

## السياسة النقدية خلال الأزمة المالية العالمية 2008 البنك المركزي الأوروبي BCE والاحتياطي الفدرالي الأمريكي FED

أ. محمد الأمين وليد طالب- جامعة محمد خيضر - بسكرة

### المخلص:

### Résumé :

La crise financière mondiale de 2008 a constitué un énorme défi pour la réserve fédérale américaine et la banque centrale européenne. Ces deux institutions qui représentent l'autorité monétaire aux les Etats-Unis et dans la zone euro ont essayé d'endiguer les conséquences de cette crise en utilisant les politiques monétaires traditionnelles ainsi que le développement de nouveaux programmes.

**Mots-clés:** La crise financière - la politique monétaire - la Réserve fédérale - la Banque centrale européenne - liquidité

شكلت أحداث الأزمة المالية العالمية التي اندلعت عام 2007 في سوق القروض العقارية الأمريكي ثم تحولت في عام 2008 إلى أزمة مالية عالمية أكبر تحدي يواجه الاحتياطي الفدرالي الأمريكي و البنك المركزي الأوروبي خلال القرن الحالي. حاول كلا الجانبين باعتبارهما يمثلان السلطة النقدية في كلا من الولايات المتحدة و منطقة اليورو على التوالي استعمال أدوات سياستهما النقدية التقليدية و استحداث أدوات و برامج جديدة للحدّ من تداعيات هذه الأزمة. قام كلا الجانبين بدور بالغ الأهمية خلال مختلف أطوار الأزمة حيث سمحت عمليات ضخ السيولة داخل النظام المالي و شراء كميات كبيرة من الأصول من تخفيف حالة الهلع المالي التي رافقت الأزمة.

**الكلمات المفتاحية:** الأزمة المالية - السياسة النقدية - الاحتياطي الفدرالي - البنك المركزي الأوروبي - السيولة

## أولاً: المقدمة

تعد الأزمة المالية العالمية 2008 التي اندلعت شرارتها في السوق المالي الأمريكي أكبر أزمة يشهدها العالم منذ أزمة الكساد الكبير عام 1929. خلفت هذه الأزمة انعكاسات سلبية على اقتصاديات عدد كبير من الدول في العالم حيث ساهمت عوامل عديدة و على رأسها التحرير المالي و الابتكارات المالية في انتقال هذه الأزمة. إن ما زاد من ضخامة الخسائر التي خلفتها الأزمة هو عدم اقتصارها على القطاع المالي و انتقالها إلى الاقتصاد الحقيقي. شكلت جملة هذه الأحداث تحديات لم يسبق لها مثيل لمختلف البنوك المركزية في العالم إذ حاولت الرد على أحداث الأزمة باستعمال أدوات سياستها النقدية التقليدية و حتى غير التقليدية. قام كل من البنك المركزي الأوروبي BCE و الاحتياطي الفدرالي الأمريكي FED للذآن بمثلان السلطة النقدية في كل من منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية على التوالي، بتغيير شبه كلي لسياستهما النقدية بغية تجنب انهيار النظام المالي و بعث النشاط الاقتصادي من جديد. تقمص كلا الطرفين دور الوسيط بإتباعهما إجراءات استثنائية كضخ السيولة في النظام المالي، أو كشراء كميات كبيرة من الأصول.

ضمن هذا السياق يأتي هذا المقال لمحاولة الإجابة على الإشكالية التالية:

• كيف كان ردّ فعل كل من الـ BCE و الـ FED على مختلف مراحل الأزمة المالية العالمية؟

تندرج في إطار هذه الإشكالية عدة أسئلة فرعية جاءت كالآتي:

• كيف كانت إجابة كل من الـ BCE و الـ FED على التحديات التي واجهتهما من تاريخ اندلاع الأزمة حتى نهاية 2009؟

• كيف تعامل كل من الـ BCE و الـ FED مع التحديات الجديدة التي ظهرت منذ عام 2010؟

تم تقسيم البحث إلى خمسة أقسام كالتالي:

### 1- تزايد الضغوط في الأسواق النقدية و انتشار الاضطرابات المالية (2007-نهاية 2008)

سعى كل من البنك المركزي الأوروبي و الاحتياطي الفدرالي الأمريكي خلال الأطوار الأولى للأزمة المالية على تحقيق أهدافهما المتمثلة في الحفاظ على الاستقرار المالي و ضمان الانتقال الحسن للسياسة النقدية. بالرغم من تباين الإجراءات المتخذة من كلا الطرفين إلا أنهما حاولا تكييف إطارهما العملياتي بالشكل الذي يسمح بتصحيح اختلالات السوق النقدي حيث أديا دور المقرض الأخير للقطاع المالي. قام البنكين المركزيين خلال الفترة التي سبقت انهيار بنك "ليمان برادرز" بإعادة تركيب ميزانيتها بينما أدى قيامهما بدور الوسيط إلى تضخم غير مسبوق في ميزانيتها.

سجل عام 2006 تقلبات حادة في السوق العقاري الأمريكي نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة و عدم قدرة المستفيدين من القروض العقارية subprimes خاصة أصحاب الدخل المنخفضة على التسديد<sup>1</sup>.

شهدت أسعار السندات المدعومة بالقروض العقارية MBS انخفاضا كبيرا ما انعكس سلبا على نتائج المؤسسات المالية المالكة لها خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، أوروبا و آسيا. أعلن بنك "بيبي باريا" الفرنسي بتاريخ 9 أوت 2007 عن عدم قدرته تحديد القيمة الحقيقية لثلاثة من صناديقه<sup>2</sup> المكونة أساسا من السندات المدعومة بالقروض العقارية، حيث أعلن البنك عن فقدان سيولة الأصول المملوكة من طرف الصناديق بعد انهيار سوق التوريق في الولايات المتحدة. أدى ذلك إلى تأكيد المخاوف القائمة حول إمكانية تهاقم أزمة الـ Subprimes التي يمكن أن تؤدي إلى اختلال الأسواق المالية. بدأت البنوك التجارية في ظرف قصير جدا تتخوف من ملاءة مدينيها ما جعلها تقلل بشكل واضح القروض المتبادلة فيما بينها حيث أصبحت تتخوف من تقديم مساعدة مالية لجهات مالكة لسندات مدعومة بقروض عقارية. أسفرت الحالة السابقة عن انكماش السيولة المقدمة من طرف البنوك من جهة و إلى تدهور سريع في ظروف التمويل المالي داخل أسواق ما بين البنوك من جهة أخرى. عرفت معدلات الفائدة اليومية المسجلة في السوق النقدي الأمريكي و في منطقة اليورو تقلبات كبيرة منذ ذلك الوقت، نفس الحالة عرفت معدلات الفائدة الآجلة (على 03 أشهر) حيث سجلت ارتفاعا كبيرا ما زاد من المخاوف حول الانتقال الجيد للسياسة النقدية عبر قناة معدل الفائدة.

موازية مع تنامي الضغوطات في الأسواق النقدية عرفت علاوات الخطر في الأقسام الأخرى من الأسواق المالية ارتفاعا كبيرا ابتداء من نهاية شهر جويلية 2007 حيث يعبر هذا التوجه عن إعادة النظر في مختلف الأخطار<sup>3</sup>، يعبر عن ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية الارتفاع النسبي في عائد أوراق الخزينة و ارتفاع معدلات القروض العقارية، بينما يعبر عن ذلك في منطقة اليورو الاتساع في الفارق الموجود بين عائد السندات المدعومة و السندات السيادية. سجلت علاوات المخاطر بعد إفلاس بنك الأعمال "بير ستيرنز" و شرائه من طرف "جيبي مورغان شيز" بمساعدة الاحتياطي الفدرالي في مارس 2008 أكبر معدل لها، ليتواصل هذا الارتفاع بعد شراء "بنك أوف أمريكا" لبنك "ميرل لينش" و إفلاس بنك "ليمان برادرز" في 15 سبتمبر 2008.<sup>4</sup>

## 2- اختلاف رد فعل الـ BCE و الـ FED بالرغم من مواجهة نفس التحديات

حاول كل من الـ BCE و الـ FED في بداية الأمر تصحيح الاختلالات المتنامية بشكل سريع في الأسواق النقدية، إذ قام كلا البنكين المركزيين في سعيهما للحفاظ على قدرة البنوك في تمويل نفسها و الحفاظ على استقرار معدلات الفائدة في الأسواق النقدية بمحاولة ربط احتياجات السيولة المتقلبة مع مصادر تمويل طويلة الأجل. بالرغم من التشابه الكبير في التحديات التي واجهت كلا البنكين المركزيين إلا أنه لوحظ و منذ الوهلة الأولى من اندلاع الأزمة وجود اختلاف في الإجراءات المتخذة من قبل كل طرف. ينبع هذا الاختلاف أساسا عن الاختلاف الموجود بين إدارة السياسة النقدية لكلا الجانبين حتى

في ظل الظروف العادية. البنك المركزي الأوروبي عادة ما يسمح بوجود عجز كبير في السيولة يقوم بتغطيته بواسطة مختلف عملياته التمويلية (حوالي 300 مليار يورو خلال السبعة أشهر الأولى من عام 2007)، من جهة أخرى يقبل الـ BCE شريحة واسعة من الأصول كضمانات لعملياته الاقراضية كما يتعامل مع عدد كبير من العملاء يتعدى عددهم الـ 2000. في مقابل ذلك نجد بأن الاحتياطي الفدرالي قليل التدخل في السوق النقدي مقارنة بالـ BCE، حيث نلاحظ بأن عملياته اليومية في السوق النقدي نادرا ما تتجاوز الـ 10 مليارات دولار، كما أنه يتعامل مع عملاء لا يزيد عددهم عن 20 و لا يقبل كضمانات لعملياته الاقراضية إلا ثلاثة أنواع من الأصول هي سندات الخزينة، سندات الوكالات الحكومية لإعادة تمويل الرهن العقاري، و السندات المدعومة بقرض عقارية MBS. دفع الدور المحدود الذي يقوم به الـ FED في إطار توفير السيولة خلال الأوقات العادية إلى تطوير وسائل جديدة و إلى إجراء تغيير عميق في إدارته للسياسة النقدية. و في المقابل سمح الإطار الموسع و مرونة السياسة النقدية التي يتمتع بها الـ BCE بتقديم رد فعل سريع على الضغوطات الأولى التي ظهرت في الأسواق النقدية.

## 2-1- رد البنك المركزي الأوروبي BCE

اتخذ البنك المركزي BCE منذ 9 أوت 2007 مجموعة من الإجراءات بغية احتواء ارتفاع أسعار الفائدة التي شهدها السوق النقدي، استجاب أيضا الـ BCE بعد ذلك إلى مختلف خيارات البنوك التجارية الجديدة في مجال منح السيولة و هذا من دون التغيير في توجه السياسة النقدية. قام الـ BCE بتوفير السيولة اللازمة للبنوك التجارية كما قام أيضا برفع آجال تسديدها حيث رفعها من ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر.

قام الـ BCE في سعيه لمواجهة تقلبات أسعار الفائدة اليومية بالموافقة على رغبة البنوك التجارية التي أرادت استباق تكوين احتياطياتها، حيث قرر الـ BCE منحها كميات كبيرة نوعا ما من السيولة في بداية مرحلة تكوين الاحتياطيات، ثم خفض كميات السيولة الممنوحة لها في نهاية المرحلة. استفادت بنوك منطقة اليورو من اتفاقيات الـ SWAP التي عقدها الـ BCE مع الـ FED حيث حصلت على سيولة بالدولار مقابل ضمانات باليورو.<sup>5</sup>

كان لمختلف الإجراءات المتخذة من طرف البنوك المركزية بين أوت 2007 و سبتمبر 2008 أثر ايجابي على علاوات المخاطر و على تقلبات أسعار الفائدة في الأسواق النقدية. بالرغم من ذلك فإن هذه الإجراءات حتى و إن كانت قد خفقت من الضغوطات الموجودة داخل الأسواق النقدية فإن إجراءات السيولة لم تقدم حولا فعليا للمشاكل الموجودة في القطاع المالي كحيازة عدد كبير من المؤسسات على

أصول مسمومة و حتمية توفير رؤوس أموال لمحو أثر الخسائر المسجلة. تجسدت المشاكل الموجودة في القطاع المالي بشكل واضح مع إفلاس بنك "ليمان برادرز" في 15 ديسمبر 2008.<sup>6</sup>

## 2-2- رد الاحتياطي الفدرالي FED

كان أول قرار اتخذه ال FED عند اندلاع الأزمة في بداية شهر أوت 2007 هو زيادة قيمة القروض الممنوحة و تمديد مدة سدادها و خفض معدلاتها من أجل تسهيل عملية الحصول عليها. بالرغم من هذه الإجراءات إلا أن إقبال البنوك التجارية على هذه التسهيلات كان جد محدودا و هذا بسبب تخوفها من الإشهار السلبي الذي ينبع من الحصول على هذه التسهيلات، ضف إلى ذلك فإن العدد القليل للمتعاملين مع ال FED يحدّ من قدرة هذا الأخير على توزيع السيولة في الأماكن التي تحتاجها فعلا.

طور الاحتياطي الفدرالي بين نهاية عام 2007 و بداية عام 2008 برامج جديدة لتجاوز النقائص المسجلة مع بداية الأزمة أي من أجل توفير تمويل استعجالي و بأجال طويلة.

من بين أبرز البرامج المستحدثة من طرف ال FED نجد ال Term auction facility (TAP) الذي تم تشغيله ابتداء من شهر ديسمبر 2007، ولعل أبرز ما جاء في هذا البرنامج هو عدم الكشف عن أسماء البنوك التي تستفيد من القروض الممنوحة.<sup>7</sup>

بدأ الاحتياطي الفدرالي يعمل بتسهيلين آخرين ابتداء من شهر مارس 2008، الأول بتسمية Securities lending facility (TSLF) و يهدف أساسا إلى تمديد قائمة الضمانات المقبولة و إلى تمديد آجال تسديد القروض الممنوحة.<sup>8</sup>

أما التسهيل الثاني فقد تزامن تفعيله مع استحالة وصول البنوك التجارية إلى قروض ال FED إذ قرر هذا الأخير إنشاء ال Primary dealer credit facility (PDCF) الذي يهدف إلى منح بنوك الاستثمار منفذاً أوسع و مباشر على السيولة.<sup>9</sup>

اتخذ ال FED إجراءات أخرى هادفة إلى تخفيف الضغط على سوق ما بين البنوك بالدولار في الولايات المتحدة و هذا بالتنسيق مع بنوك مركزية أخرى، حيث أن هذه الأخيرة تستطيع الاستفادة من التسهيلات التي يمنحها ال FED، كما أن قلة ودائعها من الدولار يجعلها في حالة تبعية تامة لسوق ما بين البنوك من أجل تمويل أصولها المقومة بالدولار.

قصد تجاوز الحالة السابقة أعلن ال FED في شهر ديسمبر 2007 عن إنشاء اتفاقيات SWAP للصراف مع البنك المركزي الأوروبي والبنك الوطني السويسري، وهذا ما مكّن هذه الهيئات من توفير السيولة اللازمة بالدولار لمؤسساتها الاقراضية.

بالإضافة إلى الإجراءات السابقة التي كان هدفها الأساسي زيادة حجم السيولة المتقدمة، قام الاحتياطي الفدرالي بدور خاص عند إنقاذ بنك "بير ستيرنز" حيث قام بإقراض 30 مليار لتسهيل عملية استحواده من طرف مؤسسة "جيبي مورغان شيز".

قام الـ FED بغية عدم التأثير على ميزانيته بتمويل مختلف الإجراءات المتخذة عن طريق بيع سندات الخزينة، ما يجعلنا نقول بأن سياسته قد تمثلت حتى شهر سبتمبر 2008 في تسهيل عملية منح الائتمان.

### 3- الانتقال من الاضطرابات المالية إلى أزمة اقتصادية شاملة (نهاية 2008-2009)

أدى إفلاس بنك "ليمان برادرز" إلى إدخال الأزمة في مرحلة هلع مالي و إلى انكماش النشاط الاقتصادي العالمي، فبالإضافة إلى الخسائر المباشرة و غير المباشرة المسجلة من طرف المتعاملين مع هذا البنك فقد كان إفلاسه بمثابة إشارة قوية موجهة إلى الأسواق المالية. تبع هذا الإفلاس بإعادة تقدير سريعة للمخاطر و بانكماش كبير في السيولة. ساهم في تسريع انتشار الأزمة المالية التي اندلعت في الولايات المتحدة الابتكارات المالية التي جعلت من الصعب تتبع المخاطر وزادت من قوة الترابط بين المؤسسات المالية في مختلف مناطق العالم.

موازاة مع الانكماش الكبير في معدلات التجارة العالمية تأثر الاقتصاد الحقيقي بشكل مباشر من الأزمة المالية حيث أنه و بعد تسجيل تباطؤ خلال عام 2008، شهدت كل من الولايات المتحدة و منطقة اليورو انهيار نشاطهما الاقتصادي خلال الثلاثي الرابع من عام 2008 و بداية عام 2009. شهدت في نفس الوقت الضغوطات التضخمية التي سادت في سوق الطاقة و الموارد الأولية انقلبا تدريجيا مانحة بذلك مجال أوسع لمختلف تحركات البنوك المركزية.<sup>10</sup>

### 4- التوجهات الجديدة لسياسة الـ BCE و الـ FED

قام كل من البنك المركزي الأوروبي BCE و الاحتياطي الفدرالي FED بعد انهيار بنك "ليمان برادرز" بتغيير جذري في تسيير سياستهما النقدية المتبعة، حيث أديا دور أكثر نشاطا كوسيط و كمقرض أخير. عكس ما كان عليه الحال قبل انهيار بنك "ليمان برادرز" فإن الإجراءات الجديدة التي تم اتخاذها أدت إلى تضخم كبير في ميزانية كلا البنكين المركزيين. بالرغم من أن الحفاظ على الاستقرار المالي و الانتقال الحسن للسياسة النقدية قد ظلا هدفا مشترك لكلا الجانبين إلا أن الاختلافات ما لبثت أن تظهر في نوع الإجراءات المتخذة و التي كانت تتناسب و تتماشى مع الإطار العملياتي للسياسة النقدية و هيكل التمويل الخارجي السائدة في كل منطقة.

أدى استحواد القطاع البنكي في منطقة اليورو على أكثر من 70% من التمويل الخارجي للعائلات و المؤسسات إلى جعل البنك المركزي الأوروبي BCE يركز على البنوك، بينما أدى استحواد القطاع البنكي

في الولايات المتحدة على 60% من التمويل الخارجي للعائلات و حصول المؤسسات على حوالي 80% من تمويلها الخارجي من مصادر تمويلية مختلفة خارج FED إلى تعميم هذا الأخير لنشاطاته لتشمل متعاملين آخرين في القطاع المالي.

#### 4-1- التوجهات الجديدة للـ BCE

أعلن الـ BCE ابتداء من شهر أكتوبر 2008 عن تبني سلسلة من الإجراءات الجديدة الهادفة إلى تطوير إطاره العملياتي. كان توفير السيولة للبنوك مقابل ضمانات بمعدل ثابت لكل عملياتها المتعلقة بإعادة التمويل داخل منطقة اليورو و بكميات غير محدودة أحد الإجراءات البارزة خلال هذه المرحلة. سمح هذا الإجراء بتوفير السيولة اللازمة سواء من حيث المعدل أو من حيث الكمية، و هو ما ساهم في استقرار القطاع البنكي. قام الـ BCE بعد ذلك و في نفس سياق توسيع مجال قروضه الممنوحة بتوسيع قائمة الضمانات المقبولة من جهة و بتمديد الحد الأقصى لعمليات إعادة التمويل إلى 12 شهر. أطلق الـ BCE برنامجا لشراء السندات المدعومة بأصول كونها تشكل سوق مهم جدا بالنسبة لتمويل البنوك في منطقة اليورو. اقتنى الـ BCE في ظل هذا البرنامج سندات بقيمة إجمالية بلغت الـ 60 مليار يورو خلال الفترة الممتدة من شهر جويلية 2009 إلى جوان 2010. من جهة أخرى أعاد الـ BCE فتح خطوط الـ SWAP مع الـ FED، كما قرر إقامة خطوط SWAP مع عدد من البنوك المركزية مثل البنك الوطني السويسري، بنك إنجلترا، بنك الدانمارك. مكّنت اتفاقيات الـ SWAP المبرمة مع الـ FED من الحصول على سيولة بالدولار مقابل ضمانات باليورو، كما سمحت أيضا بتبادل العملات (يورو/دولار) في منطقة اليورو. نظرا لعدم ملاقة هذه الإجراءات لنجاح كبير قرر الـ BCE التخلي عنها ابتداء من شهر جانفي 2009.

كان الهدف من الإجراءات السابقة التي صُنّفت في خانة السياسة النقدية غير التقليدية الحفاظ على توفر القروض التي يحتاجها القطاع غير المالي و هذا بمعدلات فائدة مقبولة. حُصّصت هذه القروض في غالبيتها للبنوك كونها تمثل النسبة الأكبر في التمويل الخارجي للقطاع الخاص داخل منطقة اليورو. أدت هذه الإجراءات إلى تعاضد دور الـ BCE كوسيط، الأمر الذي أدى في النهاية إلى تضخم ميزانية هذا الأخير، حيث انتقلت بين شهر أوت 2008 و نهاية عام 2009 من 1450 مليار يورو إلى حوالي 1900 مليار يورو. تعد هذه الزيادة في ميزانية الـ BCE ضعيفة مقارنة بتلك التي سجلها الـ FED، لكن ما يجب الإشارة إليه هو أن ميزانية الـ BCE قبل الأزمة كانت أكبر بكثير من ميزانية الـ FED.

عقدت مختلف إجراءات السياسة النقدية المتخذة من قبل كل من الـ BCE و الـ FED من إمكانية تفسير وجهة هذه السياسات، كما زاد دور الوسيط الذي أدياه من تعرضهما للمخاطر.

## 4-2- التوجهات الجديدة لـ FED

لاحظ الاحتياطي الفدرالي مباشرة بعد إفلاس بنك "ليمان برادرز" بأن ما يقدمه من سيولة للمتعاملين الرئيسيين Primary dealers و مؤسسات الإيداع Depository institutions لا يكفي لإيقاف موجة الهلع التي سادت داخل الأسواق.

تعد المؤسسات الناشطة في ما يسمى بالنظام المصرفي الظل Sladow banking system مثل: الصناديق النقدية، مؤسسات الاستثمار، صناديق التحوط، من أكبر المتضررين جراء تدهور أسعار الأصول و انكماش السيولة. تقوم هذه المؤسسات بدور كبير في تمويل الاقتصاد منذ سنوات الثمانينيات، إلا أنها و بخلاف مؤسسات الإيداع لا تحصل على ودائع و لا تستفيد من السيولة التي يقدمها الاحتياطي الفدرالي FED بغية تجاوز المشاكل التمويلية التي تواجهها هذه المؤسسات و تجنب انهيار النظام المالي الأمريكي و مساندة عملية تمويل المؤسسات و العائلات. قرر الاحتياطي الفدرالي FED توسيع برامجه القائمة و استحداث وسائل جديدة لصالح فئات أخرى من المؤسسات المالية و أجزاء محددة من السوق.<sup>11</sup>

أعلن الاحتياطي الفدرالي FED في 19 سبتمبر 2008 عن برنامج Asset-backed commercial money market funds liquidity facility (AMLF) الذي أقرض بموجبه للبنوك التجارية مقابل الحصول على أوراق تجارية مدعومة بالأصول ABCP ذات الجودة العالية الممنوحة من طرف الصناديق النقدية التي كانت تعاني من ارتفاع عمليات السحب. كان الهدف الرئيسي من وراء تبني برنامج الـ AMLF هو الحفاظ على تمويل هذه المؤسسات (صناديق نقدية) من خلال دعم سعر أوراق الخزينة و الحدّ من عمليات البيع المتسارعة.<sup>12</sup>

أعلن الـ FED على برنامج ثاني بتاريخ 7 أكتوبر يسمى Commercial paper funding facility (CPFF)، وقد كان لهذا البرنامج نفس أهداف البرنامج الأول. أدى انهيار الطلب على أوراق الخزينة الصادرة عن صناديق نقدية إلى تعرض عدد كبير من هذه الأخيرة لصعوبات، حاول الـ FED الحدّ منها عبر الـ CPFF الذي يضع في متناول هذه المؤسسات خط ائتمان مؤقت.

و بتاريخ 25 نوفمبر أعلن الـ FED عن ثالث برامجه Term asset-backed securities loan facility (TALF)، و يهدف هذا البرنامج إلى تشجيع منح القروض للأفراد و للمؤسسات الصغيرة. اعتمد هذا البرنامج على منح قروض طويلة الأجل مقابل الحصول على سندات مدعومة بأصول ABS حديثة الإصدار ليشمل في وقت لاحق السندات المدعومة بقروض عقارية تجارية CMBS.<sup>13</sup> إضافة إلى الثلاث برامج السابقة و الاستمرار في سياسة تسهيل عملية الائتمان، توجه الـ FED نهاية عام 2008 نحو الاستحواذ على سندات طويلة الأجل. أعلن الـ FED في شهر نوفمبر 2008 عن أول



برنامج لشراء سندات موجه أساسا نحو وكالات إعادة تمويل الرهن العقاري GSE و هذا خصوصا بعد تدهور تكلفة تمويلها و تزايد الانعكاسات السلبية المحتملة على السوق الرهني في الولايات المتحدة. قدرت قيمة هذا البرنامج بـ 600 مليار دولار: 100 مليار منها موجهة لشراء ديون وكالات إعادة تمويل الرهن العقاري و 500 مليار منها موجهة لشراء الـ MBS المضمونة من طرف وكالات إعادة تمويل الرهن العقاري. قرر الـ FED في شهر مارس 2009 أمام تراخي النشاط الاقتصادي و التوقعات المتشائمة حول السوق العقاري توسيع قيمة برنامجه ليبلغ 1450 مليار دولار: 200 مليار لشراء ديون وكالات إعادة تمويل الرهن العقاري و 1250 مليار لشراء الـ MBS المضمونة من طرف هذه الأخيرة.

في ظل سعي الـ FED الدائم للتأثير ايجابيا على شروط التمويل في القطاع الخاص، أعلن الـ FED خلال نفس الفترة عن نيته شراء سندات خزينة أمريكية بقيمة 300 مليار دولار أمريكي و هذا في آجال لا تتعدى ستة أشهر. كان هذا الإجراء بمثابة خطوة أولى نحو الانتقال إلى سياسة كمية تسهيلية تهدف إلى تضخيم حجم الميزانية لكن من دون التأثير على النوعية من حيث المخاطر. قام الـ FED بعدة عمليات إنقاذ حيث أنه و بعد أن أنفذ "بير ستيرنز" في شهر مارس 2008 جدد هذا الإجراء مرة أخرى على غرار إنقاذه لـ "أيجي" في شهر سبتمبر 2008<sup>14</sup>. قام الـ FED أيضا خلال نفس الفترة بتوسيع اتفاقيات الـ SWAP المبرمة مع الـ BCE و البنك الوطني السويسري إلى بنوك مركزية أخرى (مع رفع قيمة هذه الاتفاقيات)<sup>15</sup>. انعكست الإجراءات العديدة للـ FED على ميزانية هذا الأخير حيث انتقلت من ناقص 900 مليار دولار في أوت 2008 إلى ناقص 2100 مليار في نهاية عام 2009.

### 5- تنامي الاختلاف بين تحديات الـ BCE و الـ FED (منذ 2010)

بدأت الاختلافات بين إجراءات السياسة النقدية المتبعة من طرف الـ BCE و بين نظيرتها المتبعة من طرف الـ FED تتزايد تدريجيا منذ 2010، حيث قرر الـ FED الاستمرار في تبني سياسة معدل الفائدة شبه المدموم مع تطبيق حزمة من إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية لتتناسب أكثر مع الوضع السائد، في المقابل كان الـ BCE هو الآخر مجبرا على توسيع حزمة إجراءاته الخاصة بالسياسة النقدية و تجلى ذلك بتبني برنامج لشراء سندات الدين بعد انفجار أزمة الديون السيادية. ساهمت عدة عوامل في توجيه الـ BCE لسياسته النقدية على غرار تحسين الوضع الاقتصادي الكلي خلال السداسي الأول لعام 2011، ثم زيادة حدة أزمة الديون السيادية ابتداء من صيف 2011.

### 5-1- الـ BCE في مواجهة أزمة الديون السيادية

#### • المرحلة الأولى من الأزمة

بعد أن لاحظ الـ BCE ابتداء من شهر ماي 2010 تسجيل اختلالات في عدة أسواق خاصة بالديون السيادية، تبنى مجلس الـ BCE إجراء غير تقليدي أطلق عليه تسمية برنامج سوق السندات. يسمح هذا

البرنامج بشراء سندات خاصة و عمومية في السوق الثانوي بهدف استرجاع السير الحسن لأسواق الأصول و الحفاظ على ميكانيزم انتقال السياسة النقدية<sup>16</sup>. يستطيع البنك المركزي التأثير على معدلات الفائدة على المدى القصير فقط، في حين يتم انتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي عبر الأسواق المالية التي تقوم بدور الوسيط و كذلك من خلال منح البنوك للقروض. يساهم سوق الديون السيادية بشكل أساسي في نقل آثار السياسة النقدية عبر ثلاثة قنوات رئيسية هي: الأسعار، السيولة، الميزانية. تسمح **قناة السعر** بتأثير معدلات فائدة الديون السيادية على ظروف التمويل في الاقتصاد، حيث تعد الموجه الرئيسي لمعدلات الفائدة على المدى الطويل بالنسبة للمؤسسات و العائلات. أما **قناة السيولة** فهي تساهم في نقل أثر السياسة النقدية انطلاقاً من أن أي انخفاض في أسعار السندات العامة سيعرض البنوك إلى خطر السيولة حيث تجد البنوك نفسها مجبرة على تقديم ضمانات إضافية أو التخفيض من القروض التي تمنحها. تسمح **قناة الميزانية** هي الأخرى بنقل أثر السياسة النقدية حيث يخلف أي انخفاض في أسعار السندات السيادية خسائر لأصحابها ما قد يجعلهم يخضون من قروضهم الممنوحة. يؤدي هذا الوضع إلى تغذية الشكوك حول ملاءة بعض البنوك ما يجعل من الصعب الحصول على التمويل في السوق.

كان الهدف الرئيسي لبرنامج سوق السندات الحفاظ على ميكانيزم انتقال أثر السياسة النقدية، حيث بعد ضخ السيولة عبر عمليات الشراء التي ضمها هذا البرنامج يتم إعادة امتصاصها بصفة أسبوعية و هذا بخلاف مختلف عمليات الشراء التي أمر بها الـ FED. تمت أولى عمليات الشراء في إطار هذا البرنامج في شهر ماي 2010 لتبلغ قيمتها في نهاية شهر جوان حوالي 55 مليار يورو.

من الصعب بما كان تقدير مدى نجاح برنامج سوق السندات كون هذا الأخير يندرج في إطار إجراء نقدي غير تقليدي متزامن بانخفاض أسعار القروض العامة. مع ذلك يمكن القول بأنه كان لإجراءات الشراء المتعلقة بالسندات تأثيراً قصير المدى على عائد القروض العامة. من جهة أخرى ساهم هذا البرنامج في احتواء آثار عدوى المشاكل من دولة إلى دولة أخرى داخل منطقة اليورو.

### • المرحلة الثانية من الأزمة

عرفت عديد أسواق الديون السيادية اضطرابات كبيرة بعد تجدد المخاوف في صيف 2011 حول مقدرة اليونان على تسديد ديونها. كانت أكثر الدول تأثراً بهذه الاضطرابات هي اسبانيا و ايطاليا، و هو الأمر الذي شكل مرحلة جديدة من أزمة الديون السيادية<sup>17</sup>. تَبعت هذه الأحداث بتزايد تدخلات الـ BCE رداً على التدهور الكبير الذي شهدته أسواق ما بين البنوك و الأسواق النقدية. أدت هذه الاضطرابات الجديدة إلى تأجيج أزمة الديون السيادية ما دفع البنوك التجارية إلى تصعيد شروط منح الائتمان مؤثرة بذلك على الانتقال الحسن للسياسة النقدية. قرر الـ BCE تدريجياً اتخاذ إجراءات جديدة للسياسة النقدية من أجل

تخفيف صعوبات التمويل المفروضة من قبل المؤسسات التمويلية. كانت أولى هذه الإجراءات هي القيام بعملية جديدة لضخ السيولة لمدة 6 أشهر إلى جانب إعادة تفعيل اتفاقيات ال-SWAP. تم بعد ذلك في شهر سبتمبر إقرار القيام بثلاث عمليات إضافية لضخ السيولة مدتها ثلاثة أشهر و بالدولار (تأتي هذه الإجراءات الجديدة لتكملة الإجراءات الأسبوعية القائمة). قام ال-BCE في شهر أكتوبر باتخاذ حزمة من الإجراءات الهادفة إلى تبييد الشكوك القائمة حول قدرة البنوك على تمويل نفسها: الإجراء الأول يمتد على سنة من الزمن و الإجراء الثاني يمتد على ثلاثة عشر شهراً. من جانب آخر أعلن ال-BCE بأن كل إجراءات إعادة التمويل ستستمر حتى منتصف 2012 بمعدل فائدة ثابت يتناسب مع المعدل المتوسط لكل عمليات إعادة التمويل الرئيسية خلال طول مدة هذه الإجراءات. في الأخير أعلن ال-BCE تبني برنامج ثاني لشراء السندات المحمية بقيمة إجمالية مساوية لـ 40 مليار يورو تمتد لمدة سنة انطلاقاً من شهر نوفمبر 2011.<sup>18</sup>

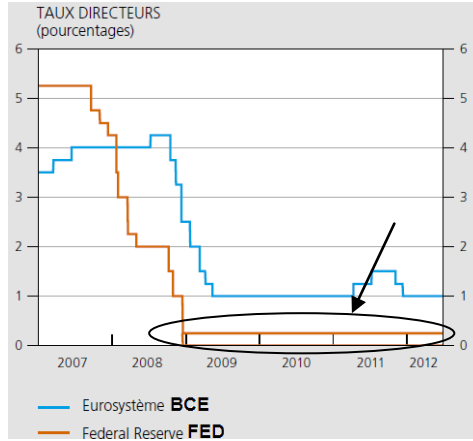
في شهر ديسمبر 2011 و أمام تزايد المخاطر المتعلقة بتقلص حجم القروض الممنوحة إلى القطاع الخاص، تبني ال-BCE إجراءات جديدين للمحافظة على سيولة البنوك و بالتالي على قدرتهم التمويلية. من بين الإجراءات الرئيسية المتخذة نجد تبني ال-BCE لإجراءات ضخ سيولة يمتد على ثلاثة سنوات بقيمة إجمالية صافية مساوية لـ 520 مليار يورو، و كذلك توسيع قائمة الأصول المقبولة كضمانات. كان لمختلف الإجراءات التي تبناها ال-BCE في سعيه لمواجهة أزمة الديون السيادية أثر متباين حيث بينت مختلف إجراءات ضخ السيولة بأنها قد تريح البنوك و تريحها المزيد من الوقت، لكنها بينت أيضاً بأنها لا يمكن أن تُعوض تبني عمليات رسملة أو سياسات ميزانية و هيكلية سليمة ستسمح بتحقيق نمو دائم و استقرار الاقتصاد الأوروبي.

## 5-2- استمرار ال-FED في إتباع سياسة نقدية توسعية

قرر ال-FED في صيف 2010 و نظراً إلى الوضع الاقتصادي الكلي و التوقعات المتشائمة فيما يخص معدل التضخم في الولايات المتحدة، المواصلت في نفس توجه السياسة النقدية التوسعية المتبع و الحفاظ على معدلات فائدة مقاربة للصفر أي بين مجال 0 و 0.25% و هو ما يسمح بتوضيحه الشكل رقم (01).<sup>19</sup>

الشكل رقم (01): تطورات معدل الفائدة الخاص بال-BCE و ال-FED

(2007-2012)



Source: Thomson Reuters Datastream, BCE, Federal Reserve.

اتخذ الـ FED في شهر أوت 2010 قرارا يقضي بالحفاظ على ثبات مستوى سندات الديون من خلال استثمار سندات الدين التي انتهت آجالها أو تلك المضمونة من طرف وكالات إعادة تمويل الرهن العقاري في أصول عمومية. تم الاتفاق أيضا في شهر نوفمبر 2010 على حيازة قبل الثلاثي الثاني من عام 2011 قروض عمومية طويلة الأجل بقيمة 600 مليار دولار.

توجد نظريا إجراءات عديدة يمكن أن تساهم في مواصلة العمل بسياسة نقدية توسعية (معدل فائدة شبه معدوم)، حيث أنه و بالرجوع إلى القرارات المتخذة من طرف الـ FED خلال السنوات الماضية يمكن القول بأن هناك أفضلية لمجموعة من الإجراءات يمكن توزيعها ضمن ثلاثة قنوات رئيسية.

أولى هذه القنوات هي قناة الاتصال Canal de la communication التي حاول الـ FED من خلالها توجيه الاستباقات المتعلقة بأسعار الفائدة المستقبلية و جعلها عند مستوى أسعار الفائدة الفعلية. تدفع وعود الـ FED الرامية إلى الحفاظ على معدل الفائدة إلى دفع عوائد غالبية الأصول نحو الانخفاض خاصة على المدى القصير. إن تمكن الـ FED من التأثير على استباقات العملاء و جعلهم يتوقعون بقاء سعر الفائدة عند مستوى منخفض سيؤدي إلى تحفيز النشاط الاقتصادي.

لجأ الـ FED في تأثيره على وجهة الاستباقات المتعلقة بمعدل الفائدة المتوقع إلى استعمال بعض العبارات الدالة على المدة: "لبعض الوقت / For some time" في ديسمبر 2008 ثم "لفترة طويلة / For extended period" في مارس 2009. استعمل الـ FED بعد ذلك في شهر أوت 2011 عبارة "على الأقل في وقت متأخر من 2013 / At least through late 2013" ليستعمل في شهر جانفي 2012 عبارة "على الأقل في وقت متأخر من 2014 / At least through late 2014". كان الهدف

واضح في استعمال هذه العبارات و الانتقال من عبارة إلى أخرى ألا و هو إعطاء رسالة واضحة للمتعاملين بأن السياسة النقدية المتبعة أي سياسة معدل الفائدة شبه المعدوم ستستمر في الفترة اللاحقة. قرر ال FED ابتداء من شهر جانفي 2012 تحديد هدف كمي للتضخم و نشر معدلات الفائدة المنتظرة و كذلك التصورات الاقتصادية الكلية المتعلقة بكل منها. يكون ال FED باتخاذ هذا الإجراء قد اتبع ما هو معمول به كإستراتيجية في عدد كبير من البنوك المركزية في العالم منذ عشرات السنين. مع ذلك فإنه يبقى من الصعب تحديد هدف كمي للتضخم بغية الوصول إلى مستوى توظيف كامل، حيث أن هذا الأخير يتحدد بعوامل غير نقدية تتغير مع مرور الوقت. إن تحديد ال FED لهذا الهدف الكمي إضافة إلى تبنيه لسياسة معدل الفائدة شبه المعدوم لا يجعله يختلف كثيرا عن البنوك المركزية التي تتبع فقط سياسة الهدف الكمي للتضخم فجميعها تُركز على استقرار الأسعار من دون أن تهمل كليا العوامل الاقتصادية الأخرى.

أما القناة الثانية التي حاول ال FED من خلالها مواصلة العمل بسياسة نقدية توسعية فهي **تغيير عناصر ميزانيته** La modification de la composition du bilan من خلال تغيير عرض أدواته المالية كالقروض العامة مثلا، إذ باستطاعة ال FED التأثير على سعرها.

القناة الثالثة التي اعتمدها ال FED لتجسيد سياسة معدل الفائدة شبه المعدوم هي **زيادة حجم ميزانيته**، حيث هناك ارتباط بين توفير السيولة و شراء الأصول المالية و بين ارتفاع احتياطي ال FED. تهدف هذه القناة في بداية الأمر إلى تخفيف خطر السيولة السائد داخل النظام المالي.

قام ال FED باستخدام القناة الثانية أي تغيير عناصر ميزانيته في عام 2008 و هذا قبل انفجار الأزمة في شهر سبتمبر من نفس العام. يقضي هذا الإجراء بتركيز ال FED على أقسام محددة داخل النظام المالي قصد التأثير على معدلات الفائدة و علاوات المخاطر السائدة في هذه الأقسام المحددة بهدف تنشيط الأسواق. تبنى ال FED في ظل القناة الثانية في شهر سبتمبر 2011 برنامج أطلق عليه اسم Maturity extension program كان هدفه الرئيسي تغيير اتجاه حركة عائدات القروض العامة عبر تمديد الآجال المتوسطة لمحفظة ال FED من القروض. يركز هذا البرنامج على شراء ال FED لقروض عامة آجالها محصورة بين 6 و 30 سنة بقيمة إجمالية تساوي 400 مليار دولار، وكذلك على بيع قروض عامة بنفس القيمة آجالها محصورة بين ثلاثة أشهر و 6 سنوات.<sup>20</sup>

### النتائج:

• واجه كل من ال BCE و ال FED في المرحلة الأولى من الأزمة أي من عام 2007 إلى غاية خريف 2008 نفس التحديات التي تمثلت أساسا في انكماش الائتمان الممنوح من طرف البنوك التجارية و تدهور ظروف التمويل المالي داخلي في سوق ما بين البنوك.

- سمح الإطار الموسع و مرونة السياسة النقدية التي يتمتع بها البنك المركزي الأوربي BCE بتقديم رد فعل سريع منذ المراحل الأولى للأزمة.
  - اضطر الاحتياطي الفدرالي FED بسبب الدور المحدود الذي يؤديه في توفير السيولة خلال الأوقات العادية إلى استحداث إجراءات جديدة و إجراء تغيير عميق في إدارة سياسته النقدية.
  - استحدث الاحتياطي الفدرالي FED في مواجهته للأزمة المالية عدة برامج أهمها:
    - ال: TAF (Term Auction Facility)
    - ال: TSLF (Term Securities Lending Facility)
    - ال: PDCF (Primary Dealer Credit Facility)
    - ال: AMLF (Asset-Backed-Commercial paper money Market)
    - ال: CPFF (Commercial Paper Funding Facility)
    - ال: TALF (Term Asset-Backed Securities Loan)
  - تتامي الاختلاف في التحديات المواجهة من قبل كل من ال BCE و ال FED منذ 2010 و لعل أبرزها هو ظهور أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو.
  - بينت الأزمة المالية العالمية حدود السياسة النقدية لكل من ال BCE و ال FED في معالجة أزمات بمثل هذا الحجم، حيث تمكنت من تقديم أوجبة ظرفية لكنها لم تتمكن من تقديم جواب نهائي.
- الهوامش و المراجع:**

<sup>1</sup> [Jean-Marie Perbost, La crise a 5 ans: que s'est-il passé le 09 août 2007 ?](http://www.quei.info/actualite-economie/2012/08/09/la-crise-a-5-ans-que-sest-il-passe-le-09-aout-2007-1147646/), 09 Août 2012  
**Disponible sur:** <http://www.quei.info/actualite-economie/2012/08/09/la-crise-a-5-ans-que-sest-il-passe-le-09-aout-2007-1147646/>

<sup>2</sup> Jérôme Villon, **Les subprimes (3): crise économique et solutions**, écoflash22333, mensuel, informations économiques et sociales, SCEREN, Décembre 2008.p.1  
**Disponible sur:** [www2.cndp.fr/archivage/valid/139813/139813-18391-23837.pdf](http://www2.cndp.fr/archivage/valid/139813/139813-18391-23837.pdf)

<sup>3</sup> Patrick Castex, **La chute, Taux d'intérêt et taux de profit, 2000-2008: crise financière ou crise réelle?**, Editions l'Harmattan, Paris, Juillet 2008, p.180

<sup>4</sup> Clément Daniez, **Crise financière: Lehman Brothers en faillite, Merrill Lynch rachetée**, Lepoint.fr, 25/09 **Disponible sur:** <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2008-09-15/crise-financiere-lehman-brothers-en-faillite-merrill-lynch/916/0/274026>

<sup>5</sup> **Intervention de Jean-Claude Trichet, Président de la BCE, Européen American Press Club Paris, le 20 février 2009** **Disponible sur:** <http://www.ecb.europa.eu/press/kev/date/2009/html/sp090220.fr.html>

<sup>6</sup> Caroline Talbot, **Le jour où... Lehman Brothers a fait faillite**, Journal: Libération économie, 14 septembre 2009 **Disponible sur:** [http://www.liberation.fr/economie/2009/09/14/le-jour-ou-lehman-brothers-a-fait-faillite\\_581337](http://www.liberation.fr/economie/2009/09/14/le-jour-ou-lehman-brothers-a-fait-faillite_581337)

<sup>7</sup> IMF, **Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging Macro-Financial Implications and Policy**, October 2008, p.82

<sup>8</sup> **FED, Term Securities Lending Facility (TSLF) and TSLF Options Program (TOP), August 2, 2013** **Disponible sur:** [http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_tslf.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_tslf.htm)

<sup>9</sup> **FED, Primary Dealer Credit Facility (PDCF), August 2, 2013** **Disponible sur:** [http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_pdcf.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_pdcf.htm)

<sup>10</sup> Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu et autres, **Europe, États-Unis, Japon : quelles politiques budgétaires de sortie de crise?**, Revue de l'OFCE, N°112, Janvier 2010, p.p.37.38 **Disponible sur:** <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/2-112.pdf>

<sup>11</sup> Gecodia.fr, **La politique monétaire de la Fed depuis 2007, la longue marche du quantitative easing**, 22 Septembre 2011 **Disponible sur:** [http://www.gecodia.fr/La-politique-monetaire-de-la-Fed-depuis-2007-la-longue-marche-du-quantitative-easing\\_a2343.html](http://www.gecodia.fr/La-politique-monetaire-de-la-Fed-depuis-2007-la-longue-marche-du-quantitative-easing_a2343.html)

<sup>12</sup> **FED, Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), 12 Janvier 2010** **Disponible sur:** [http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_amlf.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_amlf.htm)

<sup>13</sup> **Davies, Flash: La Fed annonce l'étendue du programme TALF à deux nouvelles catégories d'actifs, 14 mai 2009** **Disponible sur:** <http://www.dwpv.com/fr/Resources/Publications/2009/Flash-Fed-Announces-Expansion-of-TALF-to-Two-New-Asset-Classes>

<sup>14</sup> **Daniel Gross, Le plan de sauvetage d'AIG a marché, 01 Avril 2010** **Disponible sur:** <http://www.slate.fr/story/19285/aig-reussite-plan-sauvet>

<sup>15</sup> Abdelhafid Otmani, Mounya Bouterf, **Intervention des banques centrales face a la crise financière: comparaison entre FED et BCE**, colloque international sur la crise financière et économique international et la gouvernance mondiale, Université de Sétif, 20-21 Octobre 2009, p.11

<sup>16</sup> BCE, **Journal officiel de l'Union européenne**, 16 Novembre 11 **Disponible sur:** [www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_29720111116fr00700071.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_29720111116fr00700071.pdf)

<sup>17</sup> **La crise de la dette s'étend à l'Espagne et l'Italie: Qui sauvera la zone euro ?**, journal HORIZONS, 03 Septembre 2011  
**Disponible sur:** <http://www.djazairess.com/fr/horizons/24868>

<sup>18</sup> Le Monde.fr, **La BCE lance un deuxième programme de rachat des dettes publiques**, 06.09.2012 **Disponible sur:** <http://www.lemonde.fr/economie/article/2012/09/06/la-bce-laisse-son-principal-taux-directeur-inchange-a-0-75-1756687-3234.html>

<sup>19</sup> Sébastien Berthelot, Etats-Unis: **La Réserve fédérale se montre vigilante sur l'inflation**, le 15 octobre 2010 **Disponible sur:** <http://www.covea-finance.fr/dynamique/fichiers/101-tendances-pdf.pdf>.

<sup>20</sup> James Hamilton, **The Federal Reserve's Maturity Extension Program and Treasury Debt Management**, August, 2012 **Disponible sur:** <http://www.economonitor.com/blog/2012/08/the-federal-reserves-maturity-extension-program-and-treasury-debt-management/>