أبريل 2010 عن تفاقم مشكلة الديون والعجز في الموازنات العامة في معظم دول منطقة اليورو كالبرتغال وايرلندا وإيطاليا وإسبانيا واليونان لكن الشرارة الأولى لهذه الأزمة كانت في اليونان التي تفاقمت ديونها العامة وأصبحت تهدد استقرارها الاقتصادي بل الاستقرار الاقتصادي الأوروبي ككل.

وخوفا من انتشار تداعيات تلك الأزمة إلى بقية دول المنطقة، سارعت الدول الأوروبية بقيادة فرنسا وألمانيا وبمعية صندوق النقد الدولي والبنك المركزي الأوروبي إلى محاولة إيجاد صيغ وحلول لإنقاذ اليونان من شبح الإفلاس والحد من تلك الأزمات واحتوائها

### • إشكالية الدراسة:

انطلاقاً مما سبق يمكن طرح إشكالية الدراسة كما يلي:

"ما هو دور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من آثار الأزمات المالية؟ وما هو واقع ذلك في حالة أزمة الديون السيادية الأوروبية؟"

من خلال هذا التساؤل الرئيسي يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالسياسة النقدية غير التقليدية؛ وما هي أدواتها؟
- ما ماهية الأزمات المالية وما هي أنواعها؟
- كيف استخدم البنك المركزي الأوروبي أدوات السياسة النقدية غير التقليدية للحد من آثار أزمة الديون السيادية الأوروبية؟

### • فرضيات الدراسة

بغرض تقديم إجابات مبدئية لإشكالية الدراسة والأسئلة الفرعية قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

**الفرضية الأولى:** توجد فروقات جوهرية بين السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية.

**الفرضية الثانية:** تتميز الأزمات المالية بالدورية والتجدد.

**الفرضية الثالثة:** ساهمت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المستخدمة من البنك المركزي الأوروبي بفعالية في الحد من آثار أزمة الديون السيادية

### • أهمية البحث:

يكتسب موضوع البحث أهمية كبيرة كونه بين الدور الذي تلعبه السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من الأزمات المالية كونها أهم سياسة ارتكزت عليها الدولة لتجنب الأزمات أو التخفيف من آثارها من خلال أدواتها خصوصاً في ظل التكتل الاقتصادي كحالة أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو أين طبقت الدول المنتكسة في بداية الأزمة حلولاً فردية لم تمنع من تفاقمها، ما جعل هذه الأخيرة تغير من طريقة تعاملها مع الأزمة من خلال تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية ينفذها البنك المركزي الأوروبي.

### • أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

-تحديد مفهوم السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية؛

## مقدمة عامة

-توضيح أدوات السياسة النقدية غير التقليدية؛

-إبراز أهمية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من آثار الأزمات المالية؛

-تحديد مفهوم أزمة الديون السيادية الأوروبية؛

- إبراز دور البنك المركزي الأوروبي في معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية من خلال

استخدامه لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

### ● أسباب اختيار الموضوع:

ترجع أسباب اختيار الموضوع للنقاط التالية:

-أسباب شخصية تتمثل في الميل للبحث في مثل هذه المواضيع؛

-أسباب موضوعية تتمثل في التخصص نقدي وبنكي.

### ● المنهجية المتبعة:

بالنظر للموضوع محل ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة سيتم الاعتماد على

المناهج التالية:

✓ **المنهج الوصفي:** الذي يعني وصف وتفسير الأحداث والظواهر المتمثل في الجوانب النظرية

للأزمات المالية التي تتكرر باستمرار والإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية وأزمة

الديون السيادية من حيث مفهومها وأسبابها، ويستخدم بكثافة في كامل أجزاء البحث.

✓ **المنهج التحليلي:** سنقوم من خلاله بدراسة التطورات الخاصة بتفاعل آثار أزمة الديون

السيادية الأوروبية على دول منطقة اليورو.

### ● الدراسات سابقة:

هناك دراسات تناولت جوانب من الموضوع سنوجز بعضها فيما يلي:

✓ **دراسة إيمان عبد خيضر؛** خالد عبد الحميد؛ أزمة اليونان (أزمة اليورو) والدروس المستفادة؛

مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية العدد73؛ عالجت هذه الدراسة أزمة اليونان والوقوف على

الأسباب الحقيقية وراء هذه الأزمة.

✓ **دراسة عليصاري،** السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعولمة

والسياسات الاقتصادية العدد4، 2013. تناول الكاتب أدوات وأهداف السياسة النقدية غير

التقليدية.

✓ **نادية بلغوري،** تداعيات أزمة منطقة اليورو على الشراكة الأورو متوسطة -دراسة حالة

الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد دولي، كلية الاقتصاد، جامعة

## مقدمة عامة

محمد خيضر، بسك رةو 2013-2014، عالجت هذه الدراسة تأثيرات أزمة منطقة اليورو على  
الدول العربية.

**صعوبات الدراسة:**

تمثلت الصعوبات التي واجهتنا خلال إنجاز البحث في الآتي:

-صعوبة الحصول على المراجع وذلك بسبب غلق المكتبات بسبب جائحة كوفيد19؛  
-نقص الدراسات السابقة التي عالجت الموضوع محل الدراسة.

**هيكلية الدراسة:**

بهدف الإلمام الجيد بجوانب الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة قمنا بتقسيم  
موضوع البحث إلى فصلين تسبقهم مقدمة عامة وتختتمهم خاتمة عامة  
✓ **الجزء النظري:** وتناول فيها مفهوم كل من السياسة النقدية غير التقليدية وأدواتها،  
والأزمات المالية وأنواعها  
✓ **الجزء التطبيقي:** وتناول فيه حالة أزمة الديون السيادية الأوروبية.

الفصل الأول: الإطار النظري  
للسياسة النقدية غير التقليدية  
والأزمات المالية

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

تعتبر السياسات النقدية عن الأهداف التي ترسمها الدول للنهوض باقتصادها أو تجنبها الوقوع في الأزمات ولأنها تخص الهيكل الاقتصادي الكلي للدولة فان السياسة النقدية التي تستند للبنك المركزي والسياسة المالية التي تكون من مهام الحكومة ، مما ميز الأزمة المالية الأخيرة اتباع البنوك المركزية الرئيسية الأمريكي الأوربي الياباني المملكة المتحدة لسياسات نقدية غير تقليدية واسعة النطاق لتوفير الحواجز لتنشيط الطلب هذه السياسات التي تنطوي على التوسع الكبير لموجودات البنك المركزي وخفض أسعار الفائدة على المدى الطويل ومنح تسهيلات ائتمانية لأسر الشركات وتسييرات كمية وتدخلات في العملة وأسواق الأوراق المالية ، وعليه سنتناول هذا الفصل وذلك من خلال المباحث التالية:

### المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية التقليدية

### المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية

### المبحث الثالث: الأزمات المالية

### المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية التقليدية

تعتبر السياسة النقدية أحد الركائز الأساسية التي تقوم عليها السياسة الاقتصادية، ويتم استخدامها لتحقيق أهداف هذه الأخيرة، حيث يقوم البنك المركزي باتباع استراتيجية معينة من خلال استخدام مختلف الأدوات المتاحة لأجل بلوغ الأهداف المنشودة والمسطرة للسياسة الاقتصادية.

### المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية التقليدية

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

تنوعت واختلفت تعاريف السياسة النقدية من مدرسة إلى أخرى إلا أنها تلتقي كلها في العناصر المكونة للسياسة وهي الإجراءات المتخذة من طرف الهيئة المصدرة والأهداف المرجو تحقيقها وهذه مجموعة من التعاريف المختلفة للسياسة النقدية .

ويعرفها GEORGE PARIENTE على أنها مجموعة التدبير المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد إحداث أثر على الاقتصاد ومن أجل ضمان استقرار الصرف .

وحسب فوزي القيسي يعتبر السياسة النقدية بأنها التدخل المباشر المعتمد من طرف السلطة النقدية بهدف التأثير على الفعاليات الاقتصادية عن طريق تغيير عرضيتها الائتمانية باستخدام وسائل الرقابة على النشاط الائتماني للبنوك التجارية

ويعرفها بول سام ويلسون بأنها أهداف البنك المركزي في ممارسة سلطته للتحكم في النقود وأسعار الفائدة وشروط الائتمان وتتمثل الأدوات الرئيسية للسياسة النقدية في عمليات السوق المفتوحة ومتطلبات الاحتياطي القانوني وسعر الخصم<sup>1</sup>

كما تعرف بأنها مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل النقود والائتمان وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد<sup>2</sup>

وتعرف أيضا بمعناها الضيق على أنها مجموعة الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية المتمثلة بالبنك المركزي لمراقبة عرض النقد بهدف بلوغ أهداف اقتصادية محددة لتحقيق الاستخدام الكامل<sup>3</sup>

من خلال التعاريف السابقة يمكن الخروج بتعريف شامل للسياسة النقدية كالتالي:

هي من الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في دولة ما بقصد تحقيق الاستقرار وهذه السياسة هدفها التحكم في السيولة العامة في جميع الأصول النقدية والمالية والتي تستخدم مباشرة في الوفاء بالديون الناشئة عن العملات. كما أنها وسيلة من وسائل معالجة الاضطرابات التي تصيب الاقتصادي وتسري في أجزائه المختلفة فتحدث أثارها السياسية والاقتصادية والاجتماعية وتعوق التنمية<sup>4</sup>.

### المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية

<sup>1</sup>محمد بلوافي، "السياسة النقدية في الجزائر"، مجلة الاقتصاد للدراسات القانونية والاقتصادية، ط2، المركز الجامعي لمتنغاست، الجزائر.  
<sup>2</sup>بلعزوز بن علي، "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، 2008، صص، 112 121 122.

<sup>3</sup>طاهر البياتي، ميرال روجي سمارة، "النقود والبنوك الاقتصادية المعاصرة"، عمان، دار النشر وائل للنشر والتوزيع، 2013، ص ص، 240 241.

<sup>4</sup>مصطفى يوسف كافي، "مبادئ العلوم الاقتصادية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، ط1، 2015، ص305.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

يستعمل البنك المركزي بصفته المسؤول على تسيير وتنظيم الكتلة النقدية مجموعة من الأدوات لتحقيق الأهداف المسطرة بغية تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية وبحسب الحالات التي تواجه الاقتصاد من تضخم أو كساد

تحقيق أهداف السياسة النقدية يتطلب الاعتماد على مجموعة من الوسائل والأدوات والتي بالضرورة لا يمكن إن تحقق كل الأهداف على اعتبار إن تلك الأهداف قد تتعارض بعضها البعض

تستعمل الحكومة بالإضافة إلى وسائل السياسة المالية مجموعة من أدوات السياسة النقدية منها: أدوات كمية "تقليدية" وأدوات نوعية تهدف إلى التأثير على استخدامات المعروض النقدي

### أولاً: الأدوات الكمية للسياسة النقدية

تعتبر الأدوات الكمية مجموعة من الإجراءات التي تهدف بشكل غير مباشر في التأثير على مستوى الائتمان في إطار اقتصاد ما. بهدف التأثير على تكلفة الحصول على الأموال والتأثير على مستوى السيولة، من أجل إحداث تغيير في كمية النقود ويتعلق الأمر في هذه الحالة بكل من سياسة سعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة ومتطلبات الاحتياطي النقدي القانوني

### 1- سياسة سعر إعادة الخصم

يعتبر سعر إعادة الخصم من أقدم الأدوات التي لجأ إليها البنك المركزي في التأثير على السيولة والائتمان حيث استعملت في سنة 1839<sup>1</sup>

في حالة التضخم يرفع البنك معدل إعادة الخصم "سعر البنك" ليحد من قدرة البنوك على التوسع في الائتمان بغية مجابهة الأوضاع التضخمية

ومن ثم يلجأ البنك المركزي إلى سياسة الحد من الائتمان لدى البنوك التجارية فيقوم برفع تكلفة الائتمان المتمثلة في معدل الفائدة فترتفع تكلفة التمويل مما يدفع المستثمرين بالامتناع عن الاقتراض وقد يلجئون إلى استثمار أموالهم في السوق المالية بشرائهم أسهم وسندات وهكذا تخرج الأموال من فح السيولة فينقلص حجم الكتلة النقدية وينكمش

<sup>1</sup>حسين كامل فهمي، "أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2006، ص 16.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

إما في حالة اتباع البنك المركزي لسياسة توسعية فإنه يقوم بخفض معدل إعادة الخصم حتى يتيح للبنوك بخصم مالمديها من أوراق تجارية أو لا الاقتراض منه للتوسع في منه للتوسع في منح الائتمانيقبل المستثمرين على البنوك التجارية للحصول على المزيد من الائتمان بتكلفة منخفضة ويتم تقديم القروض المخصصة من خلال تسهيلات البنك المركزي ويطلق على تلك التسهيلات "نافذة الخصم"

إن ميكانيكية تأثير سعر الخصم على حجم القروض المخصص على القروض المخصصة إثر مباشر إذ أن رفع سعر الخصم يرفع تكلفة الاقتراض من البنك المركزي ومن ثم تقلل البنوك ما تأخذه من قروض مخصصة كما إن تخفيض سعر الخصم سيزيد ما تأخذه البنوك من قروض مخصصة<sup>1</sup>

ويدير البنك المركزي نافذة الخصم بعدة طرق تمنع إساءة استخدام قروضه فعندما يكون سعر الخصم أقل من سعر الفائدة السوقي فهناك حافز كبير للبنوك لكي تحصل على القروض المخصصة سعر خصم منخفض وإعادة استخدام حصيلة القروض في شراء سندات سعر فائدة أعلى، لذلك يضع البنك المركزي قواعد للحد من عدد المرات التي تلجأ فيها البنوك إلى الحصول على القروض المخصصة فإذا تردد بنك على نافذة الخصم مرارا فان البنك قد يغلق النافذة من وجهة ذلك البنك في المستقبل، فالجوء للنافذة هو امتياز وليس حقا للبنك<sup>2</sup>

إن هناك علاقة وثيقة بين سعر إعادة الخصم وسعر الفائدة، خصوصا في الدول ذات أسواق مالية وأنظمة مصرفية متطورة، وهذه العلاقة هي علاقة تناسبية فزيادة سعر إعادة الخصم تؤدي بالضرورة إلى زيادة معدل الفائدة والعكس صحيح فسعر إعادة الخصم هو المتغير التابع.

يبدو استخدام أداة سعر إعادة الخصم أمرا سهلا، يعمل مباشرة على تحقيق أهداف السياسة النقدية، إلا أن الواقع يدل على عكس ذلك، إذ أن هذه الوسيلة تتطلب استحواد البنوك لوحدها على تمويل المؤسسات ومعتمدي القروض، إلا أن هذا الوضع هو بعيد المنال خاصة أن هذه الوسيلة كانت حقيقية أكثر نجاعة وفعالية في ظل نظام قاعدة الذهب

فالكثير من الاقتصاديين يشكون في مدى نجاعة وفعالية هذه الأداة في تحقيق الأهداف الانكماشية أو الأهداف التوسعية، وخاصة في ظل تنوع مصادر التمويل والتخلي عن نظام قاعدة الذهب وحرية تدفق رؤوس الأموال، ومن ثم لم يصبح هذه الأداة سوى مؤشر أمام البنوك التجارية في اتجاه السلطات النقدية فيما يتعلق بسياسة الائتمان<sup>3</sup>

### 2- سياسة السوق المفتوحة:

<sup>1</sup>بلعزوز علي، مرجع سبق ذكره، ص ص، 123 124.

<sup>2</sup>حسين كامل فهمي، المرجع نفسه، ص ص، 16 17.

<sup>3</sup>بلعزوز علي، مرجع سبق ذكره، ص ص، 124 125.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

تعني دخول البنك المركزي للسوق النقدية من أجل تخفيض أو زيادة حجم الكتلة النقدية عن طريق بيع أو شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات، وتعتبر هذه الوسيلة الأكثر شيوعا واستعمالا خاصة للدول المتقدمة، فقد اعتبرها "فريدمان" «من أكثر الأدوات نجاعة وفعالية في التأثير على المعروض النقدي»<sup>1</sup>

أما "كنيز" فإنه يعتبر هذه الأداة أكثر فعالية مقارنة بأدوات السياسة النقدية الأخرى لأنها تؤثر تأثيرا مباشرا على المعروض النقدي، ومن ثم في حجم الائتمان الذي تمنعه البنوك، فهي أداة غير تضخمية، لأنه يقر أن استعمال هذه الأداة غير كاف ما لم تصحب بأدوات أخرى خاصة تلك الأدوات المتعلقة بالسياسة المالية وأن تتمتع الدول بأسواق نقدية ومالية متطورة ومنظمة<sup>2</sup>

ففي حالة معاناة الاقتصاد من ظاهرة التضخم يتدخل البنك المركزي عارضا ما بحوزته من أوراق مالية للبيع، ومن ثم يقوم بامتصاص الفائض من الكتلة النقدية نتيجة قيام البنوك بشراء تلك الأوراق المالية كبداية للنقود، فيتقلص حجم السيولة، وتتنخفض قدرة البنوك التجارية على التوسع في منح الائتمان

أما إذا كان الاقتصاد يعاني من ظاهرة الانكماش، يتدخل البنك المركزي لتشجيع الائتمان وتوفير السيولة اللازمة للأداء الاقتصادي، بطرح المزيد من السيولة في سوق التداول مقابل الأوراق المالية والتجارية

فقيام البنك المركزي بعملية شراء السندات ذلك يعني أنه سيزيد الطلب عليها مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية، ولما كانت العلاقة بين قيم الأصول المالية «أسهم سندات» وأسعار الفوائد علاقة عكسية، فهذا من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض معدلات الفوائد ومن ثم يحفز المستثمرين على المزيد من طلب الائتمان

تتميز عمليات السوق المفتوحة عن أدوات السياسة النقدية الأخرى بما يلي:

- تتميز عمليات السوق المفتوحة بمبادرة من البنك المركزي الذي يكون له الرقابة الكاملة على حجم عمليات السوق المفتوحة؛
- عمليات السوق المفتوحة مرنة فيمكن أن تمارس بأي درجة بغض النظر عن مدى صغر الحجم المطلوب فيمكن لعمليات السوق المفتوحة أن تحقق هذا الهدف بشراء أو بيع أوراق مالية بحجم صغير أو حجم كبير؛
- يمكن ممارسة عمليات السوق المفتوحة بسرعة، فهي لا تنطوي على تأخيرات إدارية؛

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، "الاقتصاد النقدي والبنكي"، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2015، ص157.  
<sup>2</sup> إيمان أسعد، "فعالية أدوات السياسة النقدية في ضبط المعروض النقدي في الجزائر، دراسة حالة خلال الفترة 2009-2013"، مذكرة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016/2017، ص16.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

فعندما يقرر البنك المركزي إحداث تغيير في القاعدة النقدية أو الاحتياطات فهو فقط يعطي أمرا مباشرا لتجار الأوراق المالية للشراء أو البيع<sup>1</sup>

### 3-متطلبات الاحتياطي النقدي القانوني:

وفقا للتشريعات المالية الحديثة يتوجب على المصارف التجارية أن تحتفظ بحد أدنى من الأرصدة النقدية لدى المصرف المركزي وهو يمثل النسبة القانونية للاحتياطي، حيث تقوم المصارف المركزية بالتحكم في مقدرة المصارف التجارية على خلق الودائع وتقديم الائتمان من خلال تلك النسبة وتزداد أهمية استخدام هذه السياسة في البلدان النامية، حيث تظهر صعوبة استخدام وسائل أخرى مثل عمليات السوق المفتوحة وسياسة تغيير إعادة الخصم وذلك لضيق أسواق النقد والمال في هذه البلاد وعدم تطورها، أما بالنسبة لكيفية عملها أو استخدامها كأداة من أدوات السياسة النقدية فيتم كما يلي:

- يقوم المصرف برفع النسبة القانونية للاحتياطي النقدي مما يعني انخفاض قدرة البنك على توليد الائتمان وذلك في حالة التنبؤ بوجود تضخم مستقبلا أو في حال تجاوز حجم الائتمان المستوى المرغوب فيه
- يقوم المصرف المركزي بزيادة حجم الائتمان عن طريق تخفيض النية القانونية للاحتياطي النقدي لمواجهة حالة الركود الاقتصادي من أجل زيادة الكتلة النقدية وزيادة حجم الائتمان لدى المصارف التجارية وبالتالي زيادة حجم التبادل وتحريك واثار النمو الاقتصادي.

من خلال الحالتين السابقتين يمكن القول: إن فعالية هذه الوسيلة في مكافحة التضخم أكبر منها في مكافحة الركود لأنها في أوقات التضخم تضع قيودا كميا مباشرا على مقدرة المصارف التجارية على التوسع في الائتمان، أما في أوقات الكساد فتساعد هذه الوسيلة على مجرد زيادة فائض الأرصدة النقدية لدى المصارف التجارية ويمكن القول أن: فعالية رفع نسب الاحتياطي تتوقف على ما لدى المصارف من فائض في احتياطياتها وعلى مدى إمكانية حصولها على أرصدة نقدية من مصادر أخرى<sup>2</sup>

### ثانيا: الأدوات الكيفية للسياسة النقدية

#### 1- سياسة الرقابة الكيفية على الائتمان

يمارس المصرف المركزي هذه السياسة للتأثير في توزيع الائتمان بين القطاعات الاقتصادية أو بين القطاعات الجغرافية يقوم مثلا بزيادة حصة الزراعة والصناعة على حساب حصة التجارة، أو زيادة حصة المناطق النامية على حساب المناطق الأكثر تقدما وقد يستخدم المصرف المركزي

<sup>1</sup>إيمان أسعد، مرجع سبق ذكره، ص17.

<sup>2</sup>هيفاء غدير، "السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري"، 2018، ص41.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

أدوات كمية تساعده على تحقيق الرقابة على الائتمان مثل سياسة إعادة سعر الخصم، وذلك للتشجيع على شراء بعض الأوراق المالية التي تنتمي لقطاع معين دون غيرها وان أهم أدوات الرقابة الكيفية على الائتمان في الدول النامية تشمل مايلي:

- تحديد حصص ائتمانية مختلفة للأنشطة الاقتصادية كزيادة الائتمان المقدم للصناعة في دولة تستهدف بناء القاعدة الصناعية، وتخفيض الائتمان المقدم للاستهلاك مثلاً؛
- تحديد أجال مختلفة لاستحقاق القروض حسب أوجه استخدامها بحيث تزداد أجال القروض المقدمة للتنمية مثلاً؛
- استخدام سعر الفائدة كما ذكر سابقاً فقد يقوم المصرف المركزي بتخفيض سعر الفائدة على الزراعة مقابل رفع سعر الفائدة على القطاع التجاري لتشجيع القطاع الأول.

### 2- التأثير أو الإغراء المعنوي

تتمتع المصارف المركزية ولاسيما العريقة منها والتي لاتقوم بعمليات مصرفية تنافس بها المصارف العادية بمركز معنوي هام بين مجموعة المصارف العادية الأخرى، ولذلك تكون في مركز يمكنها من التأثير المعنوي في بقية المصارف التجارية والتضامن والتنسيق معها لتنفيذ سياسة ائتمانية معينة كالتوسع في الائتمان أو الحد منه وواضح أن مدى نجاح هذه الوسيلة يرتبط بعوامل مختلفة أهمها:

- الهيمنة المعنوية للمصرف المركزي على المصارف التجارية؛
- سيادة روح التعاون والتنسيق بين المصارف التجارية والمصرف المركزي؛

ومن الجدير ذكره هنا أن الاقتصاد كلما كان متقدماً ازداد استخدامه للأدوات الكمية للسياسة النقدية وذلك نتيجة لتوفير سوق مالية ونقدية متقدمة ببنيتها الفنية الكاملة وعلاقتها وعمق توصلها في حين وعلى النقيض يمكن القول<sup>1</sup> أن الدولة النامية تعتمد بشكل كبير على الوسائل المعنوية والأدوات الكيفية النقدية والمالية فيها وبالتالي أصبحت السياسة النقدية لكثير من البلدان النامية أداة لإصدار النقود ومكان أماناً للمدخرات الوطنية، فسياسة السوق المفتوحة مثلاً تتطلب وجود سوق مالية متطورة يستطيع المصرف المركزي إن يكون فيها بائعاً أو مشترياً حسب مقتضيات المصالح النقدية والأهداف الاقتصادية العامة الأمر الذي تفنقه الكثير من اقتصاديات البلدان النامية.

### المطلب الثالث: أهمية وأهداف السياسة النقدية

#### أولاً- أهمية السياسة النقدية

تلعب السياسة النقدية دوراً هاماً في الاقتصاد الوطني حيث ينتقل أثرها إلى النشاط الاقتصادي عن طريق الأدوات والأساليب المستخدمة للتوجيه والتأثير في مساره بشكل يساعد

<sup>1</sup> هيفاء غدير، مرجع سبق ذكره، ص50.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

على تحقيق أهداف المجتمع وتزداد هذه الأهمية وضوحا خاصة في الدول النامية، إذ ينتقل تأثير السياسة النقدية إلى المتغيرات الحقيقية وفق المسار التالي:

سياسة نقدية \_\_\_\_\_ مكونات الطلب الداخلي \_\_\_\_\_ أسواق الأصول الحقيقية

فضعف الأسواق النقدية والمالية تجعل الآثار المترتبة عن كمية النقود لا تنقل إلى الأصول المالية (البدائل النقدية) وإنما تنتقل مباشرة إلى الأصول الحقيقية، ولذلك يمكن القول إن دور السياسة النقدية في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي يبدو أنه أكثر أهمية من البلدان النامية عنه في البلدان المتقدمة.<sup>1</sup>

كما يبرز دورها في أوقات التضخم في الدول الرأسمالية الصناعية المتقدمة إذ تركز هذه السياسة في الأول من أجل المحافظة على التشغيل الكامل في الاقتصاد ومواجهة التقلبات النقدية وتتبع هذه الدول في هذا العدد بعض السياسات النقدية كحتمية السوق المفتوح أو تعديل سعر الفائدة أو نسبة الاحتياطي وغيرها للتأثير في الائتمان، أما في الدول النامية فتتخصص في خدمة التنمية توفير التمويل اللازم لها.

وبالتالي مما سبق يمكن حصر أهمية السياسة النقدية في النقاط التالية:

-التوجيه والتأثير في المسار الاقتصادي عن طريق أدوات وأساليب مختلفة؛

-تؤثر السياسة النقدية في الدول النامية على الأصول الحقيقية وتستخدم لتمويل التنمية؛

- مكافحة التضخم والتأثير في الأسواق المالية هذا في الدول الرأسمالية الصناعية للتأثير بحجم الائتمان بالإضافة إلى النقاط السابقة تكمن أهمية السياسة النقدية في كونها المنظم الرئيسي لكمية النقود المتداولة فهي تضمن تأدية النقود لسائر وظائفها بفعالية فهي تحدث آثار هامة في الوضع الاقتصادي وتستخدم الأداة المناسبة حسب الوضع النقدي والاقتصادي السائر.<sup>2</sup>

### ثانيا-أهداف السياسة النقدية

تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق جملة من الأهداف عبر فترات زمنية مختلفة، ففي المدى القصير تسعى إلى تحقيق أهداف أولية وفي المدى المتوسط تسعى إلى تحقيق أهداف وسيطة كل من أجل تحقيق أهداف نهائية والمتمثلة أساسا في تحقيق معدل نمو مرتفع وتحقيق الاستقرار في الأسعار بالإضافة إلى رفع العاملة وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات وهذا على المدى الطويل

<sup>1</sup>محمد بلوافي، مرجع سبق ذكره، ص 51.

<sup>2</sup>علي بن قدور، محمد بيرير، "السياسة النقدية والتوازن الاقتصادي الكلي"، ط 1، دار الأيتام للنشر والتوزيع، الأردن، 2018، صص، 37 38.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

### 1- الأهداف الأولية للسياسة النقدية

تضمن الأهداف الأولية للسياسة التآثير في مجموعتين رئيسيين الأولى تتكون من مجتمعات الاحتياطات النقدية أما الثانية تتعلق بطروف سوق النقدية

- **مجتمعات الاحتياطات النقدية:** تتضمن القاعدة النقدية احتياطات الودائع الخاصة والاحتياطات الغير مقترضة حيث تتكون من النقود المتداولة لدى الجمهور هذه الأخيرة تحوي الأوراق النقدية، النقود المساعدة، نقود الودائع بالإضافة إلى الاحتياطات المصرفية الإجبارية، وكذا النقود الموجودة في خزائن البنوك، أما احتياطات الودائع فهي تشمل الاحتياطات الإجمالية مطروح منها الاحتياطات الإجبارية لدى البنك المركزي، أما الاحتياطات غير المقرضة فتساوي الاحتياطات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطات المقرضة<sup>1</sup>
- **ظروف سوق النقد:** ويقصد بهذا المصطلح مدى سهولة أو صعوبة أسواق الائتمان ويعني ذلك قدرة المقرضين وموافقهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى، وسعر الفائدة للأرصدة البنكية يتمثل في سعر الفائدة على الأرصدة المقترضة لمدة قصيرة تتراوح بين يوم أو يومين بين البنوك، هذه المجموعة تحتوي على الاحتياطات الحرة ومعدل الأرصدة المصرفية وأسعار الفائدة الأخرى في مستوى النقد،<sup>2</sup>

كما تم استخدام أنواع مختلفة من الأرقام القياسية من أهم ماكان مستخدما في الخمسينات والستينات من هذا القرن وهو الاحتياطات الحرة وتشمل على الاحتياطات الزائدة للبنوك الأعضاء في البنك المركزي وثاني هذه الأرقام القياسية لأوضاع سوق النقد هو أسعار الفائدة على أدونات الخزينة والأوراق التجارية وسعر الفائدة التي تفرضه البنوك على أفضل العملاء وسعر الفائدة ما بينالبنوك.<sup>3</sup>

### 2- الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية

تتمثل الأهداف الوسيطة في المتغيرات النقدية يتم ضبطها من أجل بلوغ الأهداف النهائية وهي تربط بين الأهداف الأولية والنهائية وتتمثل هذه الأهداف فيما يلي:

- **التحكم في العرض النقدي:** وتعرف المجتمعات النقدية على أنها مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة، تعكس قدرة المقيمين على الإنفاق، ويرتبط عدد المجتمعات بطبيعة الاقتصاد ودرجة تطور الصناعة المصرفية والمنتجات المالية فيه، حيث تعطي هذه المجتمعات معلومات

انجات مسمش، "فعالية السياسة النقدية والمالية في معالجة التضخم دراسة حالة الجزائر 1986-2004"، مذكرة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2005، ص86.  
توليد بشيشي، "دور السياسة النقدية في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل الإصلاحات الراهنة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة الجزائر، 2016، صص، 15 16 68.  
لحلو موسى بوخاري، "سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية"، دط، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2010، ص63.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

للسلطات النقدية عن وتيرة نمو مختلف السيولات داخل الأسواق والاقتصاد وتتكون هذه المجمعات من النقود الورقية والكتابية وأشباه، وبالتالي تسعى السلطة النقدية "البنك المركزي" إلى التحكم في هذه المجمعات بمايخدم الوضع النقدي والاقتصادي.<sup>1</sup>

● **التحكم في معدلات الفائدة:** تسعى السلطة النقدية إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في مستوى يسمح بالتوظيف الفعال للموارد المالية في المجتمع، وبالتالي فإن المستويات المنخفضة لمعدل الفائدة لا يؤدي إلى جمع الموارد الادخارية اللازمة وبالتالي تبقى الموارد معطلة ولا توظف في الاقتصاد، أما المستويات المرتفعة من معدلات الفائدة تعطل مستوى الاستهلاك والاستثمار وبالتالي تسعى السلطة النقدية إلى الحفاظ على معدل فائدة في مستوى يسمح بالتوظيف الفعال،

5

ويوجد العديد من معدلات الفائدة في الاقتصاديات المتطورة وأبرزها هي:

- ✓ **المعدلات الرئيسية:** هي معدلات النقد المركزي التي يقرض بها البنك المركزي البنوك التجارية كما يستند إليها في تحديد معدلات الإقراض بين البنوك؛
- ✓ **معدلات السوق النقدية:** وهي معدلات التي تتم على أساسها تداول الأوراق المالية القصيرة الأجل القابلة للتداول "شهادات الإيداع أوراق الخزينة .... الخ؛
- ✓ **معدلات السوق المالية أو المعدلات طويلة الأجل:** وهي على أساسها تصدر السندات؛
- ✓ **معدلات التوظيف في الأجل القصير** "حسابات على الدفاتر، ادخار سكني؛
- ✓ **المعدلات المدنية:** وهي المطبقة على القروض الممنوح.

وتتأثر هذه المعدلات كلها بمعدل الفائدة الذي يفرضه البنك المركزي على قروض النقد

المركزي<sup>2</sup>

● **التأثير في سعر الصرف:** سعر الصرف هو مؤشر هام حول الأوضاع الاقتصادية لأي دولة وبذلك يسعى البنك المركزي للمحافظة على معدل سعر الصرف حتى يكون قريبا من مستوى معادل للقدر الشرائية، وتساهم السياسة النقدية في التوازن الاقتصادي عبر تدخلها من أجل رفع معدل صرف النقد تجاه العملات الأخرى وقد يكون محاربا للتضخم وهو الهدف النهائي للسياسة النقدية، وعندما يتخذ معدل الصرف كهدف وسيط فانه يظهر العديد من العيوب لأن أسواق الصرف ليست منظمة، فهي تتعرض لتقلبات ومعدل الصرف يلعب دورا مهما في معرفة الاستراتيجية الاقتصادية والمالية لحكومة ما وذلك فأن الاختيار المدرك لعدم تقدير سعر اصرف ملائم له نتائج ثقيلة منها:

<sup>1</sup> اجهاد الطويل، "دور السياسة النقدية المالية والنقدية في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر 1990-2010"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر 2016، ص 65، 66.

<sup>2</sup> لونييس أكن، "السياسة النقدية ودورها في ضبط المعروض النقدي في الجزائر خلال الفترة 2000 2009"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر و2011، ص 41.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

-المحافظة على مستوى منخفض لسعر الصرف يؤدي إلى حدوث ضغوط تضخمية؛

-الحفاظ على سعر صرف مرتفع يفرض على الأعوان الاقتصاديين ضغطا انكماشية، وهو ما يؤثر على بعض المؤسسات غير القادرة على التأقلم وقد تختفي ويؤدي إلى تباطؤ في النمو<sup>1</sup>.

### 3-الأهداف النهائية للسياسة النقدية

من الجدير بالذكر أن هذه الأهداف ليست محا اتفاق من حيث عددها، ذلك إن التشريعات النقدية تتباين من حيث التوسع والتصنيف في هذه الأهداف فمثلا ينص ال قانون 10/90 المتعلق بالنقد والقرض في الجزائر على:

-تتمثل مهمة البنك المركزي في مجال النقد والقرض والصرف على توفير أفضل الشروط لنمو منتظم للاقتصاد الوطني والحفاظ عليها بإنهاء جميع الطاقات الإنتاجية الوطنية مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد، ولهذا الغرض يكلف بتنظيم الحركة النقدية ويوجه ويراقب بجميع الوسائل الملائمة، توزيع القرض ويسهر على حسن إدارة التعهدات المالية تجاه الخارج واستقرار سوق الصرف.

وعموما نجد الأهداف في البلاد العربية نتيجة استقراء التشريعات تدور حول العناصر التالية:

-تحقيق الاستقرار النقدي؛

-ضمان قابلية صرف العملة والحفاظ على قيمتها الخارجية؛

-تشجيع النمو الاقتصادي؛

-المساهمة في إنشاء أسواق مالية ونقدية متطورة؛

-تحقيق التوازن الداخلي والخارجي؛

في الدول الصناعية هناك اتجاه متزايد نحو عدم التوسع في الأهداف والاقتصار على هدف واحد للسياسة النقدية يتمثل في استقرار الأسعار أي استهداف التضخم بوضع معدلات يستخدم البنك المركزي الأدوات الممكنة من الوصول إلى هذه المعدلات.

ويمكن للبنوك المركزية بناء المصدقية إذا حقق سجلا جيدا لإنجاز أهداف التضخم المعلنة، وعادة ماتقوم البنوك المركزية بإصدار تقارير دورية عن السياسة النقدية تعرف بتقارير التضخم،

<sup>1</sup>اسمية حاجي، "دور السياسة النقدية في معالجة اختلال ميزان المدفوعات حالة الجزائر 1990-2014" أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص 57 58.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

توضح نوايا البنوك المركزية حول المسار المقبل للسياسة النقدية وتفسر الفوارق بين معدلات التضخم الفعلية والمستهدفة، وقد اختارت معظم الدول الصناعية أهدافا للتضخم مابين 1/ و 3/ بالنظر إلى تشكل معدلات التضخم المرتفعة من آثار سلبية على النمو تؤدي إلى زيادة تكاليف الرفاهية وهذا لايعني الاتجاه بمعدل التضخم ليساوي الصفر لأن ذلك لايسمح بأن تكون أسعار الفائدة الحقيقية سالبة في فترة دورة الأعمال إذ كانت هناك حاجة إلى ذلك مثل حفز الطلب الإجمالي<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية

اتخذت البنوك المركزية الرئيسية تدبير غير تقليدية واسعة النطاق في السياسة النقدية سمة مميزة للأزمة المالية فقد رأينا دعما ائتمانيا معززا، وتسييرات ائتمانية، وتسييرات كمية، وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية، يرى البعض في هذه التدابير استمرارا للسياسة المعتادة لكن بوسائل أخرى غير تقليدية، فبمجرد أن يصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أدنى (أقل من الصفر)، تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية، لذا فقد تحولت إلى استخدام أدوات غير تقليدية، فوسعت موازاناتها العامة وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات وبالتالي تحفيز الطلب الكلي.

### المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية" ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، 2005، ص ص، 54 55 56.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

لا يوجد إجماع على إعطاء تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية غير تقليدية، حيث لم يتم تعريفها حتى الآن سوى من جانبين: جانب المستهدفات وجانب الأدوات "الوسائل" المستخدمة في مثل هذه السياسات وعليه يمكن تعريف السياسة النقدية من جانبين هما:

من جانب المستهدفاتها مجموعة الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي، ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة خلال فترة زمنية معينة.

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

كما تعرف السياسة النقدية غير تقليدية على أنها: قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة، والميزة الأساسية في وساطة البنك المركزي هو سهولة الحصول على الأموال عن طريق إصدار سندات حكومية بلا قيود ولا مجازفة وذلك لتوفير وسيلة لتحفيز الاقتصاد

يمكن القول إن السياسة النقدية غير التقليدية على أنها قيام البنك المركزي بدور الوساطة من أجل تسهيل الحصول على أموال عن طريق إصدار سندات حكومية.

ومن خلال ما سبق يمكن استخلاص تعريف شامل للسياسة النقدية غير التقليدية على أنها: السياسة التي تحاول التأثير على أسعار الفائدة طويلة الأجل من خلال إصدار البنك المركزي "التوجيه الأجل، أو المشتريات الأصول، سندات الخزينة" تسمى برامج شراء الأصول بالتسهيل الكمي بتخفيف الائتمان.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

يمكن تقسيم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية إلى أربعة أنواع تتمثل فيما يلي:

#### أولاً- التيسير الكمي

يعرف على أنه سياسة نقدية غير تقليدية طباعة النقود تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة<sup>2</sup> حيث يشتري البنك المركزي

<sup>1</sup> ابن علي صاري، "السياسة النقدية غير التقليدية الأدوات والأهداف"، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسة الاقتصادية الاقتصادية، العدد4، 2013، ص ص، 60 59.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية"، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص92.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المحددة مقدما في الاقتصاد وتتميز هذه عن السياسة المعتادة أكثر لشراء أو بيع الأصول المالية بالحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند قيمة الهدف المحدد.

ينفذ البنك المركزي التيسير الكمي من خلال شراء الأصول المالية من البنوك ومن شركات القطاع الخاص بالأموال الجديدة المنشأة الكترونيا، ويزيد هذا الإجراء من الاحتياطات الفائضة للبنوك وكذلك يرفع أسعار الأصول المالية التي تم شرائها مما يخفض من عائدها.

وعادة ماتنطوي السياسة النقدية التوسعية على شراء البنك المركزي للسندات الحكومية قصيرة الأجل من أجل خفض معدلات فائدة السوق قصيرة الأجل "باستخدام مزيج من تيسيرات الإقراض الثابتة وعمليات السوق المفتوحة"<sup>1</sup>

ومع ذلك فعندما تكون معدلات الفائدة قصيرة الأجل إما عند الصفر أو قريبة منه، فإن السياسة النقدية العادية لا تكون قادرة على خفض معدلات الفائدة ثم قد تستخدم السلطات النقدية التيسير الكمي لزيادة تنشيط الاقتصاد بشراء أصول ذات فترات استحقاق أطول فحسب من السندات الحكومية قصيرة الأجل وبالتالي تخفيض معدلات الفائدة ذات الأجل الأطول بالإضافة إلى منحى العائد ويمكن استخدام التيسير الكمي للمساعدة على ضمان ألا يقل التضخم عن الهدف، وتشمل المخاطر أن السياسة أكثر فعالية من الموارد في العمل مقابل الانكماش الاقتصادي أو عدم فعاليتها بما فيه الكفاية إذا المقترض البنوك المالية وفي الجزائر وبعد إيقاف نظام النهب عام 1971 الذي كان يعيق قدرة البنوك المركزية على طبعالنقود دون الاحتفاظ بمخزون يعادلها من الذهب، أصبحت البنوك المركزية تملك خيارا جوهريا يمنحها القدرة والحرية على طبع النقود "نقود قانونية" بكميات هائلة حسب احتياجات الاقتصاد.<sup>2</sup>

ويتم تطبيق عملية التيسير الكمي من خلال طبع نقود جديدة وكميات هائلة تعتمد بالضرورة على الإصدار النقدي دون الالتزام بوجود مقابلات الكتلة النقدية، وهذا الزيادة للمعروض النقدي خلال مدة زمنية مدروسة ومع وجود مصداقية للبنوك المركزية يكون الهدف منها هو الحفاظ على مستويات مستهدفة لمجموعة من المتغيرات الاقتصادية أهمها استقرار معدلات التضخم وتخفيض معدلات البطالة.<sup>3</sup>

### ثانيا-أسعار الفائدة الصفرية

أجريت عدة دراسات لبيان أسباب تغير سعر صرف العملات الأجنبية، حيث أن المنطق يوحي بأن المستثمرين يتوجهون لبيع العملة ذات الفائدة القليلة وشراء العملة ذات الفائدة المرتفعة، مما يؤثر سلبا على سعر الأولى وإيجابا على الثانية وبالتالي يؤثر على أسعار صرف هذه العملات

<sup>2</sup>صالح مفتاح، "النقود والسياسات النقدية"، ط2، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص ص، 41 43.  
<sup>3</sup>سامي خليل، "نظرية الاقتصاد الكلي"، ط4، دار الكتب، الكويت، 1994، ص69.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

وتشير التطورات في أسعار الفائدة لدى المصارف المركزية العالمية والإقليمية خلال الربع الثاني من عام 2014 إلى حدوث بعض التغيرات على أسعار الفائدة لدى بعض المصارف وثباتها دون تغيير يذكر لدى مصارف أخرى، فقد أبقى الاحتياطي الفدرالي على سعر الفائدة الأساس عند 0.25٪ دون تغيير للعام الخامس للتوالي، ويعتبر هذا التثبيت لسعر فائدة عند هذا المستوى المنخفض «الصفري» منسجما مع السياسة الاقتصادية العامة المتبعة في الولايات المتحدة، الهادفة إلى تحفيز الاقتصاد على النمو من خلال سياسات نقدية ومالية توسعية عبر ما يعرف بسياسات التحفيز المالي، وفي منطقة اليورو قام المصرف المركزي الأوروبي بتخفيض سعر الفائدة خلال الربع الثاني من سنة 2013 بواقع ربع نقط أساس ليصبح 0.5٪ مقارنة مع 0.75٪ في الربع الأول من نفس السنة.

وفي المقابل أبقّت المصارف المركزية في كل من اليابان والمملكة المتحدة وسويسرا أسعار الفائدة كما هي دون أية تغيرات علما بأن تلك الأسعار متدنية أصلا وقريبة من الصفر.

تتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد<sup>1</sup> على الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض سوف يقلل من الطلب على القروض والعكس صحيح، وعليه فإن "منحنى الطلب على الائتمان يتخذ شكل منحنى الطلب العادي حيث ينحدر من أعلى لأسفل وإلى جهة اليمين"، وهو ما تنتشده البنوك المركزية من خلال سياستي التيسير الكمي وأسعار الفائدة الصفرية، كما تساهم أسعار الفائدة الصفرية في التأثير على أسعار صرف العملة في الأسواق الدولية للعملات من خلال عدد الوحدات من العملة المحلية التي يمكن بها شراء وحدات من عملة أخرى، ويمكن النظر إلى أثر سعر الفائدة على أسعار الصرف من خلال:

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

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

- العلاقة بين عرض النقد وسعر صرف العملة المحلية: إن سعر الصرف يعتمد على نسبة "ratio" فزيادة العرض النقدي "التيسير الكمي" يؤدي إلى زيادة الصادرات وبالتالي زيادة نمو الناتج المحلي وبالتالي إلى زيادة الاستثمار.<sup>1</sup>
- العلاقة بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف: ففي اقتصاد مفتوح وفي ظل ثابت سعر الصرف فإن عرض النقود هو متغير تابع يتأثر بالمتغيرات التي تحصل في ميزان المدفوعات، إذ أن وجود فائض في ميزان المدفوعات يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية مما يؤدي إلى زيادة قيمتها الخارجية، أما في حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات فإنه يؤدي إلى انخفاض الطلب على العملة المحلية وبالتالي يؤدي إلى انخفاض قيمتها الخارجية.

### ثالثاً-التيسير النوعي

يبدل مصطلح التيسير النوعي على شكل آخر من أشكال التيسير فمن الاقتصاديين من يصنف أداة التيسير النوعي على أنها حالة خاصة لأداة التيسير الكمي يقوم البنك المركزي بواسطة هذه الأداة بالتركيز على الأوراق الموجودة في أصول ميزانيته بدلاً عن التركيز على زيادة قاعدته النقدية إذ يقوم بشراء سندات أو أسهم خاصة أو عمومية على المؤسسات المالية أو مباشرة على المؤسسات غير المالية، الأمر الذي يؤدي تلقائياً إلى زيادة خصوم البنك المركزي من خلال إصدار السيوليات، وتهدف عمليات الشراء السابقة إلى رفع أسعار الأصول قصد خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتنشيط الاقتصاد كما تهدف أيضاً إلى تخفيض علاوات المخاطر ما من شأنه أن يحفز الاستثمارات.

لأداة التيسير النوعي نقطة ايجابية أساسية تتمثل في التحكم المباشر للبنوك المركزية في عمليات صنع السيولة، حيث يتم توجيه التمويل بطريقة تسمح بإعادة تنشيط الاقتصاد من جهة، وتحد من احتمال ظهور فقاعات مضاربة من جهة أخرى، وبالرغم من تأدية أداة التيسير النوعي لدور فعال في تنشيط الاقتصاد إلا أنها تبقى صعبة التطبيق وخطيرة في نفس الوقت.

حتى وان اشترطت البنوك المركزية ضمانات كافية فإنها في غالب الأحيان تجد بحوزتها أوراق أكثر خطورة عن تلك التي كانت بحوزتها في حالة استخدام التيسير الكمي QE كما تدفع أداة التيسير النوعي البنك المركزي إلى القيام بتيسير التمويل حيث يسير من موقفه اتجاه علاوات المخاطر المطلوبة واتجاه التقدير الخاطئ للخسائر المتعلقة بالأوراق الممولة.<sup>2</sup>

بالرغم من أن أداة التيسير النوعي ستسمح ببعث الطلب على السيولة من خلال تخفيض العلاوات المفروضة إلا أن تطبيقها يشترط أن يكون عرض القروض غير كافياً كما هو الحال بالنسبة لأداة التيسير الكمي، إذ تكون هذه الأداة غير فعالة إذا كانت احتياجات التمويل منعدمة.

<sup>1</sup> علي صاري، مرجع سبق ذكره، ص 66 67 68 69.  
<sup>2</sup> محمد الأمين، وليد طالب، نظيرة قلادي، "الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية على ضوء الأزمة المالية 2007-2008"، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي 2019، ص 213.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

تعتبر أداة التيسير الكمي فعالة فيما يتعلق بإعادة الثقة إلى البنوك التي عادة ماتكون أكبر المتضررين من الأزمات المالية في حين تبدو فعالة أداة التيسير النوعي معدومة لما يكون هناك طلب مباشر للسيولة من طرف الشركات والمؤسسات المالية عبر إصدارهم أسهم أو سندات

### رابعاً-حرب العملات

في النظرية الاقتصادية العملة القوية تميز الاقتصاد القوي، لكن العملة القوية جدا تضعف الاقتصاد، هذا هو الوضع الاقتصادي اليوم في العالم، ولهذا السبب يعمل عدد غير قليل من دول العالم على إضعاف العملية المحلية بالنسبة للعملات الأخرى لخلق أفضلية تنافسية على غيره من البلدان في الاقتصاد العالمي، أطلق على هذه الظاهرة اسم "حرب العملات"

ترى المحللة المالية "برندا كيللي" أن حرب العملات تشير إلى قيام دولة بالتدخل لإضعاف عملتها عمداً، وهذا يتم من خلال عدة وسائل "igmarrkits" مثل بيع العملة المحلية وشراء عملات أجنبية، وخفض الفائدة، وسياسات التيسير الكمي هي طباعة المزيد من العملة لخفض قيمتها، بهدف دعم الصادرات وقطاع العمل.

كما أن حرب العملات ظاهرة تشير إلى التخفيض التنافسي للعملة الذي تمارسه بعض الدول لزيادة صادراتها وتقليل مستورداتها من أجل تقليص العجز التجاري أولاً وتحريك الاستثمار في الدول المخفضة ثانياً، سعياً لخلق مزيد من فرص العمل للعاطلين عليه

وعليه فإن حرب العملات هي أحد أوجه حرب التبادلات التجارية بين الدول، فحرب العملات تأتي من جراء سعي كل بلد إلى خفض سعر صرف عملته لتكون الصادرات بأسعار زهيدة في الأسواق الخارجية وبالتالي قادرة على التنافس.<sup>1</sup>

وكمحصلة فإن حرب العملات هي في الأساس حرب التبادل التجاري، وهي امتداد للأزمة المالية العالمية، وهي دليل على فشل الولايات المتحدة الأمريكية في الخروج من هذه الأزمة وفي اتخاذ 6 كل الخطوات النقدية والمالية والتجارية من أجل إيجاد حل لمشكلتها الأساسية، وأن السبب يكمن في القرارات الخاصة بالسياسة التمويلية غير الجيدة المعتمدة في مثل هذه الظروف.

### المطلب الثالث: شروط السياسة النقدية غير التقليدية

نظراً للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية "حالة الأزمات" التي تنفذ فيها السياسات النقدية غير التقليدية وكذلك استخدام الأدوات غير المعتادة في السياسة النقدية فإنه يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية وتتمثل في:

<sup>1</sup>صلاح عبد الرحمن الطالب، "محاضرة في ندوة حول حرب العملات وآثارها على أداء الأسواق المالية"، سوق مسقط للأوراق المالية، عمان، 10 يناير، 2011.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

- 1- لا بد أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى إلحاقها، وفي أغلب الحالات لا بد من تفصيل التدابير من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية، وخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة اعتمادا على حجم الخلل في عمل النظام المالي؛
- 2- لا بد أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة، بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط، ولأن البنوك تعد إلى حد كبير الأداة الرئيسية لدى البنك المركزي لإعادة التمويل "غير المعياري" فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات؛
- 3- في حالة أوروبا لا بد من حث مؤسسات الاتحاد الأوروبي فضلا عن الدول الأعضاء على تعزيز الإدارة الاقتصادية، من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية والخاصة بالموازنة التي تنتهجها الدول كل على حدا، والواقع أن مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي كان واضحا إلى حد كبير فيما يتصل بهذه القضية منذ بداية الأزمة؛<sup>1</sup>
- 4- وبقدر ماتعملمجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة على تغيير بنيوي في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي فمن حقا أن تكون مدافعة صريحة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل العالمي، والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة للأطراف.

## المبحث الثالث: الأزمات المالية

<sup>1</sup>علي صاري، مرجع نفسه، ص 61، 62.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

الأزمات المالية من القضايا الاقتصادية التي أثارت ولتزال تثير اهتمام عدد كبير من المفكرين والباحثين الاقتصاديين، إن ظاهرة الأزمات المالية ليست حديثة النشأة، وقد حاول العديد من المفكرين الاقتصاديين تقديم تفسير نظري لظهور الأزمات إلى أنهم لم يصلوا لنفس التفسير، ويرجع هذا أساسا إلى الاختلاف الفكري والإيديولوجي القائم بين مختلف المفكرين.

### المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية

لا يوجد تعريف أو مفهوم محدد للأزمة المالية لكن من المفاهيم المبسطة لمصطلح الأزمة المالية هو أن: الأزمة المالية هي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى.

وتعرف أيضا بأنها: فترة تشهد الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، والأصول هيا إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية وإما أصول مالية ' هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي مثل: الأسهم وحسابات الادخار مثلا، أو أنها حقوق ملكية الأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية ومنها العقود المستقبلية "اللفظ أو العملات الأجنبية مثلا «فإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة، فإن ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها»<sup>1</sup>.

يعرف السيد عليوة بصفة عامة من الناحية الاجتماعية على أنها توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات العرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة

ويعرفها محسن أحمد الخضيرى على أنها: لحظة حرجة وحاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب بها مشكلة بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار تجعله في حيرة بالغة، وبذلك فهي تتعلق ببعدين هما:

- التهديد الخطير للمصالح والأهداف الحالية والمستقبلية؛
- الوقت المحدد المتاح لاتخاذ القرار المناسب لحل الأزمة؛

أما من الناحية الاقتصادية فيقصد بالأزمة بأنها ظاهرة تعرف بنتائجها ومن مظاهرها انهيار البورصة، وحدوث مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة، وبطالة دائمة.

وتعرف الأزمة بشكل خاص بأنها: انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.

<sup>1</sup>السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية في عالم متغير"، ط1، عمان، دار الفكر ناشرون وموزعون، 2009، ص317.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

منجمل المفاهيم العامة نستخلص التعريف التالي للأزمة المالية: هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي الفروض والودائع المصرفية، ومعدل الصرف، وتعتبر على انهيار شامل في النظام المالي والنقدي.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: أنواع وأسباب الأزمات المالية

#### أولاً-أنواع الأزمات المالية

بالرجوع إلى الأزمات المالية التي حدثت في كثير من الدول نجدها لأتخرج عن الأنواع التالية:

#### 1-الأزمات المصرفية: يقال أن هناك أزمة مصرفية إذا تحققت المعايير التالية:

-بلغت نسبة الديون المعدومة إلى مجموع القروض بالجهاز المصرفي نسبة تتجاوز 10%؛

-إذا نتج عن الأزمة تأمين بعض البنوك؛

-وجود حالة هستيرية بنكية متمثلة في تسيل كبير للودائع من قبل المودعين مما يستدعي تدخل السلطات في تجميد الودائع أو إغلاق البنوك أو تعميم تأمين القروض

-إذا تجاوزت تكلفة الإصلاح أو عملية الإنقاذ للنظام المالي 2/ من قيمة الناتج المحلي الإجمالي وتأخذ الأزمة المصرفية الأشكال التالية:

✓ أزمة السيولة: حيث تبدأ الأزمات المصرفية في الظهور عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، ولأن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات كل المودعين إذا ماتخطت تلك النسبة وبالتالي يحدث مايسمى بأزمة السيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى عندئذ تأخذ الأزمة لقب أزمة مصرفية؛

✓ أزمة الائتمان: عند تتوافر الودائع لدى البنوك ورفضت تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرة المقترضين على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض وهو مايسمى بأزمة الائتمان.

وتحدث الأزمة المصرفية نتيجة الأسباب التالية:

<sup>1</sup>فريد كورتل، "الأزمة المالية: مفهومها وانعكاساتها على البلدان العربية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، جامعة سكيكدة، الجزائر، ص 7.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

-عدم الاتساق بين أصول وخصوم البنوك، بمعنى أن وجود التزامات قصيرة الأجل يقابلها أصول طويلة الأجل أو عند وجود التزامات بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية؛

-وجود ضمانات حكومية واسعة وإجراءات تحفز المقرضين على المخاطرة؛

-تحرير مالي مبكر وغير متدرج؛

-زيادة المعاملات المالية التي تجري في إطار معلومات غير متكافئة؛

-الصددمات الخارجية مثل تغيير في معدلات التبادل الدولي أو ارتفاع في سعر الفائدة بالعالمي أو تدهور الصادرات

-يلعب نظام سعر الصرف المتبع دورا في أحداث الأزمة.<sup>1</sup>

**2- أزمة العملة:** تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة وعلى أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة لذلك تسمى هذه الأزمة بأزمة ميزان المدفوعات وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحت أزمة قد تؤدي لانهايار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا تطوعيا من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزداد في التدفقات الخارجية

بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد<sup>2</sup>

**3- أزمة الديون:** تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري خاص أو بدين سيادي عام وتؤدي المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام على تسديد التزاماته، إلى تراجع حاد في تدفقات رأس المال الخاص، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي، ومن أمثلة ذلك المديونة لسنة 1982 في بلدان أمريكا اللاتينية، أين كان حجم القروض الموجهة إلى لبلدان النامية ينمو بمعدل 27/ خلال الفترة 1973-1982. وقد أدى التوظيف السيئ إلى لرأس مال المصرفي الدولي وانسيابه إلى منافذ الاستثمار القصير المدى في هذه البلدان إلى ارتفاع متوالي في أسعار الفوائد وهو ما أرهق كاهل الاقتصاديات النامية

<sup>1</sup>السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 317 318.  
<sup>2</sup>نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، الجزائر "2012/2013"، ص 9.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

4- **الأزمات التوأم:** إذا كانت الأزمة في شكل انهيار أسعار وعوائد الأوراق المالية وإفلاسها وفشل البنوك أوفي شكل انهيار قيمة العملة فتسمى بالأزمات التوأم، ويمكن توضيح سيناريو حدوث التوامة، بين أزمة العملة والأزمة المصرفية على النحو التالي:

- **من أزمة سعر الصرف إلى أزمة مصرفية:** عندما تقع أزمة سعر الصرف وتحسبا لانخفاض قيمة العملة المحلية، يسعى المتعاملون إلى التخلص من العملات المحلية واقتناء العملات الأجنبية مما يؤدي إلى انخفاض حاد في احتياطات البنوك من العملات الأجنبية مما يضعف موقفها الحالي، كما أن تخفيض قيمة العملة نتيجة الأزمة سوف يخفض قيمة الخصوم البنكية بالعملات الأجنبية مما يؤدي إلى زيادة الديون المعدومة
- **من أزمة مصرفية إلى أزمة سعر الصرف:** إذا قام البنك المركزي بمحاولة أنقاص بعض البنوك التي على وشك الانهيار من خلال تقديم المزيد من القروض والائتمان، فيمكن أن يحدث نتيجة ذلك الفعل تفاقم في المديونية المحلية للبنوك يمكن أن تولد أزمة ثقة لدى المتعاملين الذين يحاولون التخلص من العملة المحلية مما ينتج انخفاضا كبيرا في سعر الصرف واستنزاف الاحتياطي من العملات الأجنبية.

ونظرا لأن الأزمة السابقة لاتحدث بشكل منفرد ولأعراض التحليل يتم وصف الأزمة نسبة إلى أول سوق حدثت فيه، فيتم التعامل مع الأزمة المالية التي حدثت في دول آسيا 1997، علة أنها أزمة عملة، وأزمة الأسواق المالية على تلك التي حدثت في أسواق المال الأمريكية في 1987 بينما يتم إطلاق اسم أزمة مصرفية على الأزمة المالية التي حدثت في الأرجنتين عام 1987 بينما يتم إطلاق اسم أزمة مصرفية على الأزمة المالية التي حدثت في الأرجنتين عام 2000 وروسيا 2000 وأزمة الرهن العقاري على الأزمة العالمية 2008/2007 في الولايات المتحدة<sup>1</sup>

5- **أزمة الأسواق المالية:** تعرف أيضا بانفجار الفقاعة المالية. وتحدث عند قيام المضاربين بشراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته الأساسية في ظل توقع مكاسب رأسمالية عالية ولعل أهم مايميز ظاهرة الفقاعة المالية هو طريقة انفجارها بمعنى التدهور المفاجئ في الأسعار، الذي يلحق خسائر كبيرة بالمدخرين ويؤدي إلى انخفاض مستمر في قيمة الأصول المعنية، وحتى تدهور مستمر في مجموع الاقتصاد.

ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية، فإن مخاطر الاستثمار فيها ترتبط عموما بعدم اليقين بالعائد بمعنى احتمال عدم تحقق العائد، وربما احتمال وقوع خسائر رأسمالية وعليه فقد زام اهتمام إدارة السوق بكفاءة أسواق الأوراق المالية

ومؤشراتها ووفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن نستجيب مثلا أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 319 320.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبقة الأنباء، إذا كانت ايجابية أم لا.

ولكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين هما:

- **كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا فيسبيلها تكاليف باهظة بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادية،
- **كفاءة التشغيل:** يطلق عليها بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية.

إن انفجار الفقاعة المالية لا يمكن النظر إليه بمعزل عما يحدث في بقية النظام المالي والنظام الاقتصادي وتعتبر المضاربة العامل الرئيسي المسبب لحالات عدم الاستقرار في الأسواق المالية وذلك للامتيازات التالية:

- إن معظم التداولات الآجلة والعاجلة في السوق يقوم بها المضاربون كبار وصغار مما يعني أن أداء السوق يحدد بشكل كبير سلوكيات وتوجهات المضاربين
- إن التوقعات المستقبلية للمضاربين حول توجهات السوق قد تكون غير صحيحة نتيجة حالة عدم التأكد وعدم اليقين الذي يميز المستقبل القريب والبعيد، مما قد يسبب خسائر كبرى للمضاربين فضلا عن باقي المتعاملين في السوق المالي<sup>1</sup>

### ثانيا-أسباب الأزمات المالية

لا يمكن حصر الأسباب التي أدت للأزمات المالية في سبب أو سببين وإنما تتضافر جملة من الأسباب تؤدي بمجموعها إلى الأحداث أزمة مالية، ففي دراسة دولية معمقة شملت 102 أزمة مالية لعشرين بلداً خلال العشرين عاماً الماضية (استخدم مؤشر مزدوج يتكون من درجة انخفاض قيمة العملة، ونسبة الخسارة في الاحتياطات)، وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أن أكثر بلدان العينة عرضة للأزمات المالية هي التي شهدت تحريراً في أسواقها المالية، وأزمات مصرفية والتي أدت بدورها إلى أزمة عملات، نظراً للعلاقة السببية بين الأزمة المصرفية وأزمة العملات، مع المشاكل التي تواجه ميزان المدفوعات للبلد المعني.

وبصفة عامة يمكن إرجاع أسباب الأزمات المالية إلى مايلي:

- المتغيرات الدولية من الكوارث، الحروب، الأزمات الاقتصادية والحروب التجارية؛

<sup>1</sup>نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص ص، 11 10 9.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

- المتغيرات المحلية في معدل التضخم "أسواق السندات" و"أسعار الصرف" و"أسواق العملات الحرة" وأسعار الأسهم، وتغير أسعار الفائدة؛
- التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والاختراعات، وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهيكل محفظة الاستثمار؛
- الإشاعات والمعلومات الملوثة وغير الحقيقية؛
- المضاربة غير المحسوبة؛
- عدم الاستقرار السياسي والنزاعات الأهلية في بعض الحالات كما أشرنا سابقا في الدراسة التي أجريت على 102 أزمة، فإن التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال التي تؤدي إلى التوسع في منح القروض، بالإضافة إلى انهيار القطاع المالي تشكل القاسم المشترك الذي يسبق حدوث الأزمات المالية، حيث شهدت معظم الدول التي حدثت فيها الأزمات انفتاحا اقتصاديا وتجاريا غير مسبوق؛<sup>1</sup>
- تشجيع التدفقات الرأسمالية الأجنبية قصيرة الأجل؛
- وجود قدر قليل من الشفافية في البنوك والشركات العامة، كما أن الفساد الإداري كان بصفة عامة في كثير من هذه الدول، إضافة إلى الافتراق بين مصالح إدارات تلك المؤسسات ومصالح حملة الأسهم 9: يعمل البعض، حكومات بعض هذه الدول والمنظمات الاقتصادية الدولية "الصندوق والبنك الدوليين «جزء كبير من المسؤولية بسبب سياسات الأولى المتناقضة في الفترة الأخيرة والوعود والضمانات التي لم تتحقق من قبل، بمعنى آخر فإن الحكومات والمؤسسات الدولية هي التي تتحمل المشكلة؛
- وضعت الأزمة الآسيوية ظاهرة مهمة كانت سببا في انتشار العديد من الأزمات وهي ظاهرة العدوى، فقد بدأت سلسلة الأحداث في تايلاند وانتشرت إلى دول أخرى عديدة في الإقليم (كانت تايلوان أقلها تأثرا)، كما إنها انتشرت إلى دول خارج الإقليم خاصة في أمريكا الجنوبية، أصبح موضوع انتشار عدوى الأزمات مسألة معروفة في أدب الاقتصاد المالي؛<sup>2</sup>
- العجز التوأم في الميزان التجاري والميزانية، تلازم عجز الميزان التجاري الأمريكي المزمع بسبب تزايد الاستيرادات من الصين والهند والدول الآسيوية الأخرى وازدياد حركة السياحة إلى خارج الولايات المتحدة والذي ناهز 758 مليار دولار عام 2006 مع عجز متصاعد في الموازنة العامة بلغت عام 2008 حوالي 410 مليار دولار وهو ما يشكل 3% من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي؛
- قيام وكالات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا نظرا لأنها صادرة عن بنوك كبيرة وقوية مثل مورغان ستانلي، وإيمان برذارز، فقامت بمنع السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا وأما وبنك

<sup>1</sup> عرفات تقي الحسين، "التمويل الدولي"، عمان، دار المجالوي للنشر والتوزيع، 1999، ص 201.  
<sup>2</sup> قحطان عبد سعيد، "الأزمة المالية الآسيوية 1997 الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب الآثار و الدروس المنتقاة دراسة مقارنة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، مسقط، عمان 2009، ص 14، 15.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

- تحملت جزءا من مسؤولية الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل المخاطر التي تتعرف له أو على الأقل كانت غير مدركة له آنذاك؛
- خروج المصارف التجارية عن حدود نشاطاتها التقليدية كوسيط مالي بين وحدات الفائض "المبخرين" ووحدات العجز "المستثمرين" لتتحول إلى مستثمر صاف والى مؤسسات مضاربة بالأوراق المالية ومؤلة لصفقات تجارية وغير ذلك من نشاطات دون ضمانات فعلية؛
- سماح الحكومة الأمريكية بفتح مجالات الاستثمارات لشركائها خارج الولايات المتحدة وفتح تسهيلات للمستثمرين الأمريكيين كالإعفاء الضريبي مما ساعد على خروج حجم كبير من الأموال إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: آثار الأزمات المالية وطرق معالجتها

#### أولا- آثار الأزمات المالية

- تشير بعض التقديرات إلى مجموع الخسائر التي تكبدتها أسواق المال في دول شرق آسيا مالا يقل عن 600 مليار دولار أو يساوي ثلثي الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول، حيث نتج عن الأزمة انخفاض حاد في القيم، فقد خسرت أسواق الأسهم 60% من قيمتها في المتوسط خلال الفترة من أول جويلية 1997 حتى فيفري 1998؛
- تخوف الكثير من المستثمرين من تدهور اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، كما جعلهم يسارعون إلى بيع حجم كبير من الأسهم لتقليل خسائرهم، وهو ما زاد تدور قيمة الأسهم وزعزعة الثقة لدى المستثمرين؛
- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية في الوقت الذي أسهمت فيه هذه الأموال في رفع معدلات النمو خلال السنوات الأخيرة قبل الأزمة؛
- إفلاس وانهيار العديد من البنوك والشركات، مما أدى إلى ارتفاع قيمة البطالة والتضخم؛
- الآثار السلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وارتفاع معدلات الفقر والخلل الاجتماعي، وسوء توزيع الثروات والتحول
- انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وتباطؤ النمو الاقتصادي، وهروب رؤوس الأموال ونقص في الإنفاق العام والخاص، وزيادة عجز الحسابات الجارية وموازين المدفوعات وتفاقم في المديونية للخارج بدول الأزمة<sup>2</sup>؛
- نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية، وقيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد أو إيقاف منح القروض إلى الأفراد خوفا من نقص السيولة وصعوبة استردادها،

<sup>1</sup> علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكسابسة، "الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة 2009، ص 12، 13، 14، 15، 16.

<sup>2</sup> عمر محي الدين، "أزمة الديون الآسيوية (الجذور والآليات والدروس المستفادة)"، ط1، دار النشر، القاهرة، مصر، 2000، ص 78.

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

وهذا أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفي كافة نواحي الحياة مما أدى إلى توقف المقرضين عن سداد دينهم؛

- أزمتي الثقة والسيولة التي خلفتها الأزمة لدى البنوك والمؤسسات الاستثمارية (خاصة في أمريكا وأروبا واليابان) نتيجة الخسائر الفادحة التي منيت بها، مما أدى إلى تخوف هذه المؤسسات من بعضها خشية أن تكون متورطة في الأزمة بحيث لا يستطيع الوفاء بالتزاماتها مستقبلاً؛

- انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال، ما أحدث ارتباكاً وخلاً في مؤشرات الهبوط والصعود في الأسهم والأوراق المالية المختلفة، وهو ما يفسر تقلب مستوى التداولات التي ترتب عنها اضطراباً وخلاً في مؤشرات البورصة بتراجع القيمة السوقية لـ 8 مؤسسات مالية عالمية بحوالي 574 مليار دولار خلال العام؛

- انخفاض حاد في حجم المبيعات ولا سيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب ضعف السيولة، وعلى رأسها أكبر المجموعات الأمريكية "فورد" و"جرنرال موتورز"، هذه الأخيرة على وشك الإفلاس وهو ما يهدد بطرد مليوني عامل

- ارتفاع حجم الديون العقارية على نحو 606 تريليون دولار، وارتفاع حجم الديون على أمريكا من 6 تريليونات بداية من عهد (بوش) إلى عشرة تريليونات عند بداية (أوباما)، وحجم الديون على الشركات إلى 18.4، ما جموعه 35.5 تريليوناً (أي ما يزيد 35٪ من حجم الاقتصاد الأمريكي وهو رقم غير مسبوق) ومشكلة المشاكل هي أن المشتقات المالية قد بلغت أرقاماً خيالية وصلت 668 تريليون دولار؛

- انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار وهذا أدى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس؛

- قيام بعض الدول في فرض المزيد من الضرائب لتعويض العجز في ميزانياتها بسبب ارتفاع ميزانية الدعم وتقديم المساعدات للشركات والبنوك المقبلة على الإفلاس أو لدعم الودائع أو نحو ذلك؛

- فقدان المقترضون لأصولهم ومنازلهم المرهونة بسبب القروض، إذ فقد أكثر من مليوني أمريكي ملكيتهم العقارية وأصبحوا في عداد المشردين والمهاجرين والفقراء؛

- الانكماش الذي يتميز بنمو اقتصادي سلبي على مدى عامين متتاليين يهدد العديد من البلدان، وتراجع قوي في السوق العقارية بسبب تشدد المصارف في معايير الإقراض؛

- التكاليف الباهظة لمعالجة أوضاع المؤسسات المالية المتضررة والتي فاقت 3 تريليون دولار سوف ينعكس عبئاً مالياً كبيراً على الاقتصاد العالمي؛

## الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية

- تفاقم العجز في الميزانية الفدرالية الأمريكية كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي خلال عام 2008 ليصل 4.5% بالإضافة إلى تراجع تحويل رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة انخفاض تقدر بحوالي 50%<sup>1</sup>؛
- التأثير علة معدلات النمو الاقتصادي وارتفاع كلفة القروض؛
- تعطيل عجلة التوسع بالمشاريع الاستثمارية وزيادة كلفة المشاريع القائمة؛
- تضائل الثقة بين البنوك أو تدني خطوط الائتمان بين البنوك مع قلة السيولة وانخفاض أسعار النفط الخام<sup>2</sup>.

### ثانياً- طرق معالجة الأزمات المالية

تتمثل الخطوات التي ينبغي اتخاذها للخروج من الأزمة المالية:

- **إعادة رسملة البنوك:** فالبنوك لا تملك ما يكفي من الأسهم العادية، وستواجه أوقاتاً عصيبة قبل أن ترفع من تلك الأسهم في ظل الظروف الراهنة، وهنا على الحكومة أن تمد البنوك بهذه الأسهم، وفي المقابل تحصل الحكومة على حصص تؤهلها للتصويت على اتخاذ القرارات في البنك المعني؛
- **التخلص من الاستيلاء على القارات:** إن الحكومة تضمن بقاء الناس في عقاراتهم عبر تحويل فوائد الرهن العقاري واقتطاعات ضرائب الملكية إلى ائتمان ضريبي نقدي، وعبر إصلاح قوانين الإفلاس بحيث تسمح بإعادة هيكلة عاجلة لخفض قيمة الرهن عندما يموت سعر العقار أقل من أرهن نفسه؛
- ويتم كذلك التخلص من الاستيلاء على العقارات عبر الإقراض الحكومي والاستفادة من التكاليف الحكومية المخفضة على التمويل وتميرير الادخار إلى مالكي المنازل من الطبقة الفقيرة وذوي الدخل المحدود؛
- تمرير حوافز فاعلة: إن مساعدة وول ستريت ومنع الاستيلاء على العقارات تعتبر جزءاً من الحل، وبما أن الاقتصاد الأمريكي مقبل على ركود خطير فلا بد من وجود حوافز كبيرة؛
- إيجاد وكالة متعددة الجوانب ذات فعالية عالية: بما أن الاقتصاد العالمي أصبح متداخلاً فلا بد من وجود مراقبة دولية.

<sup>1</sup> علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، "الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009، ص 20، 19، 21.

<sup>2</sup> هلال الطعان، "الأزمة المالية العالمية الأسباب، الآثار، الحلول"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 18، 2008، الجامعة المستنصرية، ص 3.

### خلاصة الفصل:

بينت الأزمة العالمية بأن البنوك المركزية قد عجزت في تحقيق الاستقرار المالي بواسطة اللجوء إلى استخدام أدوات التقليدية للسياسة النقدية إذ أنها تفقد فعاليتها بشكل كبير في حال توقف قنوات انتقال أثر السياسة النقدية عن العمل بشكل كلي أو حتى جزئي.

لم تقف البنوك المركزية مكتوفة الأيدي وإنما قد استعملت أدوات جديدة ألا وهي الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية وتمثلت فيأداة التسيير الكمي، أدوات التسيير النوعي.

حتى وان نجحت البنوك المركزية إلى حد ما في تجاوز الأزمة المالية باستعمال أدوات جديدة فان هذا لايجب أن يحجب عن نظرنا التحديات الكبيرة والعديدة التي تواجه السياسة النقدية على غرار تنامي حجم ميزانية البنوك المركزية والتراجع المفاجئ للتضخم وتنامي خطر الانكماش المالي وضعف فعالية السياسة النقدية.

الفصل الثاني: أزمة الديون  
السيادية الأوربية ودور  
السياسة النقدية غير التقليدية  
في الحد من أثارها

لم يكد ينتهي العقد الأول من عمر اليورو حتى وجد نفسه في طاحونة أزمة تعتبر الأسوء في تاريخه ألا وهي أزمة الديون السيادية الأوروبية، فقد كان التركيز طوال عام 2010 على أزمة الديون السيادية لليونان وهي بمثابة تحد لمدى صمود اقتصاديات منطقة اليورو الستة عشر أيام تداعيات الأزمة المالية وكذا مدى قدرة الحكومات على مواصلة دعم الاقتصاد الضعيف.

ويمكن القول إن أزمة الديون اليونانية الحالية تعد أكبر تحديات الاتحاد الأوروبي، وتحديدًا منه النظام النقدي الموحد "اليورو" لما يمكن أن تؤدي إليه ضغوطها المتزايدة من عواقب وخيمة تهدد بانتقال العدوى إلى بعض بلدان الاتحاد الأوروبي لاسيما منها البرتغال وايرلندا واسبانيا وبدرجة أقل إيطاليا، ووضعت احتمالية تقهره إلى مراحل أدنى من تلك التي وصل إليها بدءًا من تفكك النظام النقدي الموحد «اليورو»

نحاول خلال متن الفصل تناول الإطار النظري والتاريخي للأزمات المالية معرجين على أعلى أنواعها وتمثل في الدين الخارجي ومن ثم التطرق لأزمة الديون السيادية الأوروبية «أزمة منطقة اليورو» ثم نتناول خطط الإنقاذ الأوروبية للأزمة ونتائجها على الاقتصاد العالمي، وعليه سنتناول في هذا الفصل مايلي:

### المبحث الأول: تقديم أزمة الديون السيادية الأوروبية

### المبحث الثاني: معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية

### المبحث الأول: تقديم أزمة الديون السيادية الأوروبية

لم يكد ينتهي العقد الأول من عمر اليورو حتى وجد نفسه في طاحونة أزمة تعتبر الأسوء في تاريخه، ظهرت بوادر الأزمة بالتحديد في نوفمبر 2009، عندما أعلنت اليونان عن خطة الموازنة

العامه للعالم المالى الحالى، وذلك لتجنب الوقوع فى الإفلاس وعدم قدرتها على الوفاء بالديون المستحقة عليها

### المطلب الأول: تعريف أزمة الديون السيادية الأوروبية

تعرف الديون السيادية على أنها الديون التي تترتب على الحكومات ذات السيادة، ويكون أغلب هذه الديون فى صور سندات، وتقوم الحكومات بإصدار سندات بأحد الأسلوبين هما:

- **الأسلوب الأول:** إصدار سندات بالعملة المحلية للدولة، وتكون هذه السندات فى الأغلب موجهة نحو المستثمرين المحليين، ويطلق على الديون الناجمة عن استخدام هذا الأسلوب ديون حكومية؛
- **الأسلوب الثانى:** إصدار سندات موجهة للمستثمرين فى الخارج، وتكون فى الأغلب بعملة غير العملة المحلية للدولة (غالباً تكون هذه السندات بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو)، ويطلق عليها بالديون السيادية.

تعود أزمة الديون السيادية إلى عدم قدرة دول منطقة اليورو على الوفاء بالتزاماتها المرتبطة بالمديونية اتجاه دانيها والتي بدأت فى بدايتها بالاقتصاد اليونانى من جهة، إذ نلاحظ أن حجم الديون السيادية فى منطقة اليورو بلغ حوالى 7.1 تريليون دولار عام 2009، ثم ارتفع ليصل 7، 8 تريليون دولار عام 2010، ومن جهة أخرى إلى تراكم العجز المسجل فى الميزانيات العمومية، الذى مالبث وأن أصبح ديون عمومية متفاقمة على مدار عشريات من الزمن وأسعار فائدة مرتفعة، بالإضافة إلى الآثار السلبية للأزمة المالية لعام 2008 والتي زادت فى وتيرة تراكم عجز الميزانيات العمومية بسبب ارتفاع النفقات العمومية والانكماش الاقتصادى وتضرر القطاع المصرفى<sup>1</sup>

### المطلب الثانى: أسباب أزمة الديون السيادية الأوروبية وتطورها

#### أولاً- أسباب أزمة الديون السيادية الأوروبية

##### 1- الأسباب المالية والاقتصادية

تعود هذه الأسباب للنقاط التالية:

<sup>1</sup>أميرة مرايحي، دور البنك المركزى الأوروبى فى معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربى بن المهيدى، أم البواقي، 2018/2019، ص42.

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من

آثارها

- الفساد في النظام المصرفي وضعف الرقابة عليه حيث تبين أن العديد من المصارف قامت بعمليات تزوير في أسعار الفائدة وتلاعب في أسعار الصرف وتهربت من دفع الضرائب وقدمت قروضا لمؤسسات متعثرة بدون دراسة علمية وأعطت قروضا عقارية لأفراد دون مراعاة لمستوى دخولهم ودون مراعاة للقيمة الفعلية للعقار؛
- عدم الالتزام بما جاءت به معاهدة ماستريخت وعدم احترام مناص عليه ميثاق الاستقرار والنمو، وخاصة فيما يخص العجز في الموازنة العامة والذي يجب ألا يزيد عن 3/ من الناتج المحلي الإجمالي؛
- الأزمة الاقتصادية الأمريكية التي تم تصديرها إلى منطقة اليورو نتيجة للتداخل في الاستثمارات المتبادلة بين الحكومات والمصارف والأفراد؛
- الخلل في الميزان التجاري حيث خسر العديد من دول جنوب أوروبا حصصه في السوق لصالح دول الشمال كألمانيا بسبب الضعف في التنافسية والتنظيم وكذلك خسارة أوروبا لحصصها من السوق العالمية لصالح الولايات المتحدة الأمريكية بسبب انخفاض سعر الدولار ولصالح الصين والهند بسبب الأسعار المنافسة؛
- مشكلة بنية منطقة اليورو الاقتصادية حيث توجد وحدة نقدية دون وجود تشابه أو انسجام في بنية المؤسسات ووجود اختلاف في قوانين الضرائب والتقاعد ومستوى التطور والنمو؛
- عدم وجود مرونة في الجهاز النقدي الأوروبي حيث لا يسمح للدول بصك النقود لتغطية احتياجاتها لتسهيل تجارتها وهذا دفع الدول إلى رفع الضرائب للحصول على سيولة نقدية مما أدى إلى خفض قدراتها التنافسية؛<sup>1</sup>
- التنافس بين الدول الأوروبية في كثير من الأحيان يفوق التنسيق بينها وذلك بسبب الصراع بين مراكز القرار السياسي والاقتصادي لعدم وجود هوية أوروبية موحدة ففي كثير من الأحيان يكون السعي إلى معاقبة الدول أكثر من السعي لمساعدتها؛

## 2- الأسباب السياسية

وتتمثل فيما يلي:

- انقسام أوروبا إلى شطرين شمالي وجنوبي وإلى دول كبيرة وأخرى صغيرة، وإلى دول مانحة وأخرى مديونة كما أن السمعة الدولية وجاذبية الاتحاد الأوروبي تأثرتا سلبا بسبب إخفاق الدول المعنية في إيجاد حلول ذات مصداقية لمشاكلها السياسية والمالية؛
- أزمة الهوية داخل الاتحاد الأوروبي حيث في سنة 2005 رفض الدستور الأوروبي في استفتاء فرنسا وهولندا، والذي كان يمثل تحديا للحفاظ على الاتحاد لأن هذين البلدين هما

<sup>1</sup>رجال فاطمة، نادبة بلورغي، دور الاتحاد الأوروبي في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 1، 2016، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، ص 132.

مؤسسا التكامل الأوروبي ولتطبيق المعاهدة فإنه يتطلب التصويت الايجابي والجماعي في جميع البلدان وتفاقت هذه الأزمة عندما رفض الايرلنديين "معاهدة الدستور".<sup>1</sup>

### ثانيا-تطور أزمة الديون السيادية الأوروبية

لقد بدأت أزمة الديون السيادية مع نهاية عام 2009 وبداية 2010 حينما تراكم الدين الحكومي في ثلاثة بلدان من منطقة اليورو هي اليونان، ايرلندا، البرتغال، والتي مالبت إن امتدت إلى عدة دول وأصبحت خطرا يهدد بالانتشار في ايطاليا واسبانيا وهما يحتلان المرتبة الثالثة والرابعة على التوالي في اقتصاد منطقة اليورو وفيما يلي: دراسة لنماذج من الدول التي طالتها الأزمة وسيتم التركيز على اليونان باعتبارها الأكثر تضررا

#### 1- أزمة الديون السيادية في اليونان

قبل الحديث عن الأزمة الاقتصادية اليونانية والولوج إلى مايمكن أن تؤدي إليه ضغوطها المتزايدة من عواقب وخيمة تهدد بانتقال العدوى إلى بلدان الاتحاد الأوروبي وبلدان العالم العربي نستعرض بإيجاز أهم ملامح الدولة اليونانية:

- تقع اليونان ضمن منطقة البلقان الجنوبي في جنوب شرق أوروبا وظلت لفترة طويلة تمثل أحد البلدان الأوروبية الأساسية واستطاعت إحراز مكانة اقتصادية عالمية مرموقة؛
- يقوم الاقتصاد اليوناني على ثلاث دعائم أساسية: قطاع الخدمات ويساهم بحوالي 75% من الناتج المحلي الإجمالي، إضافة إلى أنه يستوعب 68% من قوة العمل، وقطاع الزراعة يساهم بحوالي 20.6% من الناتج المحلي الإجمالي، إضافة إلى أنه يستوعب حوالي 20% من قوة العمل، وقطاع الزراعة يساهم بحوالي 3، 7 من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، إضافة إلى أنه يستوعب 12% من قوة العمل، هذا وتبلغ نسبة البطالة حوالي 9% وهي نسبة تمثل مؤشرا مرتفعا مقارنة بدول الاتحاد الأوروبي الأخرى؛
- تمثل اليونان عضوا فاعلا في كبرى المنظمات الاقتصادية الإقليمية والدولية مثل منظمة التجارة العالمية والاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو؛
- تبلغ مساحة اليونان 131990 كم مربع ويبلغ عدد سكانها 11.4 مليون نسمة، أما الناتج المحلي الإجمالي فبلغ سنة 2011 في حده الأعلى 343 مليار دولار وفي حده الأدنى 339.2 مليار دولار وعلى هذا الأساس يبلغ دخل الفرد السنوي نحو 30681 دولار.<sup>2</sup>

#### 2- أزمة الديون في ايرلندا

تعد ايرلندا ثاني أكبر الدول في منطقة اليورو بعد اليونان التي تسببت في نشوء أزمة الديون السيادية فقد تسارع النمو على نحو مرتفع فيها ليصل إلى نسبة 9.6% في الفترة 1995-1996

<sup>1</sup> رحال فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص 133.

<sup>2</sup> رحال فاطمة، نادبة بلوغري، دور الاتحاد الأوروبي في ادارة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة الاقتصادية المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 1، 2016، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص 133.

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من آثارها

كما وصل سعر الفائدة على مديونيتها من ألمانيا إلى أدنى مستوياته في عام 2005، كما زادت الأجور بنسبة 13٪، إلا أن النمو السريع والسياسة النقدية الأوروبية ساهمت في ضخ المزيد من النقد الأجنبي في القطاع المالي، مما أدى إلى زيادة حجم الائتمان ليشكل حوالي 200/من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2008

غير أنه نظرا لتحول الاقتصاد الايرلندي من اقتصاد صناعي إلى اقتصاد يعتمد على القطاع الخدمي والإسكان والوساطة المالية والعقارات، فقد تأثرت أيرلندا بالأزمة المالية العالمية 2008، حيث تراجع الطلب المحلي العام فيها بنسبة 16٪، وانخفضت حركة الاستثمارات بنسبة 40٪ وانخفضت أسعار المساكن بنسبة 40٪ بحلول عام 2010 طبقا لتقارير اللجنة الأوروبية، إلا أنه من الملاحظ أن أكثر القطاعات تأثرا كان القطاع المالي، حيث انخفضت الأسهم المالية إلى أكثر من 70٪، وقدرت خسارة البنوك إلى ما يصل إلى 35 مليار يورو، ونسبة 20٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وتم الإعلان عن تأميم البنك الانجليزي الايرلندي الذي تكبد خسائر قدرت نحو 12.7٪ مليار يورو.

وتشير بيانات الجداول أدناه إلى أن أيرلندا تصدرت قائمة دول منطقة اليورو من حيث نسبة العجز في الميزانية، حيث وصلت نسبة العجز في ميزانيتها إلى نحو 14.7٪ يليها اليونان بنسبة 13.2٪ ثم اسبانيا وفرنسا والبرتغال.<sup>1</sup>

### الجدول (1-2): نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو عام 2010

| الدولة     | نسبة العجز في الميزانية % | الدولة   | نسبة العجز في الميزانية % |
|------------|---------------------------|----------|---------------------------|
| ايرلندا    | 14.7-                     | بلجيكا   | 5.8-                      |
| اليونان    | 12.2-                     | قبرص     | 5.7-                      |
| اسبانيا    | 10.1-                     | النمسا   | 5.5-                      |
| فرنسا      | 8.2-                      | ايطاليا  | 5.3-                      |
| البرتغال   | 8.0-                      | ألمانيا  | 5.0-                      |
| سلوفينيا   | 7.0-                      | فنلندا   | 4.5-                      |
| نيوزيلندا  | 6.1-                      | مالطا    | 4.4-                      |
| تشيكوسلوفا | 6.0-                      | لوكسمبور | 4.2-                      |
| اكيا       |                           | ج        |                           |

<sup>1</sup>حميدة خالد، مراغد لخضر، أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على موازين مدفوعات دول المغرب العربي (دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2005-2011) مذكرة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2012/2013، ص 47.

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من

آثارها

المصدر: مركز البحوث والدراسات الاقتصادية، التقرير الاقتصادي "الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية" الغرفة التجارية الصناعية بالرياض السعودية، إصدار سنوي ال عدد19 عام2011، ص19.

بحيث كشفت الأزمة المالية الأيرلندية الأخيرة عن المأزق الذي يعيشه الاقتصاد الأوروبي عموماً وتعتبر كتأكيد للأزمة التي تعاني منها منطقة اليورو، حيث أعلنت أيرلندا عن عجز في ميزانيتها قفز من 14.3% عام 2009 إلى ما يناهز 32.4% من قيمة ناتجها المحلي الإجمالي في 2010، كما كشفت ذات الدولة صعوبات مالية التي يواجهها جهازها البنكي الذي أصبح يتكبد تفاقماً في الديون المشكوك في استرجاعها بسبب المضاربة بالقطاع العقاري، ليصبح غير قادر على تحويل الاقتصاد الأيرلندي، من أجل تجنب الحكومة الأيرلندية عواقب الخلل في هياكل المصارف المالية ضخّت مئات ملايين من اليورو من أجل دعم القطاع المصرفي، كما اعتمدت خطة قاسية للتقشف إلا أن ذلك أدى في المقابل إلى ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض، ويحدث الأمر نفسه مع كل من إسبانيا والبرتغال إن وصل سعر الفائدة على السندات الإسبانية والبرتغالية إلى ما فوق 7.5% على التوالي.

### 3- أزمة الديون البرتغال وإيطاليا

ونتناول في هذا الفرع أزمة الديون السيادية في كل من البرتغال وإيطاليا كما يلي

#### • أزمة البرتغال:

تفاقت أزمة الديون في البرتغال بسبب الاضطرابات السياسية في منتصف شهر مارس في عام 2011، استقالة رئيس الوزراء البرتغالي "جوزيه سوكراتيس" من منصبه بعد رفض برلمان البلاد تدابير التقشف التي فرضتها الحكومة والتي كانت تهدف إلى تجنب عملية خطة الإنقاذ ونتيجة لذلك كانت إدارة الحزب الاشتراكي المؤقتة أي خيار سوى الحصول حزمة الإنقاذ من الاتحاد الأوروبي، والتمويل الخارجي في حالات الطوارئ كانت هناك نتيجة لتغطية تكاليف التعويض وإعادة تمويل التزامات الديون الخارجية للبرتغال، وتم الاتفاق على برنامج إنقاذ بـ 78 مليار يورو في أوائل شهر ماي، على خطة إنقاذ من صندوق النقد الدولي والاتحاد الأوروبي من أجل تحقيق الأسعار في أوضاعها المالية، والذي يركز على ثلاث ركائز للاقتصاد البرتغالي: - التكيف المالي، - تعزيز الملائمة المالية للقطاع المصرفي، تحسين القدرة التنافسية فان حكومة الائتلاف يمين الوسط التي نشأت بعد الانتخابات العامة التي جرت في 5 يونيو هو ملتزم ببرنامج الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي مع أغلبية برلمانية، فان الحكومة على الأرجح لتحسين الثقة في السوق المالية في البرتغال وتفادي انهيار اقتصادي والمالي للبلاد، ومع ذلك فان التحدي الأكبر خطة الإنقاذ الأوروبية التي تهدف إلى تخفيض عجز الميزانية 3% من الناتج الإجمالي بحلول عام 2013 أكثر من 9% في 2010، من خلال تنفيذه مجموعة أخرى من الزيادات الضريبية

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من

آثارها

وتخفيضات في الإنفاق وإصلاحات سوق العمل وإعادة رسملة البنوك، وتسريع برنامج الخصخصة، حيث أن هذه الإصلاحات تتمتع بتأييد سياسي واسع النطاق.

ويتوقع صندوق النقد الدولي أن يكون البرتغال قادرا على العودة إلى الدين السيادي في الأسواق على المدى المتوسط والطويل الأجل بحلول نهاية عام 2013.<sup>1</sup>

### • أزمة الديون الإيطالية:

توجهت أنظار العالم في الأيام القليلة الماضية إلى إيطاليا، وجميعها متخوفة من المصير المحتوم للديون الإيطالية، ومدى تأثيرها على الأسواق الأوروبية في أسواق المال العالمية.

وبالفعل هناك عدة أسباب تثير وتزيد من حدة المخاوف من تأثير أزمة ارتفاع الدين العام الإيطالي وهي:

- تعتبر إيطاليا ثامن أكبر اقتصاد في العالم فقد بلغ الناتج المحلي الإجمالي لما يقارب من 2.1 تريليون دولار في عام 2010 كما موضح بالجدول أدناه؛
- تعد إيطاليا من أكبر الأسواق في العالم إصدارا للسندات الحكومية، وأيخلال منها بسداد ديونها سيؤدي إلى ارتفاع سعر فائدة الدين لأكثر من 12%؛
- الارتفاع الهائل لحجم الدين بشكل قد يصعب اجتيازه، والذي وصل إلى 2.2 تريليون دولار في عام 2011، وبما شكل مانسبته 120% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2011؛
- تخفيض "ستاندرد أنه بور" تصنيف ايطالي مستوى واحد من "A+ / A-1" إلى "A / A-1" معلة ذلك بعدم قدرة إيطاليا على خفض الإنفاق العام وضبط أوضاع المالية، خاصة في ظل توقعات النمو غير المشجعة؛
- أن امتداد الأزمة بتلك السرعة إلى إيطاليا تثير المخاوف من تتابع تداعياتها لباقي الدول الأوروبية.

الجدول رقم (2-2) الناتج المحلي الإجمالي والدين العام والاستثمارات وميزان الحسابات الجارية لإيطاليا (2011-2007) (مليار دولار) (وحدة):

| 2011  | 2010  | 2009  | 2008  | 2007  |                     |
|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------|
| 2.246 | 2.055 | 2.177 | 2.307 | 2.119 | الناتج المحلي       |
| 1.924 | 1.843 | 1.764 | 1.667 | 1.602 | الدين العام         |
| 121.1 | 119.0 | 116.1 | 106.3 | 103.6 | الدين العام (نسبته) |

<sup>1</sup>حميدة خالد، مراغد لخضر، مرجع سبق ذكره، ص48.

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من

### آثارها

| المحلي (الإجمالي) |       |       |      |      |  |
|-------------------|-------|-------|------|------|--|
| -78.2             | 67.6- | -44.1 | 67.7 | 51.7 | ميزان الحسابات الجارية (نسبته من الناتج المحلي الإجمالي) |
| 19.9              | 20.2  | 18.9  | 21.2 | 21.9 | إجمالي الاستثمارات (نسبته من الناتج المحلي الإجمالي)     |

Source the international monetary fund(imf).world economic outlook database.september2011.

#### 4- أزمة الديون في اسبانيا

تعتبر اسبانيا من بين الاقتصاديات المتقدمة في منطقة اليورو حيث أثر الركود الاقتصادي التي أعقبت الأزمة المالية العالمية، وسجلت اسبانيا في فترة قصيرة جدا من الزمن من وجود فائض في الميزانية العامة للحكومة 1.9% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2007 إلى عجز في الميزانية بـ 11.1% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2009، حيث تغير الوضع في عامين فقط ويرجع ذلك إلى انخفاض كبير في العائدات المالية، وذلك بسبب الركود والى ثقب فقاعة الإسكان، وكان في ذلك الوقت عندما كان هناك شعور من عدم وجود إصلاح سوق العمل الحقيقي لسنوات عديدة والتي أنتجت مرة أخرى نسبة البطالة التي وصلت إلى 21% من القوة العاملة، وكان الانخفاض في الإيرادات المالية للحكومات عالية جدا لأن جزءا من ذلك يعود إلى الركود وجزء آخر إلى انفجار حقيقي لفقاعة العقارات والبناء، والتي كانت تولد عائدات مالية ضريبية كبيرة لسنوات عديدة ولكن بعد وقت قصير من إعلان الاتحاد الأوروبي "صندوق الطوارئ" لبلدان منطقة اليورو في أوائل 2010 واططرت الحكومة الاسبانية بقيادة "خوسيه لويس ثابا تيرو" إعلان إجراءات تقشف للحد من زيادة في العجز في الموازنة العامة في البلاد، ومن أجل الإشارة إلى الأسواق المالية أنها آمنة للاستثمار في البلاد<sup>1</sup>

#### المطلب الثالث: آثار أزمة الديون السيادية الأوروبية

يذهب الرأي السائد في الدراسات التي تتناول التمويل الدولي إلى أن ارتفاع مستويات الدين الخارجي يقوض الأداء الاقتصادي، لأن ذلك بمثابة ضريبة على مشروعات الاستثمار في المستقبل ويقيد تمويل تلك المشروعات<sup>2</sup>.

ولكن العجز المالي ومن ثم الدين العام للدولة ليس ضارا على طول الخط، بل انه في الكثير من الأحيان يصبح ضرورة، مثل العجز الذي تحققه الدولة لكي ترفع به معدلات التوظيف وتقاوم ارتفاع معدلات البطالة، حيث يصبح العجز من أدوات صناعة الرفاهية في المجتمع وتحسين

<sup>1</sup>حميمة خالد، مراغد لخضر، مرجع سبق ذكره، صص، 49، 50.

<sup>2</sup>رباح أريزكيو ماركيز بروكنز، الديون والديمقراطية، مجلة التنمية والتمويل الدولي، يونيو 2010، العدد 2، المجلد 47، ص 30.

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من

آثارها

مستوياتها، ومن ثم فإن الأثر الصافي للدين يعتمد إذن على السبيل الذي تم استخدامه فيه ويمكن إيجازها فيما يلي:

### أولاً- الأثر على الطلب الكلي

يوجد قدر من الاتفاق بين الاقتصاديين حول أن الدين له آثار طيبة على الطلب الكلي في الأجل القصير حيث يمكن الحكومة من زيادة الإنفاق العام بما تستدينه ولكن في الأجل الطويل يحجم هذا الطلب عندما تقترض الحكومة لسداد ديونها السابقة والذي لا يمثل طلباً.

### ثانياً- لأثر على المالية العامة

ويظهر ذلك من جانبين الجانب الأول: أن الدين السيادي يستخدم لتمويل عجز الموازنة، والجانب الثاني: فإن أعباء خدمة الدين العام تتمثل نفقات إضافية في الموازنة العامة للدولة، ونظراً لسوء إدارة المالية العامة فإن الإنفاق العام يتزايد من سنة لأخرى وبمعدل نمو أكبر من معدل نمو الإيرادات العامة وبالتالي فإن عجز الموازنة يتزايد ويستمر الأمر الذي يترتب عليه مباشرة تزايد الدين واستمراره في حلقة خبيثة مفرغة مما يؤثر على الأداء المالي العام بشكل سيئ، ومن الجانب الثاني فإن تخصيص مبالغ كبيرة تصل إلى أكثر من ربع النفقات، وحوالي نصف الإيرادات لخدمة الدين يعني حرمان المواطنين من الاستفادة من هذه المبالغ المخصصة لخدمة أعباء الدين.

### ثالثاً: ثمة علاقة بين الديون وأعباء خدماتها ومعدل الادخار المحلي

تتمثل خدمة الدين ونسبتها إلى الإنتاج المحلي الإجمالي الجزء المتقطع من الناتج أي من الدخل لسداد الدين والفوائد، وعليه فإن العلاقة عكسية بين مقدار هذا الجزء المتقطع وبين معدل الادخار المحلي.

### رابعاً- الأثر على ميزان المدفوعات

إذا كان الدين الخارجي يمثل تدفقات نقدية داخلية في ميزان المدفوعات مما يساهم في تخفيض العجز الكلي في هذا الميزان فإن خدمة هذا الدين من فوائد وأقساط تمثل تدفقات خارجية تزيد في العجز في الميزان، وهذا ما يحدث في كثير من الدول نظراً لتزايد أعباء خدمة الدين الخارجي وخفض الاستثمارات والقروض الأجنبية الواردة، وهذا فضلاً على أن الاقتصاد يتحمل الفوائد لصالح المستثمرين من الخارج.

### خامساً- الأثر على العدالة بين الأجيال من المواطنين

إعادة ما يتم الاقتراض في وقت ويتم السداد في زمن آخر، وإذا كان الجيل الذي حدث في ظلّه الاقتراض يستفيد بالأموال المقترضة فإن الجيل التالي له هو الذي يتحمل أعباء خدمة هذه القروض بالاقتطاع من الأموال المتاحة للإنفاق على الخدمات اللازمة له، ويمكن القول إن الجيل التالي قد أنتفع بالقروض لو استخدمت في الإنفاق على المشروعات الاستثمارية التي يطول أمده الانتفاع بها إلى سنوات تزيد عن سنوات سداد القرض اللاحقة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> رواق خالد، مفتاح صالح، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، أطروحة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2013/2012، ص 64.

## المبحث الثاني: معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية

### المطلب الأول: دور الاتحاد الأوروبي في إدارة الأزمة

#### أولاً- دور البنك المركزي الأوروبي في إدارة أزمة منطقة اليورو

منح البند(107) من اتفاقية الوحدة النقدية البنك المركزي الأوروبي الاستقلالية الضرورية للقيام بمهامه ومفوضاً وحده بالعمل على حماية قيمة النقد وتحقيق استقرار الأسعار، وفي تحديد السياسة النقدية الأوروبية بعيداً عن تدخل الحكومات ليتمكن من تحقيق الوظائف المحاطة به، ولقد جاءت استجابة أوربا وخاصة بنكها المركزي متأخرة وغير منسقة حتى أواخر صيف عام 2008، حيث كانت الشواغل الرئيسية العامة هي الضغوط في تقديم اليورو والتي يولدها انخفاض الدولار الأمريكي، وكانت سياسة الردود فوضوية للغاية، خاصة على المستوى الوطني، وعواقبها العابرة الحدود، مما تولد عنه ما يسمى بسياسات إفقار الجار وبشكل عام إلى القومية الاقتصادية، بحيث تهدد العوامل والمبادئ الأساسية للسوق الأوروبية الموحدة، وجوهر بنيتها الأوروبية الاقتصادية والمؤسسية، وقد تمت مواجهة هذه الأزمة بتبني البنك المركزي الأوروبي سياسة نقدية يمكن تقسيمها خلال الأزمة إلى أربعة مراحل:

**المرحلة الأولى:** والتي يمكن أن نطلق عليها مرحلة «الاضطراب في السوق» في الفترة من 9 أوت 2007 حتى 15 سبتمبر 2007؛

**المرحلة الثانية:** وهي مرحلة "الأزمة المالية العالمية" والتي تغطي الربع الأخير من عام 2008 والأربع الثلثة الأولى من عام 2009. وقد تميزت هذه الفترة بانكماش حاد في الناتج العالمي والتجارة يتبعه إنعاش بطيء؛

وفي يوليو 2009 بدأ البنك المركزي الأوروبي أيضاً أول برنامج شراء السندات المغطاة بهدف دعم شريحة من السوق المالية خاصة التمويل طويلة الأجل من البنوك وتمويل الاقتصاد الحقيقي في منطقة اليورو والتي أصبحت مختلفة خلال الأزمة.

وقام البنك المركزي الأوروبي أيضاً بتعزيز التنسيق على الصعيد الدولي مع بنوك مركزية أخرى من خلال مبادرات مثل إعادة تفعيل السيولة بالدولار الأمريكي. وقد تم تنفيذ هذا النوع من العمليات بالفعل في ديسمبر 2007 بعد إنشاء اتفاقيات ثنائية لتبادل العملة مع المجلس الاحتياطي الاتحادي.

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من

آثارها

**المرحلة الثالثة:** وهي مرحلة «الإنهاء التدريجي» امتدت الفترة ما بين ديسمبر 2009 إلى أبريل 2010، حيث بدأ البنك المركزي الأوروبي هذه العملية من خلال عدم تجديد عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل (مدة سنة واحدة) وإعادة تمويل عمليات تكميلية أخرى ذات أجل استحقاق من 3-6 أشهر ومما أدى إلى فائض السيولة في سوق ما بين البنوك؛

**المرحلة الرابعة:** وهي مرحلة اشتداد أزمة الديون السيادية، والتي بدأت في أواخر عام 2009 وبلغت ذروتها لأول مرة في ربيع عام 2010، حيث اختلت أسواق السندات السيادية في عدد متزايد من بلدان منطقة اليورو، وقد أثرت هذه القناة بالسلب على انتقال قرارات السياسة النقدية إلى الأسواق المالية، ومن أجل معالجة هذه المشكلة اتخذ البنك المركزي الأوروبي مجموعة من الإجراءات الحديثة والمتمثلة في:

1- **برنامج سوق الأوراق المالية (smp):** في 10 ماي 2010، أطلق البنك المركزي الأوروبي برنامج سوق الأوراق المالية (smp)، وقد سجل برنامج سوق الأوراق المالية smp خمولا لحوالي أربعة أشهر بين أبريل وأغسطس 2011، أن المشتريات ستستأنف في إطار هذا البرنامج، وهذا بعد الإعلان عن تدابير جديدة لسياسة المالية العامة والهيكلية من قبل الحكومات الإيطالية والاسبانية، وعموما لم يكن هناك أي حقن لصادفي السيولة من البنك المركزي إلى السوق نتيجة لهذه العمليات.

2- **عمليات إعادة التمويل الرئيسي (mros):** عمليات إعادة التمويل الرئيسي (mros): كانت عمليات إجراء مناقصات بأسعار ثابتة فعالة، حيث استخدمت لعمليات إعادة التمويل الخاصة الأجل والتي تستحق خلال فترة الصيانة واحدة، حيث سوف تستمر هذه العمليات طالما لزم الأمر ذلك وعلى الأقل حتى نهاية الربع الثاني من عام 2012 حيث أن معدل سعر الصرف الثابت على عمليات إعادة التمويل الرئيسي يكون نفسه معدل mro السائدة في ذلك الوقت.

وقد أكد البنك المركزي الأوروبي اعترامه خلال الأشهر القليلة الماضية بتوفير التدابير النقدية داعما النظام المالي الأوروبي، إذ قرر مواصلة القيام بعمليات إعادة التمويل الرئيسية (mros) وعلى الأقل حتى نهاية شهر كانون الثاني /يناير 2013<sup>1</sup>

3- **البنك المركزي الأوروبي مقرض الملاذ الأخير للحكومات (lolr):** قام البنك المركزي الأوروبي بشراء أدوات الدين التي تصدرها الحكومات في منطقة اليورو التي تعاني من ضائقة مالية بدون شروط ولا قيود باعتباره "الملاذ الأخير للإقراض" (Lender of last Resort-LOLR) للحكومات واستنادا إلى الأسس النظرية، حيث يمكن للبنوك المركزية أن تلعب مثل هذا الدور فيما يتعلق بالبنوك التجارية في تزويدهم بسيولة مؤقتة.

<sup>1</sup>رحال فاطمة، نادية بلغوري مرجع سبق ذكره، ص 140.

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من

آثارها

كل هذه التدابير التي اتخذها البنك المركزي الأوروبي والتي كانت على أساس أنها سياسات نقدية تهدف إلى الاستقرار المالي، كان معظمهم في الواقع سياسات مالية.

### ثانيا-متحولات الإنقاذ الإقليمية الأوروبية

نصت الفترة الأولى من المادة 104 من معاهدة ماسترخت على مايلي: "يمنع البنك المركزي الأوروبي والبنوك المركزية للدول الأعضاء منح مساعدات لمؤسسات الاتحاد والإدارات المركزية والسلطات المحلية والشركات العامة والخاصة للدول الأعضاء".

هناك نصوص أخرى مماثلة في ميثاق الاستقرار والنمو تحرم بشكل قطعي أية مساعدة لدولة أوروبية تهدف إلى سد العجز المالي، لأن المطلوب هو قيام الدولة بمعالجة مشكلاتها المالية عن طريق مواردها الذاتية، والاستثناء الوحيد على هذا المنع يخص المعونات الناجمة عن الكوارث الطبيعية أو الظروف الاستثنائية الخارجية عن سيطرة الدولة، في هذه الحالة يمكن حسب الفترة الثانية من المادة 103 من معاهدة ماسترخت تقديم مساعدة مالية شريطة أن تقرر من قبل مجلس الاتحاد الأوروبي بناء على اقتراح المفوضية الأوروبية، ولا أحد يشك في أن العجز المالي الحالي لا يخرج عن السيطرة ومن باب أولى وليس كارثة طبيعية

ووفقا لهذا المبدأ الأوروبي فلا يمكن بأي حال من الأحوال مساعدة الدول التي تعاني عجز في موازينها العامة من خلال مؤسسات الاتحاد الأوروبي أو مؤسسات اليورو القائم، مما حتم على القادة الأوروبيين البحث على الحلول والمخارج دون كسر المعاهدات والمواثيق فبدأت القمم المتعاقبة وتغيير المواثيق والمعاهدات وخلق مؤسسات جديدة قد تشكل المخرج من أزمة الديون السيادية الأوروبية.

### ثالثا-خطط الدول التي مستها الأزمة

تبنت دول منطقة اليورو التي تعاني من ارتفاع حاد في مستويات الديون لدرجة تفوق ما اتفق عليه في معاهدة "ماستريخت" مجموعة من الخطط التقشفية تهدف إلى تخفيض حجم الدين العام والعجز العام في الموازنة العامة إلى المستويات المطلوبة، حيث أجبرت الأزمة المتنامية لديون اليونان الدول الأعضاء في منطقة اليورو على اتخاذ تدابير أكثر صرامة<sup>1</sup>

1- **خطة اليونان:** لمواجهة الأزمة قامت الحكومة اليونانية بإجراء بعض التدابير الخاصة بالسياسة العامة وهي:

- عملت على تخفيض العجز بنسبة 12% من الناتج المحلي الإجمالي في غضون 3 سنوات؛
- خفض وتجميد الأجور في القطاع العام والتوقف عن التوظيف الجديد؛

<sup>1</sup>حميدة خالد، مراغد لخضر، مرجع سبق ذكره، ص ص، 140 141 142.

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من آثارها

- زيادة مقدارها 2-3 نقطة في ضريبة القيمة المضافة والضرائب الأخرى؛
- بيع الشركات التابعة للدولة وإغلاق 800 منها؛
- إصدار بعض التشريعات لمواجهة الفساد الإداري؛
- رفعت سن التقاعد من 62 إلى 78 عاماً.<sup>1</sup>

**2- خطة أيرلندا:** في 28 نوفمبر 2010 اتفق وزير إيرلندي مع المفوضية الأوروبية والبنك المركزي الأوروبي، تم الاتفاق بإجماع على خطة إنقاذ لصالح أيرلندا بقيمة 85 مليار أورو للحفاظ على الاستقرار المالي في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي، وسيتم تمويل هذا البرنامج لإيرلندا على النحو التالي:

- مساهمة أيرلندا في هذه الخطة بـ 17.5 مليار أورو وذلك من وزارة الخزانة واللجنة الوطنية للمعاشات التقاعدية لصندوق الاحتياطي.

أما الدعم الخارجي فكان على النحو التالي:

- مساهمة الصندوق النقد الدولي بـ 22.5 مليار أورو؛
- مساهمة آلية الاستقرار الأوروبي بـ 22.5 مليار أورو؛
- مساهمة مرفق الاستقرار المالي الأوروبي (EFSF) مع قروض ثنائية من المملكة المتحدة والدنمرك والسويد بـ 17.7 مليار أورو المملكة المتحدة بـ 3.8 مليار أورو، الدنمرك بـ 0.4 مليار أورو والسويد بـ 0.6 مليار أورو، وتعتمد شروط هذا البرنامج على ثلاث ركائز وهي:

- التعزيز الفوري وإصلاح شامل للنظام المصرفي الأيرلندي بـ 35 مليار أورو؛
- إجراء تعديل في النظام المالي لاستعادة الاستدامة المالية، بما في ذلك من خلال تصحيح العجز المفرط بحلول عام 2015.

**3- خطة البرتغال:** بناء على طلب رسمي للحصول على المساعدة المالية التي قدمتها السلطات البرتغالية في 7 أبريل 2011 وافق وزراء مجموعة اليورو والمفوضية الأوروبية أن تمنح مساعدة مالية في 17 مايو بـ 78 مليار أورو، وكان يهدف هذا البرنامج لتغطية الاحتياجات التمويلية في البرتغال وكان تمويل البرنامج ثلاثي من قبل آلية الأوروبية لتحقيق الاستقرار المالي مرفق الاستقرار المالي الأوروبي وصندوق النقد الدولي بمبلغ 26 مليار أورو ويقوم على الركائز التالية:

- إجراء تعديل النظام المالي لاستعادة الاستدامة المالية، وذلك من خلال تصحيح العجز المفرط في عام 2013؛
- زيادة كفاءة إدارة العائلات وتحسين الرقابة على الشركات بين القطاعين العام والخاص؛

<sup>1</sup> إيمان عبد خيضر، خالد عبد الحميد عبد المجيد، أزمة اليونان (أزمة اليورو) والدروس المستفادة، العدد 73، جامعة بغداد.

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من آثارها

- إصلاحات في النظام الصحي والإدارة العامة وتعزيز برنامج الخصخصة للشركات العامة؛
- تعزيز الإصلاحات التي من شأنها زيادة النمو والقدرة التنافسية في سوق العمل والنظام القضائي والصناعات وقطاعات السكن والخدمات، وفك الاختلالات الاقتصادية الكلية الداخلية والخارجية؛
- اتخاذ التدابير لضمان تخفيض الديون متوازنة ومنظمة للقطاع المالي وتعزيز دعم رؤوس أموال البنوك ب12مليار أورو.

4- **خطة إسبانيا:** في 25 جوان 2012 قدمت الحكومة الإسبانية طلبا رسميا للحصول على المساعدات المالية من منطقة اليورو، حيث تشير احتياجات إضافية من رأس المال في القطاع المصرفي الإسباني ككل تقدر من 51 إلى 62مليار أورو، وتخضع هذه الاحتياجات من تقييم كل المفوضية الأوروبية بالتنسيق مع البنك المركزي الأوروبي وصندوق النقد الدولي، حيث قدرت الاحتياجات لتصل إلى 100مليار أورو.

وسيتم التوقيع على مذكرة تفاهم من قبل الحكومة الإسبانية والمفوضية الأوروبية، حيث تحدد طرق المساعدات المالية والشروط المتعلقة بالإصلاحات المالية والسياسية، في موازات مع ذلك سيتم إعداد اتفاق لتسهيل المساعدات المالية من قبل مرفق الاستقرار المالي "EFSF"، وينبغي التواصل إلى اتفاق رسمي بشأن مذكرة التفاهم، وكانت الدفعة الأولى من المساعدات في نصف الثاني من شهر جويلية 2012 ب30مليار أورو، باعتبارها طارئة في حالة الاحتياجات الملحة للقطاع المصرفي الإسباني، وينبغي أن يقدمها نهاية شهر جويلية (إعادة رسملة البنوك)<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: معالجة آثار أزمة الديون السيادية الأوروبية من خلال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

#### أولا- أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية

شهدت منطقة اليورو منذ مطلع سنة 2013 استقرارا ماليا ونقديا ملحوظا، ويعود الفضل الكبير في تبني البنك المركزي الأوروبي لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، والتي تنطوي في ظل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لمواجهة المخاطر المتزايدة للأزمات المالية المتعاقبة، والتي يمكن أن نصنفها ضمن ثلاث مجموعات رغم بعض التداخل المتواجد بينها:

#### 1- أسعار الفائدة المنخفضة جدا والممتدة لفترة طويلة (Lowi)

سادت أسعار الفائدة الرئيسية الحقيقية المنخفضة لفترات طويلة أغلب الاقتصاديات المتقدمة خلال ظروف الأزمة سواء الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي، واليابان...، ويتخذ البنك

<sup>1</sup> الحميمة خالد، مراغد لخضر، مرجع سبق ذكره، ص 53، 54، 55.

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من

آثارها

المركزي قرار خفض معدل الفائدة عندما يلاحظ بطئ في معدلات النمو الاقتصادي، من أجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل إلى مرحلة الانتعاش الاقتصادي.

وترتكز هذه الأداة من خلال الالتزام الصريح أو الضمني للبنك المركزي للحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي القريب من الصفر لفترة معينة، ويهدف هذا الإجراء إلى ترسيخ التوقعات المستقبلية لسعر الفائدة عند مستوى جد منخفض، مما يؤدي بالضرورة إلى انخفاض معدل الفائدة وارتفاع معدلات التضخم التي تولدها السياسة النقدية التوسعية المنتهجة للبنك المركزي، إضافة إلى إمكانية إعلانه على مستوى تضخم مستهدف أعلى من السابق الذي ساد في فترة الأزمة والكساد، وقد قام البنك المركزي الأوروبي بعدة تخفيضات تدريجية ومنتالية في أسعار الفائدة منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية في عام 2008، واستمر الوضع على حاله في ظل أزمة الديون السيادية الأوروبية ليحقق مستويات قياسية، وهو ما يمكن أن توضيحه من خلال الجدول التالي:

### الجدول رقم (3-2): معدلات الفائدة الرئيسية للبنك المركزي الأوروبي يظل الأزمة

| التسهيلات الدائمة      | %                | العمليات الأساسية لإعادة التمويل | تاريخ المعدل  |
|------------------------|------------------|----------------------------------|---------------|
| القرض الهاشمي يوم بيوم | الإيداع يوم بيوم | معدل ثابت                        |               |
| 1.00                   | 0.00             | 0.50                             | 8ماي 2013     |
| 1.50                   | 0.00             | 0.75                             | 11جويلية 2012 |
| 1.75                   | 0.25             | 1.00                             | 14ديسمبر 2011 |
| 2.00                   | 0.50             | 1.25                             | 9نوفمبر 2011  |
| 2.25                   | 0.75             | 1.50                             | 13جويلية 2011 |
| 2.00                   | 0.50             | 1.25                             | 13أفريل 2011  |
| 1.75                   | 0.25             | 1.00                             | 13ماي 2009    |
| 2.25                   | 0.25             | 1.25                             | 8أفريل 2009   |
| 2.50                   | 0.50             | 1.50                             | 11مارس 2009   |
| 3.00                   | 1.00             | 2.00                             | 21جانفي 2009  |
| 3.00                   | 2.00             | 2.50                             | 10ديسمبر 2008 |
| 3.75                   | 2.75             | 3.25                             | 12نوفمبر      |

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من

آثارها

|      |      |      |               |
|------|------|------|---------------|
|      |      |      | 2008          |
| 4.25 | 3.25 | 3.75 | 15 أكتوبر     |
|      |      |      | 2008          |
| 5.25 | 3.25 | 4.25 | 9 جويلية 2008 |

المصدر: البنك المركزي الأوروبي

قام البنك المركزي الأوروبي بأكثر من عشرة تخفيضات متتالية لأسعار الفائدة الرئيسية منذ اندلاع أزمة الديون العقارية وذلك لمواجهة حالة الركود والانكماش الاقتصادي إلا أنه منذ تولي السيد "ماريو دراغي" مهام محافظ البنك المركزي الأوروبي في نوفمبر 2011، فإن تكاليف الإقراض نم خفضها أربعة مرات لتستقر تحت مستوى 1%، وقد 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%

## 2- التسهيل الكمي (Quantitative Easing)

يمثل التسهيل الكمي سياسة نقدية غير تقليدية يستخدمها البنك المركزي لنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح أدوات السياسة النقدية النمطية غير فعالة، وتمثل في الحقيقة آخر أسلحة البنك المركزي بعد أن دفع بأسعار الفائدة نحو الصفر، ومنعا للوقوع في مصيدة السيولة.

ويقصد بالتسهيل الكمي إجراءات السياسة النقدية المتخذة 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 وحتى لو كانت تلك السندات لدولة في حالة عجز مالي، وذلك قصد تحقيق الهدف المنشود وهو خفض تكلفة الاقتراض للدول المتعثرة أو بالأحرى خفض العائد على السندات السيادية.

ثانيا-فعالية 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:<sup>1</sup>

1- **أسعار الفائدة المنخفضة:** إن تخفيض أسعار الفائدة لدى البنك المركزي الأوروبي يؤدي إلى تخفيض كتلة اقتراض البنوك التجارية وبالتالي فإن أسعار الفائدة لهذه الأخيرة سوف تنخفض 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 الاقتصاد ويقلل مستوى البطالة.

2- **لتسهيل 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 سندات مقارنة بمثيلاتها الأوروبية، إلا أن تطبيق هذه الأداة يبقى جد متواضع مقارنة بباقي الدول المتقدمة، فقيمة مشتريات الاحتياطي 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 الرهون العقارية مع تعهد بالاستمرار في عملية الشراء غير المحدود مادام معدل البطالة منخفضا، أما في إنجلترا فالوضع لا يختلف كثيرا، فقد اشترى بنك إنجلترا ما قيمته 200 مليار جنيه إسترليني وهو ما يمثل 13% من الناتج الداخلي الخام.

3- **برنامج شراء الأصول:** وفي أوج الأزمة اليونانية تم شراء 56 مليار دولار 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 وإسبانيا، ليعلن فيما بعد محافظ البنك المركزي في السادس من سبتمبر 2012 عن وقف البرنامج نهائيا، أما السيولة الناتجة عن البرنامج فقد تم استيعابها من خلال أداة استرجاع السيولة على بياض.

4- **التسهيل الائتماني المباشر:** يمكن أن يحدث تشوهات في الأسعار وأداة السوق، إذا ما أصبح البنك المركزي المشتري المهيمن في الأسواق التي يتدخل فيها، وقد تزداد هذه الآثار السلبية خطورة مع ارتفاع التوقعات عن قرب خروج وشيك للبنك المركزي من سوق الائتمان، وهو ما يؤدي في ظروف معينة إلى تقلبات عنيفة في الأسعار، وتضرر البنوك التي تحوز على كميات كبيرة من الأوراق المالية المتداولة في تلك السوق.

أنوفل سمايلي، فضيلة بوطرة، فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 44، 2015، جامعة تيسة، الجزائر، ص ص، 316 317 318.

## الفصل الثاني: أزمة الديون السيادية الأوروبية ودور السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من آثارها

5- عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل: يمكنها تقديم حزم مساعدات وقروض تصل إلى 500 مليار يورو للبنوك التي تفتقد للسيولة والتي 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 وعودة الثقة لدى المستثمرين، وهو ما ترجم في مارس 2012 من خلال الانخفاض الكبير على العائد للسندات السيادية للدول الهاشمية في منطقة اليورو، كما أن البنوك استطاعت منذ مطلع سنة 2012 القيام بالتمويل طويل الأجل.

وقد أثرت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية سواء الكمية أو النوعية في حجم وتكوين ميزانيات البنوك المركزية بشكل عميق وأساسي، فزادت من إجمالي الأصول بشكل ملحوظ أغلبها في صورة سندات حكومية قروض مصرفية، سندات مدعومة برهون عقارية أو أصول أقل جودة، وقد نتج عن تلك التحولات مخاطر جديدة للبنوك المركزية تشمل مخاطر ائتمانية ومخاطر السوق، مما قد يؤثر على كفاءة وأداء ومصداقية البنوك المركزية إذا لم تدار تلك الأصول بالشكل السليم.

### خلاصة الفصل:

من خلال ما ذكرناه سابقاً يمكننا القول إن أزمة الديون السيادية لم تكن فقط بسبب عدم قدرة بعض دول المنطقة الالتزام بتسديد ديونها والأعباء المترتبة عليها في الوقت المحدد بل تتعداه إلى أسباب أخرى أهمها عدم احترام بنود معاهدة ماستريخت للانضمام لمنطقة الأورو وكذا ضعف الهيئات الحالية وعدم تدخلها في الوقت المناسب، عدم قدرة الدول على اتخاذ إجراءات في وقتها اللازم بسبب صلاحياتها المحدودة في اتخاذ قرارات فردية تخص اقتصادياتها وإتباعها إجراءات لتتناسب مع طبيعة مشكلتها.



الخاتمة  
العامة

## الخاتمة العامة

سمح لنا هذا البحث بإعطاء فكرة ولو بسيطة حول الأسس النظرية للسياسة النقدية غير التقليدية وعلاقتها بالحد من الأزمات المالية، فالسياسة النقدية غير التقليدية يمكن اعتبارها كملجأ أخير للإقراض في حالة الأزمات المالية، وكذا خلفية عن أزمة الديون السيادية والسياسات المتبعة لاحتوائها وأوجه القصور والخلل التي أباتها الأزمة في هيئات ومؤسسات الاتحاد النقدي الأوروبي.

والسياسة النقدية غير التقليدية بأدواتها وأهدافها تعبر عن الوضع النقدي للدولة الذي يمكنها من اتخاذ القرارات والإجراءات اللازمة للتهوض بالقطاع المصرفي،

لقد كان للأزمات المالية وقع وأثر كبيرين على اقتصاديات البلدان، إذ أنها غالبا ما سببت تدهورا حادا في الأسواق المالية، نظرا لفشل الأنظمة المصرفية المحلية في أداء مهامها الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، وبالتالي التأثير السلبي على قطاعات الإنتاج والعمالة، وما نتج عنه من إعادة توزيع للدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية ككل.

فأزمة الدين العام في منطقة الأورو والتي كانت انطلاقتها من الاقتصاد اليوناني لم تكن أزمة دين كلاسيكية بل هي تخص تاريخ الاقتصاد اليونان، غير أنها لم تكن الدولة الوحيدة التي عانت من المشكلة بل هناك دول أخرى مثل: أيرلندا، اليونان، إسبانيا، إيطاليا، البرتغال، وقد اختلفت درجة خطورتها من دولة إلى أخرى، واعتبرت اليونان من الدول التي كانت فيها الأزمة أكثر خطورة حيث وصلت إلى حافة الإفلاس، ولعل ما ساهم في ذلك هو أنها كانت تقدم إحصائيات غير حقيقية عن اقتصادها بغية الانضمام لمنطقة اليورو، وهو ما يدفعنا للقول أن اتفاقية ماستريخت والتي تعد الاتفاقية المؤسسة للاتحاد الأوروبي قد فشلت في فرض قواعدها بشكل صحيح وسليم.

لقد بات الاتحاد النقدي الأوروبي نموذجا ناجحا يقتدى به في آسيا وإفريقيا من خلال الاستفادة من المزايا المختلفة التي يمكن تحقيقها من الالتحاق باتحاد نقدي واستخدام عملة موحدة، غير أن أزمة منطقة اليورو الأخيرة شكلت اختبارا حقيقيا لجدوى التكتل النقدي الأوروبي ومدى قدرته على تجاوز الأزمات المالية.

ولتجاوز آثار أزمة الديون السيادية باليونان على دول منطقة اليورو قام القادة الأوروبيون بعدة إجراءات للخروج من تلك الأزمة واحتوائها، وعلى رأس هذه الإجراءات حزم الإنقاذ والمساعدات المالية التي قدمها الاتحاد الأوروبي بمساعدة صندوق النقد الدولي، وإضافة إلى ما سبق تبنت اليونان خطط تقشف اعتبرت من شروط حصولها على الإعانات وقد كان لسياسات التقشف أثر سلبي على النمو الاقتصادي وسبب سخطا شعبيا واضطرابات اجتماعية. ولمنع الوقوع مستقبلا في أزمات مشابهة لأزمة اليونان عمل القادة الأوروبيين على وضع ما سموه بآليات الاستقرار الأوروبي على غرار صندوق الاستقرار الأوروبي.

## الخاتمة العامة

أولاً- نتائج الدراسة:

### 1-نتائج اختبار الفرضيات:

- الفرضية الأولى والتي تنص على مايلي: توجد فروقات جوهرية بين السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية نثبت صحتها؛
- الفرضية الثانية جاءت كما يلي: تتميز الأزمات المالية بالدورية والتجدد نثبت صحتها كذلك؛
- الفرضية الثالثة تنص على: ساهمت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية المستخدمة من البنك المركزي الأوروبي بفعالية في الحد من آثار أزمة الديون السيادية نثبت صحتها أيضا.

### 2-النتائج العامة للدراسة:

- تعرف السياسة النقدية غير التقليدية على إنها مجموعة الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي، ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة خلال فترة زمنية معينة؛
- تتمثل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في التسيير الكمي والنوعي ومعدل الفائدة الصفرية وحرب العملات
- تعرف الأزمات المالية على أنها توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات العرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة؛
- أنواع الأزمات المالية هناك الأزمات المصرفية أزمة العملة أزمة الديون الأزمات التوائم أزمة الأسواق المالية؛
- طرق معالجة الأزمات المالية تمثلت في إعادة رسملة البنوك؛ التخلص من الاستيلاء على القارات؛ تمرير حوافز فاعلة؛
- تعرف الديون السيادية على أنها الديون التي تترتب على الحكومات ذات السيادة، ويكون أغلب هذه الديون في صور سندات؛
- تطور أزمة الديون السيادية الأوروبية شملت اليونان؛ إيرلندا؛ البرتغال؛ إيطاليا؛
- تمثلت آثار أزمة الديون السيادية الأوروبية في الأثر على الطلب الكلي، الأثر على المالية العامة، الأثر على ميزان المدفوعات، الأثر على العدالة بين الأجيال من المواطنين؛
- استخدم البنك المركزي السياسة النقدية غير التقليدية في الحد من آثار الأزمة تمثلت في أسعار الفائدة المنخفضة جدا والممتدة لفترة طويلة؛ التسهيل الكمي؛ أسعار الفائدة المنخفضة؛
- استخدام بعض الدول لخطط الإنقاذ؛

### ثانياً-التوصيات:

من خلال النتائج التوصل إليها يمكننا اقتراح مايلي:

## الخاتمة العامة

- 1- إن التباين في الأداء في الأداء الاقتصادي بين الدول في أي تكتل شرط أساسي لنجاحه واستقراره وتمكن الخطورة هنا في أن التباين بين الأداء الاقتصادي للدول الأعضاء يكون من السهل التعامل معه إذا كان راجع إلى أسباب اقتصادية بحتة، ولكنه إذا كان يرجع إلى عوامل سياسية يكون من الصعب التعامل معه؛
- 2- احتواء أزمة الديون السيادية الأوروبية والحد من الاضطرابات المالية وتأثيرها المعاكس على النشاط الاقتصادي لأوروبا وذلك من خلال تدخل الاتحاد الأوروبي للحد من هذه الأزمة؛
- 3- تفادي الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية والحد من أثارها ضرورة التركيز على الاستثمار المباشر لأنه حقيقي يساعد في زيادة معدلات النمو وتحقيق التنمية الحقيقية بمعدلات النمو الاقتصادي وتحقيق تنمية حقيقية وأسرع من الاستثمار في الأسواق المالية؛
- 4- اتخاذ إجراءات لدعم اليورو بشدة والحفاظ عليه وإرجاع ثقة المتعاملين به؛
- 5- ضرورة التنسيق المشترك بين سياسيات دول منطقة اليورو؛
- 6- تقوية الأنظمة المصرفية في منطقة اليورو والتحكم في الائتمان المصرفي وتوجيهه بشكل فعال والحد من القروض غير المنتجة؛
- 7- التسيير الكمي هو شكل من أشكال الإصدار النقدي في نهاية المطاف وهذا ما دعا لدراسة مستقبل وظيفة الإصدار النقدي للبنوك المركزية وضوابطها ومحدداتها، ولا سيما مع تطور وسائل الدفع الالكترونية وقيامها بكثير من الوظائف الأساسية للنقود؛
- 8- السعي لصياغة نموذج خاص بالتنبؤ بالأزمات المالية والاقتصادية ويكون موضع التطبيق لضمان الاستقرار الاقتصادي؛
- 9- إصلاح القطاع المصرفي الذي يعتبر عصب الاقتصاد المفتوح في أي بلد غنيا كان أم فقيرا؛
- 10- الوقوف على الأزمات المالية وإيجاد الحلول لها؛
- 11- أزمة الديون السيادية تحتاج إلى سلسلة حلول وعطاء لكل دولة وسيلة من وسائل حلول الديون وإعطاء دور للدولة في التدخل في الحياة الاقتصادية.
- 12- حث الدول النامية على دراسة وتطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية؛
- 13- الاهتمام أكثر بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية لأنها تعتبر الملاذ الأخير لصناع السياسات في حالة اليأس من الإنعاش الاقتصادي؛
- 14- الاستمرار بدراسة الآثار القريبة والبعيدة المدى للتيسير الكمي وأسعار الفائدة السالبة، بغية التوصل إلى تشخيصها.

### ثالثا- آفاق الدراسة:

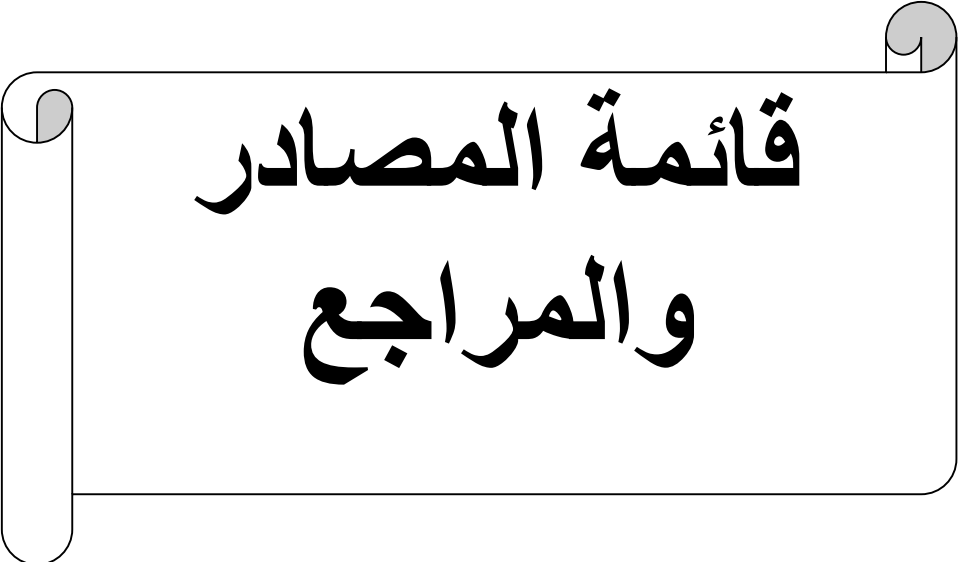
من خلال ماترقنا إليه يمكن ذكر الآفاق التالية:

- 1- السياسة النقدية غير التقليدية الملجأ الوحيد للإقراض؛
- 2- انعكاسات أزمة الديون السيادية الأوروبية على الدول؛

## الخاتمة العامة

---

- 3- تداعيات أزمة منطقة اليورو على اقتصاديات الدول؛
- 4- الاستقرار النقدي سبيل لدعم الدول في مخططاتها وصحة النظام المصرفي تعكس صحة الاقتصاد ككل؛
- 5- انعكاسات أزمة الديون السيادية الأوروبية على أسعار صرف العملات دراسة حالة اليورو.



قائمة المصادر  
والمراجع

## قائمة المصادر والمراجع

### أولاً-قائمة المراجع باللغة العربية

#### أ-الكتب:

- 1- سامي خليل، "نظرية الاقتصاد الكلي"، ط4، دار الكتب، الكويت، 1994.
- 2- السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية في عالم متغير"، ط1، عمان، دار الفكر ناشرون وموزعون، 2009.
- 3- صالح مفتاح، "النقود والسياسات النقدية"، ط2، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
- 4- طاهر البياتي، ميرال روي سمارة، "النقود والبنوك الاقتصادية المعاصرة"، عمان، دار النشر وائل للنشر والتوزيع، 2013.
- 5- عرفات تقي الحسين، "التمويل الدولي"، عمان، دار المحلاوي للنشر والتوزيع، 2001، 1999.
- 6- علي بن قدور، محمد بيبري، "السياسة النقدية والتوازن الاقتصادي الكلي"، ط1، دار الأيتام للنشر والتوزيع، الأردن، 2018.
- 7- عمر محي الدين، "أزمة الديون الآسيوية (الجدور والآليات والدروس المستفادة)"، ط1، دار النشر، القاهرة، مصر، 2000.
- 8- لحو موسى بوخاري، "سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية"، دط، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع بيروت، لبنان، 2010.
- 9- مصطفى يوسف كافي، "مبادئ العلوم الاقتصادية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، ط1، 2015.

#### ب-المذكرات والأطروحات

- 1- أحميمة خالد، مراغد لخضر، أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على موازين مدفوعات دول المغرب العربي(دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2005-2011)مذكرة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2012/2013.
- 2- أميرة مرايحي "دور البنك المركزي الأوروبي في معالجة أزمة الديون السيادية الأوروبية"، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن المهدي، أم البواقي، 2018/2019.
- 3- إيمان أسعد، "فعالية أدوات السياسة النقدية في ضبط المعروض النقدي في الجزائر، دراسة حالة خلال الفترة 2009-2013"، مذكرة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهدي، 2016، 2017.

## قائمة المصادر والمراجع

- 4- إيمان عبد خيضر، خالد عبد الحميد عبد المجيد، "أزمة اليونان (أزمة اليورو) والدروس المستفادة"، ال عدد73، جامعة بغداد.
- 5- بلعزوز بن علي، "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، 2008.
- 6- جهاد الطويل، "دور السياسة النقدية المالية والنقدية في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر 1990-2010"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2016.
- 7- رواق خالد، مفتاح صالح "أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية"، أطروحة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2012/2013.
- 8- سمية حاجي، "دور السياسة النقدية في معالجة اختلال ميزان المدفوعات حالة الجزائر 1990-2014" أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.
- 9- لونيس أكن، "السياسة النقدية ودورها في ضبط المعرض النقدي في الجزائر خلال الفترة 2000 2009"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ال جزائر 2011.
- 10- محمد الأمين، وليد طالب، نظيرة قلاوي، "الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية على ضوء الأزمة المالية 2007-2008"، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2019.
- 11- نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، الجزائر "2012-2013.
- 12- نجاه مسمش، "فعالية السياسة النقدية والمالية في معالجة التضخم دراسة حالة الجزائر 1986-2004"، مذكرة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2005.
- 13- وليد بشيشي، "دور السياسة النقدية في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل الإصلاحات الراهنة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة الجزائر، 2016.

## ج- المجلات العلمية والملتقيات

- 1- حسين كامل فهمي، "أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2006

## قائمة المصادر والمراجع

- 2- رباح أريزكيو ماركو برونكو، "الديون واليد الديمقراطية" مجلة التنمية والتمويل الدولي، يونيو 2010، العدد 2، المجلد 47
- 3- رحال فاطمة، نادية بلورغي، "دور الاتحاد الأوروبي في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية"، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 1، 2016، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر.
- 4- صلاح عبد الرحمان الطالب، "محاضرة في ندوة حول حرب العملات وآثارها على أداء الأسواق المالية"، سوق مسقط للأوراق المالية، عمان، 10 يناير، 2011
- 5- الطاهر لطرش، "الاقتصاد النقدي والبنكي، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2015.
- 6- عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية"، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 7- عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية" ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، 2005.
- 8- بن علي صاري، "السياسة النقدية غير التقليدية الأدوات والأهداف"، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسة الاقتصادية الاقتصادية، العدد 4، 2013.
- 9- علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكسابسة، "الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج" كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009.
- 10- فريد كورتل، "الأزمة المالية: مفهوما وانعكاساتها على البلدان العربية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، جامعة سكيكدة، الجزائر.
- 11- قحطان عبد سعيد، "الأزمة المالية الآسيوية 1997 الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب الآثار والدروس المنتقا دراسة مقارنة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، مسقط، عمان 2009.
- 12- محمد بلوفاي، "السياسة النقدية في الجزائر"، مجلة الاقتصاد للدراسات القانونية والاقتصادية، ط2، المركز الجامعي لتمرست، الجزائر.
- 13- نوفل سمايلي، فضيلة بوطرة، "فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 44، 2015، جامعة تبسة، الجزائر.
- 14- هلال الطعان، "الأزمة المالية العالمية الأسباب، الآثار، الحل"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 18، الجامعة المستنصرية، 2008.
- 15- هيفاء غدير غدير، "السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري"، 2018.

1- [www.aljaeera.net](http://www.aljaeera.net).20/8/2018 ،07: 25pm.