

واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة اليورو في ظل سياسات وبرامج احتواء أزمة الديون السيادية
خلال الفترة 2010-2016

The Reality of Foreign Direct Investment in the Euro Zone under the Policies and Programs Contain the Sovereign Debt Crisis over the period from 2010 to 2016

بولوجبال أميرة¹، أ.د. بيبي يوسف²

University of Algiers 3¹، مخبر دراسات في المالية الإسلامية والتنمية المستدامة
boulahbel.amira@univ-alger3.dz

University of Algiers 3²، bibi.youcef@univ-alger3.dz

تاريخ النشر: 2019/08/26

تاريخ القبول: 2019/04/16

تاريخ الاستلام: 2019/03/07

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى عرض البرامج والسياسات المتخذة من طرف الإتحاد الأوروبي لاحتواء أزمة الديون السيادية والتعرف على تأثير هذه الإجراءات على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى منطقة اليورو. كشفت الدراسة أن أزمة الديون السيادية الأوروبية كان لها انعكاسات سلبية على المناخ الاستثماري لمنطقة اليورو حيث شهد تدفق الاستثمار الأجنبي تراجعاً كبيراً، لكن مجموعة الإجراءات المتبناة والتدابير الوقائية المتخذة كان لها الأثر الإيجابي على المتغيرات الاقتصادية الكلية ما ساهم في عودة استقطاب الاستثمارات الأجنبية في الدول الأعضاء لمنطقة اليورو بدرجات متفاوتة.

كلمات مفتاحية: أزمة الديون السيادية، الاستثمار الأجنبي المباشر، منطقة اليورو، برامج الإنقاذ.

تصنيفات JEL: F21، F34، F35، H81.

Abstract:

The aim of this study is to present the EU's programs and policies to contain the sovereign debt crisis and to identify the impact of these measures on the flow of foreign direct investment into the euro zone. The

المؤلف المرسل: بولوجبال أميرة، الإيميل: boulahbel.amira@gmail.com

study revealed that the European sovereign debt crisis had a negative impact on the investment climate of the euro area, where the flow of foreign investment has decreased significantly, but the set of measures adopted and the preventive measures taken have had a positive effect on macroeconomic variables, which contributed to the return of attracting foreign investments in member countries To the euro zone to varying degrees.

Keywords: sovereign debt crisis, foreign direct investment, Euro zone, Rescue programs.

Jel Classification Codes: F21, F34, F35, H81.

1. مقدمة:

يعد الإتحاد الأوروبي من بين أهم وأنجح التكتلات الاقتصادية الدولية التي وصلت إلى مرحلة متقدمة من مراحل التكامل الاقتصادي بإنشاء عملة موحدة بعد مسيرة من العمل المشترك، لكن في ظل بيئة اقتصادية غير مستقرة جراء الأزمات التي يواجهها الاقتصاد العالمي، شهدت منطقة اليورو أزمة تعد الأسوء في تاريخها ألا وهي أزمة الديون السيادية التي كادت أن تهدد وجودها.

فقد بدأت معالم أزمة الديون السيادية في نهاية عام 2009 عندما بدأ الحديث عن تفاقم مشكلة الديون والعجز في الموازنات العامة للعديد من الدول الأعضاء في منطقة اليورو وخاصة مع إعلان اليونان عن عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه دائنيها، وهو ما أدى إلى زيادة الشكوك حول قدرة عدد من أعضاء منطقة اليورو على سداد ديونها ما ساهم في صعوبة حصولها على التمويل اللازم من الأسواق المالية بسبب ارتفاع تكلفة الإقتراض، الذي زاد من تأزم الوضع ودخول منطقة اليورو في حالة ركود.

ألقت أزمة الديون السيادية بتداعياتها على اقتصاديات منطقة اليورو التي كان لها أثرا كبيرا على المتغيرات الاقتصادية للدول الأعضاء وبالأخص الاستثمار الأجنبي المباشر، لذلك تسارعت الدول المتعثرة والمتأثرة بالأزمة إلى اتخاذ التدابير والإجراءات اللازمة لمواجهتها والحد من تداعياتها والبحث عن الاستقرار الاقتصادي. ومن هنا تتجلى إشكالية ورقتنا البحثية هذه في طرح السؤال الجوهرى التالي:

ماهي انعكاسات برامج وسياسات مواجهة أزمة الديون السيادية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر

إلى منطقة اليورو؟

1.1. فرضية الدراسة:

- كان لبرامج وسياسات مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية أثرا سلبيا على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى منطقة اليورو نتيجة زيادة تخوف المستثمرين.

1.2. أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- معرفة طبيعة أزمة الديون السيادية الأوروبية وآليات معالجتها.
- معرفة أثر الحلول الأوروبية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى منطقة اليورو.

1.3. منهجية الدراسة:

تم الاعتماد على المنهج الإستنباطي من خلال استخدام التوصيف والتحليل الذي يساعدنا على وصف الموضوع محل الدراسة.

1.4. هيكل الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة، ارتأينا تقسيم البحث إلى ثلاثة محاور:

- أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو.
- الجهود الأوروبية لمواجهة أزمة منطقة اليورو.
- الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة اليورو في ظل أزمة الديون السيادية.

2. أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو:

عرفت منطقة اليورو بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008 خلا مستمرا في الوضع المالي على مستوى مجموعة من الدول الأعضاء الذي انعكس سلبا على اقتصاد المنطقة ككل، إضافة إلى صعوبة وصول أعضائها إلى الأسواق المالية الدولية، ما أدى إلى حدوث أزمة ديون سيادية في منطقة اليورو مع نهاية عام 2009.

1.2 انتشار أزمة الديون السيادية في دول منطقة اليورو:

بدأت أزمة الدين السيادي في اليونان في أواخر عام 2009 التي سرعان ما هددت استقرار منطقة اليورو، حيث ارتفعت معدلات الفائدة على السندات اليونانية إلى مستويات عالية نتيجة مخاوف المستثمرين من عدم قدرتها على الوفاء بديونها خاصة بعدما تم الكشف عن التلاعبات في حساباتها وتأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصادها، إضافة إلى الصعوبات والمشاكل الاقتصادية والهيكلية التي تعاني منها، وبالتالي كل هذه العوامل أدت إلى ارتفاع نسب عجز الميزانية والدين العام باستمرار ما جعلها غير قادرة على تحمل أعباء ديونها الأجنبية الثقيلة، ما اضطرها لطلب المساعدة من الإتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي من أجل تجنب خطر الإفلاس والتخلف عن السداد. (Coriat & Lantenois, 2011, p. 5).

ثم في بداية عام 2010 عانت إيرلندا أيضا حالة عدم الاستقرار المالي بعد تعرضها لأزمة بنكية بعد اختيار القطاع البنكي الإيرلندي تحت ضغط الديون نتيجة النمو المفرط للقروض العقارية، ما اضطر الحكومة إلى دعم وإنقاذ مؤسساتها من خلال عدة خطط مالية (Stancil, 2010)، كل هذا أدى إلى ارتفاع العجز والدين العام أين وجدت إيرلندا نفسها تعاني من عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها ولجؤها لطلب مساعدات مالية بعد عجزها على مواجهة الأزمة لوحدها.

كما شهدت البرتغال أيضا أزمة ديون سيادية في عام 2010 ما اضطرها إلى طلب المساعدة المالية نتيجة عدم قدرتها على سداد الديون بعدما عانت من ركود اقتصادي، فالارتفاع المستمر لنسبة الدين العام يعود للتدابير التي اعتمدها الحكومة للتخفيف من آثار الأزمة المالية العالمية لعام 2008 من خلال الاستدانة الخارجية فهشاشة اقتصادها مقارنة بالدول الأعضاء في منطقة اليورو جعلها غير قادرة على مواجهة الإضطرابات المالية. (Humbert, 2011, p. 13).

أما إسبانيا فقد شهدت أزمة رهن عقاري تحولت إلى أزمة ديون سيادية، حيث كان انفجار الفقاعة العقارية في سبتمبر 2008 بعد تشبع القطاع إضافة إلى التأثير بالأزمة المالية العالمية أدى إلى انهيار السوق العقاري، ودخول إسبانيا في حالة ركود. لذلك اضطرت إسبانيا إلى اتخاذ إجراءات وتدابير من أجل إعادة إنعاش الإقتصاد من خلال إصلاح النظام المصرفي وتنفيذ خطط تقشفية، ومع انعدام الضريبة العقارية

اضطرت الحكومة إلى تغطية العجز المالي العام بواسطة الإقتراض من الأسواق المالية بأسعار فائدة مرتفعة جدا من أجل التمويل العام. بعد هذا التدهور وجدت السلطات الإسبانية نفسها غير قادرة على مواجهة الصعوبات المالية ما اضطرها لطلب المساعدة من أجل تصحيح الوضع الاقتصادي. (Harrington, 2011, pp. 6-16).

أما قبرص فبدأت الأزمة في أوائل عام 2013 بعد تعثر أكبر بنكين "لايكي بنك" و "بنك قبرص"، وهذه الأزمة هي نتيجة تداعيات أزمة اليونان، وذلك بسبب تورط البنوك القبرصية في شراء سندات بنوك يونانية ما أدى إلى انتقال المتاعب إليها. تفاقمت المشكلة نتيجة لضخامة حجم الجهاز المصرفي القبرصي بالمقارنة بحجم الإقتصاد، ونظرا للصعوبات المالية التي واجهتها قبرص طلبت هي أيضا مساعدة مالية لسد التزاماتها. (Messiha, Moschetto, & Teulon, 2013, p. 304).

2.2 أسباب نشأة أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو:

إن أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو هي فريدة من نوعها لكونها لا تتعلق بدولة واحدة فهي تخص أكبر تكتل اقتصادي في العالم، حيث عرفت الأزمة انتقالا من دولة إلى أخرى، فهناك عوامل أدت إلى ذلك منها داخلية وأخرى خارجية:

♦ **عيوب في تصميم الإتحاد النقدي:** إن معاهدة عمل الإتحاد الأوروبي (TFEU) تعاني من نقائص فيما يتعلق باحتواء الأزمات المالية، تمثلت في:

- عدم وجود المقرض الأخير: أي استقلالية البنك المركزي الأوروبي عن الحكومات، وهذا يمنع من تمويل العجز الحكومي (TFEU، المادة 123.1). (Hofrichter, 2012, p. 5).

- لا يعتبر الإتحاد أو الدول الأعضاء مسؤولين مشتركين عن التزامات عضو منهم (TFEU، المادة 125.1).

- معاهدة عمل الإتحاد الأوروبي (معاهدة لشبونة) لا تتضمن احتمال تخلف الدول عن سداد أصل الدين و/أو الفوائد على ديونها، من خلال المادة 126.1 التي تنص على أن "الدول الأعضاء تتجنب العجز الحكومي المفرط".

- أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو ترجمت فشل هذه المادة 126، التي تنص على مبدأ الانضباط في الميزانية والمراقبة من طرف المفوضية الأوروبية والمجلس، هذا الفشل يأتي من عدم انضباط الدول الأعضاء على المستوى الفردي (عدم احترام ميثاق الإستقرار) وعلى المستوى الجماعي (غياب العقوبات).

- ظلت الرقابة المصرفية وتسوية الأزمات المصرفية المحتملة بعد اعتماد اليورو ضمن اختصاص الدول الأعضاء.

♦ سوء الإدارة من طرف الدول الأعضاء:

- تنص المادة (121) من المعاهدة (TFEU): "على الدول الأعضاء اعتبار سياساتها الإقتصادية ذات مصلحة مشتركة وتنسيقها داخل المجلس"، لكن هذا التنسيق لم ينفذ من قبل الدول الأعضاء.

- عدم امتثال الدول الأعضاء لإجراءات التخفيف من آثار فرق التضخم بين الدول الأعضاء الذي نقل مباشرة إلى معدلات الفائدة الحقيقية (أسعار الفائدة الإسمية - معدلات التضخم)، حيث البلدان الأكثر تضخما تستفيد من أسعار فائدة حقيقية منخفضة أو سلبية.

- تراجع أداء منطقة اليورو كان بسبب عدم وجود الانضباط المالي من الدول الكبرى ذاتها (أي عجز مستمر في الميزانية ودين إجمالي يتعدى 60%)، والمجلس الأوروبي لم يرسل أي توصيات وتوجيهات إلى أي دولة عضو سياستها الإقتصادية لا تتوافق مع مصالح الإتحاد. (Bénassy-Quéré, 2011, pp. 15-21)

- إنخفاض القدرة التنافسية الدولية لبعض الدول (البرتغال، اليونان، إسبانيا) في تسويق منتجاتها وزيادة مبيعاتها، إضافة إلى ضعف الإصلاحات الهيكلية الواجب تنفيذها عند انضمامها لمنطقة اليورو.

- السياسات المالية المتهورة (وخاصة في اليونان إلى حد أقل البرتغال) نتيجة الإنفاق الحكومي المفرط الممول من قروض دولية سهلة الحصول عليها لعضويتها في منطقة اليورو، هذا ما زاد من اتساع العجز الحكومي وأدخلها في اختلالات هيكلية. (Hofrichter, 2012, p. 5)

- غياب التنسيق في السياسات المالية: إتحاد نقدي دون إتحاد مالي.

- عدم التماثل بين الدول الرئيسية والدول الهامشية في عدة اتجاهات: الإدخار، الإنفاق، الإقتراض واختلاف كبير في الإنتاجية. (Anand, Gupta, & Dash, 2012, p. 14)

♦ الظروف الخاصة بالأزمة المالية العالمية لعام 2008: كان للأزمة المالية العالمية لعام 2008 دورا كبيرا في

عدم استقرار منطقة اليورو وأثرت سلبا على ماليتها العامة:

- اختفاء السيولة النقدية في الأسواق المالية أدى إلى فقدان بعض الدول الأعضاء لمصدر تمويل لظالمات اعتمدت عليه في سد التزاماتها.

- اضطرت الحكومات للتدخل من أجل إعادة رسملة بنوكها وضمان جزء كبير من الديون المصرفية لإنقاذ النظام المصرفي.

- الركود رفع من نسب العجز ونسب المديونية نتيجة إنخفاض الإيرادات الجبائية بسبب الانكماش، وارتفاع

الإنفاق الاجتماعي. (Bénassy-Quéré, Zone euro : la crise après la crise, 2012, pp. 15-21)

كل هذه العوامل ساعدت على انتشار الأزمة في منطقة اليورو وهددت الإتحاد النقدي الأوروبي، حيث وجدت الدول الأعضاء صعوبة في الحصول على التمويل من الأسواق المالية، فنظرا لحجم الديون الحكومية وخطط التقشف في بعض الدول الأعضاء تراجعت ثقة المستثمرين في الملاءة المالية لمنطقة اليورو.

3. الجهود الأوروبية لمواجهة أزمة منطقة اليورو:

من أجل مواجهة أزمتها المتتالية اتخذت دول منطقة اليورو بالمساعدة مع صندوق النقد الدولي والبنك المركزي الأوروبي إجراءات اقتصادية وشكلت أجهزة لمراقبة تنفيذ تلك الإجراءات:

1.3 خطة الإنقاذ المالي الأولى لليونان:

في 10 ماي 2010، حصلت اليونان على مساعدة مالية بقيمة 110 مليار يورو على مدى ثلاث سنوات، حيث وفرت دول منطقة اليورو ما قيمته 80 مليار يورو في شكل قروض ثنائية حسب مساهمتها في رأس مال البنك المركزي الأوروبي، أما صندوق النقد الدولي وفر بقية المبلغ أي 30 مليار يورو (Sauernheimer, 2011, p. 38)، في المقابل الحكومة اليونانية ملزمة بتطبيق خطة تقشفية وخفض العجز في ميزانيتها، وهذا تحت مراقبة كل من صندوق النقد الدولي والمفوضية الأوروبية والبنك المركزي الأوروبي (Agrawal, 2011, p. 1). "Troïka"

بعد مرور سنة فقط من تنفيذ البرنامج وعلى الرغم من جهود الحكومة اليونانية على تنفيذ الإجراءات

المتفق عليها، إلا أنه لم يتم تحقيق النتائج المتوقعة والأهداف المسطرة بل تواصل ركود الإقتصاد، إضافة إلى عدم استعادة اليونان ثقة السوق كما كان مفترضاً في البرنامج، فقد احتاجت لمبلغ أكبر من مبلغ خطة الإنقاذ الأولى لضبط أوضاعها المالية. (Coriat & Lantenois, 2011, p. 23)

2.3 إنشاء صندوق الاستقرار المالي الأوروبي:

هو عبارة عن صندوق مؤقت لمدة 3 سنوات، الغرض منه هو الحفاظ على الإستقرار المالي للإتحاد النقدي الأوروبي من خلال تقديم المساعدة المالية المؤقتة للدول الأعضاء في منطقة اليورو التي تعاني من صعوبات اقتصادية، كما أن كل المساعدات المالية للدول الأعضاء مرتبطة بشروط ملائمة. (European Financial Stability Facility, 2013)

المساعدات المالية التي قدمها صندوق الإستقرار المالي الأوروبي هي كالتالي:

◀ برنامج إيرلندا: في 28 نوفمبر 2010، تم توفير قرض لإيرلندا بقيمة 85 مليار يورو لتغطية الاحتياجات التمويلية. (European Financial Stability Facility, 2013, p. 13)

شروط البرنامج تقوم على ثلاث ركائز (ESM and EFSF investor presentation, 2013, p. 47):

- تعزيز فوري وإصلاح شامل للنظام المصرفي (حدد بـ 35 مليار يورو).
- ضبط أوضاع المالية العامة، بما في ذلك تصحيح العجز المفرط بحلول عام 2015.
- تعزيز الإصلاحات الهيكلية، ولا سيما في سوق العمل، للسماح بالعودة إلى النمو القوي والمستدام، والحفاظ على الوضع الاقتصادي والاجتماعي لمواطنيها.

◀ برنامج البرتغال: تحصلت البرتغال على مساعدة مالية في 17 ماي 2011، قيمتها 78 مليار يورو من أجل تغطية الاحتياجات التمويلية.

شروط البرنامج تقوم على ثلاث ركائز (European Financial Stability Facility, 2013):

- تسوية الأوضاع المالية العامة بما في ذلك تصحيح العجز المفرط بحلول عام 2013.
- تعزيز النمو والقدرة التنافسية من خلال إصلاحات هيكلية.
- تحسين السيولة والملاءة المالية للقطاع المالي من خلال إعادة هيكلة القطاع المالي.

◀ برنامج المساعدة المالية الثانية لليونان: في 21 جويلية 2011 وافقت الدول الأعضاء في منطقة اليورو على برنامج المساعدة المالية الثانية لليونان قيمته 172 مليار يورو لتغطية ديونها. وشروط البرنامج تمثلت في:

- تنفيذ خطة تكشف صارمة تهدف إلى استعادة الجدوى المالية العامة لليونان بحلول عام 2013؛
- تعزيز القدرة التنافسية والحفاظ على استقرار النظام المالي (حيث خصصت 10 مليار يورو من أجل تحقيق الاستقرار في النظام المالي). (Eurogroup statement, 2012, p. 1)

3.3 آلية الإستقرار الأوروبية:

هي عبارة عن آلية لحل أزمات ومشاكل دول منطقة اليورو بشكل دائم، خلفت بصفة دائمة صندوق الإستقرار المالي الأوروبي الذي أسس بصفة مؤقتة، والغرض منها هو توفير دعم مالي من خلال عدد من أدوات المساعدة المالية للدول الأعضاء في آلية الإستقرار الأوروبية التي تعاني أو مهددة بمشاكل تمويل. (European Stability Mechanism, 2016)

أما أهم المساعدات المالية التي قدمتها آلية الإستقرار الأوروبية تمثلت في:

◀ برنامج إسبانيا: في 25 جوان 2012، تمت الموافقة على منح إسبانيا مساعدة مالية تصل إلى 100 مليار يورو لإعادة رسملة القطاع المصرفي الإسباني واستعادة ثقة السوق في إسبانيا، حيث يتم صرفها على مراحل.

• الشروط المتعلقة بالمساعدة المالية تمثلت في:

- استعادة سلامة النظام المصرفي الإسباني من خلال التقييد بمجموعة من الإجراءات اللازمة والمخصصة لمجموعة من البنوك بشكل فردي.

- تعزيز هيكل القطاع المصرفي الإسباني من خلال تحديد مجموعة من الإصلاحات الواجب تجسيدها.

- تنفيذ إصلاحات تتعلق بإدارة ومراقبة وتنظيم القطاع المالي. (European Stability Mechanism, 2013, p. 20)

◀ برنامج قبرص: في 25 جوان 2012 تحصلت قبرص على حزمة المساعدة المالية قيمتها 10 مليار يورو،

حيث ساهمت آلية الإستقرار الأوروبية بـ 9 مليار يورو وصندوق النقد الدولي بقيمة 1 مليار يورو. هذا البرنامج هو لتغطية تمويل احتياجات قبرص على مدى ثلاث سنوات (من 2013 إلى 2016) بعد إدراج حصيلة إجراءات تقاسم الأعباء التي اعتمدها الحكومة القبرصية. (European Stability Mechanism, 2013, p. 1)

شروط البرنامج تقوم على ثلاث ركائز (European Commission, 2013, p. 39):

- إستعادة سلامة القطاع المصرفي القبرصي وإعادة بناء ثقة السوق والمودعين من خلال إعادة هيكلة شاملة وتقليص حجم المؤسسات المالية، وتعزيز مراقبة ومعالجة النقص المتوقع في رأس المال.

- الإستمرار في ضبط أوضاع المالية العامة من أجل تصحيح العجز الحكومي العام المفرط في أقرب وقت ممكن.

- تنفيذ إصلاحات هيكلية لدعم القدرة التنافسية والنمو المستدام والمتوازن، مما يسمح بحل الخلل في التوازن الاقتصادي الكلي.

◀ برنامج المساعدة المالية الثالثة لليونان: في 15 جويلية 2015 وافقت الدول الأعضاء في منطقة اليورو على برنامج المساعدة المالية الثالثة لليونان قيمتها 86 مليار يورو، مع التعهد ببرنامج إصلاح هيكلية لتحفيز النمو الاقتصادي.

شروط البرنامج:

- تغيير نظام ضريبة القيمة المضافة وتوسيع قاعدتها لزيادة إيراداتها.

- تحسين نظام التقاعد.

- إنشاء هيئة ضريبية مستقلة وآلية لخفض تلقائي للنفقات في حالة عدم تحقيق أهداف الموازنة.

3.4 دور البنك المركزي الأوروبي في إدارة الأزمة:

ساهم البنك المركزي الأوروبي في التخفيف من التداعيات السلبية لأزمة الديون السيادية بعد أن تم السماح له بالتدخل في الأسواق ليساهم في حل الأزمة بإعطائه المزيد من الصلاحيات، واعتماده على إجراءات غير تقليدية كضرورة، التي تمثلت في (Christian Bordes, pp. 55-56):

◀ في 14 ماي 2010 أعلن عن برنامج لسوق السندات، في إطار هذا البرنامج يمكن للبنك المركزي الأوروبي والبنوك المركزية شراء السندات السيادية في السوق الثانوية بأسعار السوق وضمن الحدود التي وضعها مجلس المحافظين. هذا البرنامج قاد البنك المركزي الأوروبي لشراء السندات اليونانية والإيرلندية والبرتغالية والإسبانية والإيطالية لاحتواء تكاليف إعادة تمويل هذه الدول.

◀ في 6 أكتوبر 2011، تم إطلاق البرنامج الثاني لشراء السندات المغطاة، وتفاصيل هذا البرنامج كما يلي: شراء السندات المغطاة المقومة باليورو والتي أصدرت في منطقة اليورو، مقابل قيمة إسمية 40 مليار يورو، يكون الشراء في السوق الأولية والسوق الثانوية، للمشاركة في برنامج الشراء لا بد أن تكون السندات المغطاة مستحقة كضمان لعمليات الائتمان لنظام اليورو.

◀ في 8 ديسمبر 2011، تم توسيع نطاق عمليات إعادة التمويل طويل الأجل وهي شكل من التيسير الكمي (على الرغم من عدم الإشارة إليها بهذا الاسم)، حيث قرر البنك المركزي الأوروبي إجراء عمليتين لإعادة تمويل البنوك الأوروبية عن طريق القروض بنسبة 1٪ لمدة 36 شهرا. تمت العملية الأولى في 21 ديسمبر 2011، والثانية في 29 فيفري 2012 بقيمة 1000 مليار يورو؛

◀ في سبتمبر 2012، أعلن البنك المركزي الأوروبي عن برنامج "التعاملات النقدية المباشرة"، وهو برنامج لشراء غير محدود في السوق الثانوية للسندات السيادية للدول التي تعاني من صعوبات مالية، ويخص فقط السندات السيادية ذات الاستحقاق من سنة إلى 3 سنوات.

وهكذا عمل البنك المركزي الأوروبي على الحد من تداعيات أزمة الديون السيادية لبعض الدول في منطقة اليورو، مع احترام شرط أن لا يقوم بتمويل الدين السيادي مباشرة.

4. الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة اليورو في ظل أزمة الديون السيادية:

لقد كان لتداعيات أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو أثرا كبيرا على المتغيرات الاقتصادية الكلية للدول الأعضاء بالأخص على الاستثمار الأجنبي المباشر، لكن بعد برامج وسياسات مواجهة الأزمة هل تم استقطاب استثمارات وتدفقات جديدة؟

1.4 تداعيات أزمة الديون السيادية على الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة اليورو:

ألقت أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو بتداعياتها على الاستثمار الأجنبي المباشر فتدفقاته تختلف من سنة إلى أخرى وذلك استجابة للتطورات الاقتصادية في حالة الانتعاش والركود الاقتصادي، والشكل الموالي يوضح لنا تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة اليورو قبل وأثناء الأزمة:

الشكل 1: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد في منطقة اليورو خلال الفترة 2004-2016.

الوحدة: مليار دولار



المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على احصائيات الأونكتاد: <http://unctadstat.unctad.org>

من خلال الشكل رقم (1) نلاحظ أن حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة لمنطقة اليورو شهدت نموا معتبرا متواصلا تماشيا مع النمو الاقتصادي الذي شهدته المنطقة بعد إصدار اليورو لغاية عام 2007 أين سجلت أعلى مستوى لها لم يتم تحقيقه بعد ذلك بقيمة 556,11 مليار دولار.

لكن في عام 2008 عرف الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد انخفاضا حادا نتيجة الانكماش الاقتصادي العالمي جراء الأزمة المالية العالمية حيث سجلت التدفقات تراجعاً كبيراً بنسبة 75.5% مقارنة بعام 2007.

بداية من عام 2009 بدأ حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر يعرف تزايداً بطيئاً بسبب الأداء الاقتصادي الضعيف لدول منطقة اليورو الذي يمكن إرجاعه إلى بداية أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو التي بدأت شرارتها باليونان.

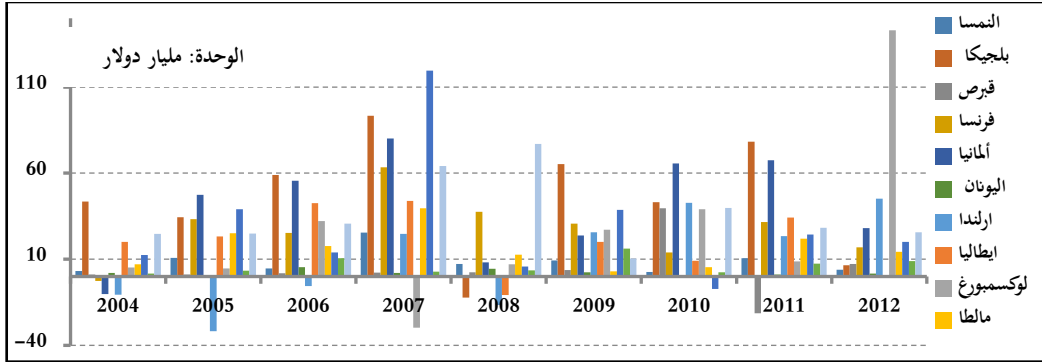
واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة اليورو في ظل سياسات وبرامج احتواء أزمة الديون السيادية خلال الفترة
2010-2016

في عام 2012 عرفت أحجام تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تدهورا آخر بعد انتشار أزمة الديون السيادية في العديد من الدول الأعضاء في منطقة اليورو وعدم استقرار الوضع الاقتصادي والأداء الضعيف للأسواق المالية ما ولد أزمة ثقة أدت إلى تراجع رغبة وقدرة الشركات المتعددة الجنسيات على التوسع في المنطقة، فأزمة الديون السيادية أثرت على المناخ الاستثماري في المنطقة حيث تم تسجيل تراجع حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بنسبة 40.4% في الفترة الممتدة بين عام 2012 وعام 2014، وهذا يرجع إلى الإجراءات التي اتخذت في منطقة اليورو والسياسات المالية التشفية المتبعة والتي أثرت على الاقتصاد الحقيقي.

2.4 تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول الأعضاء لمنطقة اليورو:

عرفت تدفقات الاستثمار الأجنبي اختلافا من دولة إلى أخرى في منطقة اليورو قبل وأثناء الأزمة حسب توفر المناخ الاستثماري الملائم، إضافة إلى التطورات الاقتصادية في المنطقة فتزايد وتسحب الاستثمارات الأجنبية في فترات النمو الاقتصادي والركود، والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل 2: تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى دول منطقة اليورو خلال الفترة 2004-2012.



المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على احصائيات الأونكتاد: <http://unctadstat.unctad.org>

نلاحظ من خلال الشكل (2) أن الدول الأكثر استقطابا للاستثمار الأجنبي المباشر هي كل من بلجيكا وفرنسا وألمانيا فالجزء الأكبر من حجم التدفقات كان من نصيبها سواء قبل الأزميتين المالية العالمية والديون السيادية أو أثناءها حيث سجلت بلجيكا خلال الفترة 2004-2007 حوالي 2302,34 مليار

دولار وبعدها فرنسا بحوالي 119,48 مليار دولار تليها ألمانيا بحوالي 173,12 مليار دولار، لكن مع ظهور الأزمة المالية العالمية التي أدت إلى عدم الاستقرار الاقتصادي العالمي وضعف الطلب العالمي أدى إلى تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 2008-2009 مقارنة بالفترة 2004-2007 بنسبة 76.9% في بلجيكا و42.8% في فرنسا و81.5% في ألمانيا وهذا تماشيا مع الركود الاقتصادي الذي ميز تلك الفترة. في عام 2010 استمر حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في الانخفاض في كل من بلجيكا وفرنسا إلى 43,23 و13,89 مليار دولار على التوالي، بينما ألمانيا سجلت ارتفاعا في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وصل إلى 65,64 مليار دولار لصلابة الاقتصاد الألماني وجاذبيته للاستثمار مقارنة بالدول الأعضاء الأخرى، لكن مع انتشار أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو نشأت حالة من القلق وتنامي المخاوف من حدوث كساد اقتصادي جديد على غرار عام 2008، لذلك عرفت تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد تراجعاً في عامي 2011-2012 نتيجة تراجع كل من الناتج الداخلي الإجمالي والمتغيرات الاقتصادية الكلية وهو ما أثر على جاذبية المناخ الاستثماري في كل بلجيكا وفرنسا وألمانيا مسجلين انخفاضا بنسبة 91.6% و46.3% و58.3% على التوالي.

أما كل من البرتغال، إيرلندا، إيطاليا، اليونان، اسبانيا وقبرص فمع تفاقم ديونها السيادية ووصولها لمستويات حرجة مع عجز مالي غير مسبوق، إضافة إلى صعوبة حصولها على التمويل من الأسواق المالية في ظل التوقعات والشكوك السائدة حول مدى قدرتها على سداد ديونها عند الإستحقاق، فقد سجلت تراجعاً كبيراً في حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد نتيجة فقدانها لثقة المستثمرين وسحب الاستثمارات الأجنبية منها، وقد بينت أزمة الديون السيادية مدى ضعف اقتصاديات هذه الدول المتعثرة، حيث استفادت في الأول من انضمامها لمنطقة اليورو في جذب المستثمرين الأجانب نتيجة انخفاض أسعار الفائدة وبالتالي إطلاق مشاريع استثمارية ضخمة فإسبانيا احتلت الصدارة في دول الجنوب في جذب الاستثمار الأجنبي مسجلة خلال الفترة 2004-2007 حوالي 144,84 مليار دولار متبوعة بإيطاليا بحوالي 129,84 مليار دولار ثم البرتغال بحوالي 18,72 مليار دولار لتحتل قبرص المركز قبل الأخير في هذه المجموعة بحوالي 6,31 مليار دولار، وفي المركز الأخير إيرلندا أين سجلت تدفقات سالبة للاستثمار نتيجة تصفية

واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة اليورو في ظل سياسات وبرامج احتواء أزمة الديون السيادية خلال الفترة
2010-2016

الاستثمارات من عام 2004 إلى غاية 2006 لتحقق تحسنا في عام 2007 مسجلة حوالي 24,7 مليار دولار.

مع بداية الأزمة المالية العالمية لعام 2008 عرفت اسبانيا ارتفاعا في تدفق الاستثمار الأجنبي بنسبة 19.8% مقارنة بعام 2007، لتعرف انخفاضا كبيرا في عام 2009 بحوالي 86.4% بعد تأثرها بالأزمة المالية العالمية وارتفاع نسبة الديون السيادية ما أثر على مناخها الاستثماري، أما إيرلندا فقد سجلت في عام 2008 تدفقا سلبيا للاستثمار الاجنبي المباشر لتأثرها بالأزمة المالية العالمية لكن سرعان ما عرفت تحسنا ابتداء من عام 2009 استمر في السنوات الموالية.

أما بالنسبة لليونان بدأ تدفق الاستثمار الأجنبي في الإنخفاض ابتداء من عام 2009 ليصل في عام 2010 إلى أدنى مستوى له منذ الإنضمام لمنطقة اليورو مسجلا ما قيمته 0,32 مليار دولار، وهذا نتيجة أزمة الديون السيادية التي خلفت مؤشرات سلبية للاقتصاد وتخفيض التصنيف الائتماني للدين الحكومي وهذا ما انعكس سلبا على المناخ الاستثماري لليونان.

أما البرتغال فقد عرفت نموا في تدفق الاستثمار الأجنبي في عام 2008 بنسبة 19.8% مقارنة بعام 2007، لكن سرعان ما سجلت انخفاضا بنسبة 54.4% نتيجة التأثير بأزمة الديون السيادية والركود الذي عرفه اقتصاد البرتغال ومنطقة اليورو ككل، لكن ابتداء من عام 2010 سجل ارتفاعا متواصلا.

أما إيطاليا من أكبر المتأثرين بالأزمة المالية العالمية حيث سجلت تدفقات سالبة للاستثمار في عام 2008 بقيمة -10,83 مليار دولار نتيجة تصفية الاستثمارات بعد الركود الذي عرفه الاقتصاد الإيطالي، ليتحسن حجم تدفقات الاستثمار الوارد من عام 2009 إلى غاية 2011 ليصل 34,32 مليار دولار، ولكن في عام 2012 انخفض بنسبة كبيرة جدا 99.7% مقارنة بعام 2011 تماشيا مع الوضع الاقتصادي الذي مس منطقة اليورو.

أما قبرص التي تعتبر من أضعف الدول استقطابا للاستثمارات الأجنبية في منطقة جنوب أوروبا، فمنذ انضمامها لمنطقة اليورو في عام 2008 حققت نموا متزايدا في حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر

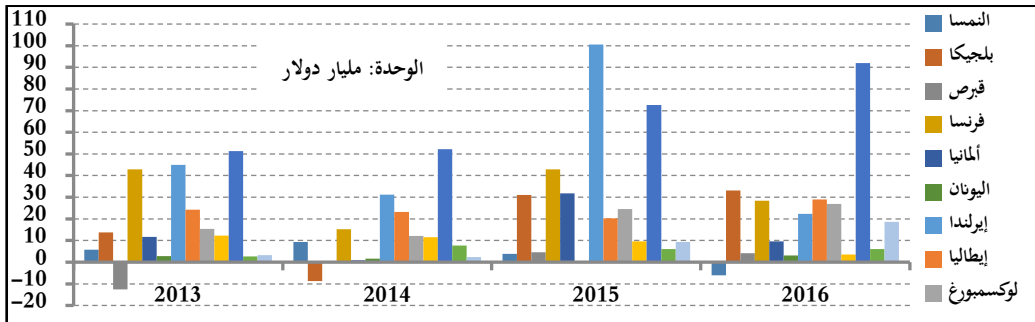
إلى غاية عام 2010 من 2,44 مليار دولار إلى 39,6 مليار دولار، لكن في عام 2011 سجلت تدفقا سالبا بقيمة -21,41 مليار دولار متأثرة بأزمة الديون السيادية في اليونان، ثم في عام 2012 تحسن حجم التدفقات إلى 7,34 مليار دولار، لكن مع إعلان قبرص عن عجزها عن سداد ديونها وطلب المساعدة المالية في بداية عام 2013 سجلت تدفقا سلبيا وتصفية الاستثمارات بقيمة -12,57 مليار دولار تماشيا مع الوضع الاقتصادي في البلد.

في الأخير أزمة الديون السيادية التي مست دول جنوب منطقة اليورو انعكست سلبا على مناخها الاستثماري ما جعل المستثمرين يتجهون إلى مناطق أخرى أكثر استقرارا سواء في منطقة اليورو أو دول أخرى خارج الاتحاد الأوروبي.

3.4 أثر إجراءات حل الأزمة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد في منطقة اليورو:

إن الخطوات التي اتخذت في منطقة اليورو من أجل حل أزمة الديون السيادية من خلال اتباع سياسات نقدية توسعية وسياسات التيسير الكمي إضافة إلى برامج الإنقاذ المالي وسياسات تقشفية إجبارية على الدول المتعثرة التي قامت بتطبيق مختلف شروط المساعدات وإعادة تنظيم اقتصاداتها وتحقيق بعض الأهداف المسطرة جعل المنطقة تعرف بعض الانتعاش بداية من عام 2014 (حسب الشكل رقم (1)) حيث عرفت أحجام تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة نموًا بنسبة 85.7% في عام 2015، وهذا راجع إلى عودة بعض الاستقرار الاقتصادي لمعظم الدول الأعضاء ما سهل من استقطاب المستثمرين الأجانب من داخل أو خارج منطقة اليورو. والشكل الموالي يوضح تدفقات كل عضو في منطقة اليورو:

الشكل 3: تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى دول منطقة اليورو خلال الفترة 2013-2016.



المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على احصائيات الأونكتاد: <http://unctadstat.unctad.org>

واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة اليورو في ظل سياسات وبرامج احتواء أزمة الديون السيادية خلال الفترة
2010-2016

نلاحظ من خلال الشكل رقم (3) أن هولندا في عام 2014، 2013، و2016 احتلت الصدارة في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر حيث تمثل 20.6%، 26.3% و30.8% على التوالي من حجم تدفق الاستثمار الأجنبي لمنطقة اليورو، تليها إيرلندا فبعد برنامج المساعدة الذي تحصلت عليه من أجل تصحيح وضعها المالي استطاعت أن تحقق مستوى من الانتعاش الاقتصادي ساعد على جلب المستثمرين الأجانب واستعادة ثقتهم، حيث احتلت الصدارة في عام 2015 مسجلة ما قيمته 100,54 مليار دولار حيث حققت نموا قدره 123% خلال الفترة 2013-2015.

بينما فرنسا وألمانيا سجلتا انخفاضا في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في 2014 بنسبة 64.5% و92.4% على التوالي مقارنة بعام 2013، لكن في عام 2015 سجلتا نموا كبيرا بنسبة 182.2% و3447% على التوالي، ثم في عام 2016 سجلتا انخفاضا في حجم التدفقات مقارنة بالسنة السابقة بنسبة 33.88% و69.96% على التوالي.

أما بلجيكا فبعدما كانت تحتل الصدارة في استقطاب المستثمرين الأجانب عرفت تدفقا سلبا في عام 2014 قدر -8,7 مليار دولار، ليعاود الارتفاع في عامي 2015 و2016 لتسجل تدفقا قدره 33,1 مليار دولار.

أما بالنسبة للدول التي تحصلت على المساعدات المالية شهدت التطورات التالية:

إسبانيا: عرفت انخفاضا في حجم الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 2013-2015 مسجلة نسبة انخفاض قدرها 71.9%، لكن في عام 2016 سجلت نموا قدره 101.8% مقارنة بعام 2015.

البرتغال: عرفت ارتفاعا متواصلا في حجم الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 2013-2016 مسجلة نسبة نمو قدرها 127%، ما يعكس مدى ايجابية الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها لاحتواء الأزمة ما ساهم في عودة بعض الانتعاش وإعادة جذب المستثمرين الأجبيين.

اليونان: عرفت انخفاضا متواصلا في حجم الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 2013-2015 من 2,81 مليار دولار إلى غاية تسجيل تدفقات سالبة قدرها -0,28 مليار دولار أي تصفية الاستثمارات وهذا نتيجة

تزايد المخاوف من العجز عن الوفاء بالتزامات الديون بعد حصول اليونان على مساعدة مالية ثالثة في عام 2015 ما انعكس سلباً على المؤشرات الاقتصادية وهذا كله أثر على المناخ الاستثماري، لتحقيق بعد ذلك في 2016 تدفقاً للاستثمارات الأجنبية المباشرة بقيمة 3,12 مليار دولار.

قبرص: بعد حصولها على المساعدة المالية عرف حجم تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر تزايداً مستمراً بعد أن عرفت تصفية للاستثمارات في عام 2013 بقيمة 12,57 مليار دولار لتسجل تدفقاً قدره 4,13 مليار دولار في عام 2016.

من خلال ما سبق فإن برامج الإنقاذ وسياسات احتواء أزمة الديون السيادية ساهمت بشكل أو بآخر في عودة ثقة المستثمرين الأجانب في المناخ الاستثماري استجابة للتطورات الاقتصادية التي شهدتها منطقة اليورو وعودة الانتعاش ما أدى إلى تدفق رؤوس الأموال في شكل استثمارات أجنبية مباشرة إلى الدول الأعضاء في المنطقة سواء دول الجنوب أو دول الشمال، وهذا ما ينفي الفرضية المطروحة.

5. خاتمة:

شكلت أزمة الديون السيادية الأوروبية تحدياً للمنظومة الاقتصادية والمالية لمنطقة اليورو، التي كان لها تأثيراً كبيراً على المتغيرات الاقتصادية الكلية، ما ساهم في تراجع حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد لمنطقة اليورو بمعدلات كبيرة.

لاحتواء الأزمة والحد من الاضطرابات المالية وتأثيرها المعاكس على النشاط الاقتصادي لمنطقة اليورو، طرح الإتحاد الأوروبي مجموعة من البرامج والسياسات واتخاذ تدابير وقائية من خلال إنشاء صندوق الاستقرار المالي الأوروبي المؤقت وآلية الاستقرار الأوروبية الدائمة كأجهزة لحل مشاكل الدول الأعضاء التي تعاني من صعوبات اقتصادية من خلال تقديم مساعدات مالية مقابل الالتزام بسياسة تقشفية، إضافة إلى قيام البنك المركزي الأوروبي بتبني مجموعة من الإجراءات لإدارة الأزمة بالإعتماد على السياسة النقدية التوسعية وسياسة التيسير الكمي، كل هذا كان له الأثر الإيجابي في عودة استقطاب الاستثمارات الأجنبية في دول منطقة اليورو بدرجات متفاوتة.

من خلال ما تقدم في دراستنا هذه تم التوصل للنتائج التالية:

واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة اليورو في ظل سياسات وبرامج احتواء أزمة الديون السيادية خلال الفترة
2010-2016

- إن أزمة منطقة اليورو كانت نتيجة نقائص وعيوب في بناء وتصميم الإتحاد النقدي وسوء الإدارة مع السياسات المالية المتهورة لبعض بلدان منطقة اليورو.
- تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008 أدت إلى تدهور المالية العامة لمنطقة اليورو، ما أدى إلى عدم صمود بعض الدول الأعضاء والإعلان عن عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.
- إن عدم تجانس دول الإتحاد أدى إلى ظهور الإختلال في منطقة اليورو فمع غياب الإصلاحات الهيكلية جعلها تستغل سهولة حصولها على القروض بأسعار فائدة منخفضة نتيجة عضويتها بمنطقة اليورو من أجل الإنفاق العام هذا ما أدى إلى النمو المستمر في نسبة العجز العام والدين العام.
- إن ارتفاع معدلات الفائدة على السندات الأوروبية جعل بعض الدول الأعضاء (اليونان، البرتغال، إسبانيا، إيرلندا، قبرص) تجد صعوبة في إيجاد مقرضين من أجل تمويل احتياجاتها اللازمة وإعادة التمويل، ما أدى إلى عجزها عن تسديد ديونها واللجوء إلى طلب مساعدات مالية.
- محاولة لاحتواء أزمة الديون السيادية الأوروبية تم إنشاء صندوق الإستقرار المالي الأوروبي بشكل مؤقت وتم تعويضه بألية الإستقرار الأوروبية، مع التزام الدول المتعثرة بتطبيق سياسات تقشفية صارمة مقابل المساعدات المالية.
- مساهمة البنك المركزي الأوروبي في التخفيف من التداعيات السلبية لأزمة الديون السيادية مع احترام شرط ألا يقوم بتمويل الدين السيادي مباشرة، حيث اتخذ سلسلة من التدابير الرامية إلى الحد من التقلب في الأسواق المالية وتحسين السيولة بالاعتماد على السياسة النقدية التوسعية وسياسة التيسير الكمي من خلال شراء أوراق مالية قصيرة وطويلة الأجل للدول الأعضاء المتعثرة.
- إن أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو كان لها تداعيات عديدة مست أغلب اقتصاديات الدول الأعضاء وبدرجات متفاوتة الشدة، وانعكست سلبا على مؤشرات الاقتصاد الكلي مسجلة حالة ركود طويلة الأمد، وبدوره تأثر الاستثمار الأجنبي المباشر من جراء هذه الأزمة.
- ضعف دول المنطقة في استقطاب استثمارات أجنبية مباشرة تسعى من خلالها إلى تحقيق أهداف اقتصادية

عجزت الموارد المحلية عن تحقيقها في بداية أزمة الديون السيادية، الأمر الذي جعلها تلجأ إلى التمويل الخارجي وبتكاليف مرتفعة ما زاد من تأزم الوضع المالي لهذه الدول.

- شهدت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر انخفاضاً معتبراً خلال سنوات الأزمة نتيجة التطورات التي مست منطقة اليورو من انخفاض في معدلات النمو الاقتصادي ومعدلات البطالة والتضخم.

- حالة عدم التأكد وزيادة الشكوك حول الوضع المالي لبعض الدول الأعضاء في منطقة اليورو ساهم في تشويه المناخ الاستثماري للمنطقة.

- ابتداءً من عام 2014 استرجعت منطقة اليورو بعضاً من عافيتها عقب الصدمة القوية من أزمة الديون السيادية فبعد الخطط الضخمة والإجراءات الضرورية لاحتوائها أدى إلى عودة الاستقرار الاقتصادي لمعظم الدول الأعضاء ما سهل من استقطاب المستثمرين الأجانب من داخل أو خارج منطقة اليورو واستعادة بعض من ثقتهم.

- عرفت أحجام تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة نسبة نحو قدرت بـ 37.11% خلال الفترة الممتدة بين عام 2014 و2016 على الرغم من أن الدول التي تحصلت على المساعدات المالية (إسبانيا، البرتغال، قبرص) استقطبت استثمارات بمعدلات ضعيفة مقارنة مع دول الشمال كبلجيكا، ألمانيا وفرنسا التي تحتل الصدارة. أما اليونان فمازالت تتخبط من تداعيات الديون والعجز العام ما أثر على مناخها الاستثماري.

- على الرغم من تضرر اقتصاد منطقة اليورو بأزمة الديون السيادية إلا أنها لازالت من بين أهم متصدري عدد مشاريع الاستثمار الأجنبي الوارد.

6. قائمة المراجع:

Agrawal, A. (2011, 06 08). *Greece Crisis – What are the Options?* Retrieved 06 26, 2017, from STCI Primary Dealer Ltd: <http://www.stcipd.com/UserFiles/File/Greece%20Crisis%20%20What%20are%20the%20Options.pdf>

Anand, R., Gupta, G., & Dash, R. (2012, 01). *The euro zone crisis: Its dimensions and implications*. Consulté le 05 19, 2017, sur http://finmin.nic.in/workingpaper/euro_zone_crisis.pdf

Bénassy-Quéré, A. (2011). *Zone euro : la crise après la crise*. Consulté le 05

- 04, 2017, sur http://www.cepii.fr/PDF_PUB/em/2012/2012ch2.pdf
- Christian Bordes. (s.d.). *La Banque Centrale Européenne en action au cours de la crise*. Consulté le 02 21, 2017, sur Centre d'économie de la Sorbonne, LA REVUE DU FINANCIER: <http://www.cybel.fr/html/Communaute/rdf/197-4.pdf>
- Coriat, B., & Lantenois, C. (2011, 07 15). *L'imbroglie grec: La dette souveraine grecque prise au piège de la zone euro*. Consulté le 09 03, 2017, sur Les économistes atterrés: <http://www.atterres.org/sites/default/files/L%27imbroglie%20grec.pdf>
- ESM and EFSF investor presentation. (2013, 05 14). Retrieved 05 16, 2017, from <http://www.efsf.europa.eu/attachments/EFMF%20ESM%20Investor%20presentation%2014052013.pdf>
- Eurogroup statement. (2012, 02 21). Retrieved 03 23, 2017, from http://www.consilium.europa.eu/media/1440478/statement_on_greece_21_february_201.pdf
- European Commission. (2013, 05). *The Economic Adjustment Program for Cyprus*. Retrieved 06 11, 2017, from <http://www.esm.europa.eu/pdf/The%20Economic%20Adjustment%20Programme%20for%20Cyprus.pdf>
- European Financial Stability Facility. (2013). Retrieved 10 02, 2013, from <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>
- European Financial Stability Facility. (2013, 02 21). Retrieved 02 22, 2013, from http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf
- European Stability Mechanism. (2013, 05 16). *FAQ – Financial assistance for Cyprus*. Consulté le 06 22, 2017, sur <http://www.esm.europa.eu/pdf/FAQ%20Cyprus%2016052013.pdf>
- European Stability Mechanism. (2016). Consulté le 04 30, 2017, sur <http://www.esm.europa.eu/>
- Harrington, C. (2011, 04). *The Spanish Financial Crisis*. Retrieved 01 06, 2017, from The University of Iowa College of Law: <http://blogs.law.uiowa.edu/ebook/sites/default/files/BP.Spanish>

Financial Crisis.pdf

- Hofrichter, S. (2012, 08). *Crise de la dette de la zone euro: L'Union Economique et Monétaire -Vers un effondrement ou une intégration renforcée de la zone euro?* Consulté le 03 26, 2017, sur Allianz Global Investors, France: http://www.allianzgi.fr/uploads/tx_agfpublishations/EMU_22082012.pdf
- Humbert, J.-F. (2011, 01 19). *Rapport d'information fait au nom de la commission des affaires européennes sur la crise économique et financière au Portugal.* Consulté le 04 30, 2017, sur SÉNAT, France: <http://www.senat.fr/rap/r10-249/r10-2491.pdf>
- Messiha, J., Moschetto, B.-L., & Teulon, F. (2013, 12). *Pouvait-on éteindre la crise financière chypriote sans affaiblir durablement l'europe ?* Consulté le 03 21, 2017, sur revue d'économie financière, Association d'économie financière, France: <https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/112-les-systemes-bancaires-europeens/197-pouvait-on-eteindre-la-crise-financiere-chypriote-sans-affaiblir-durablement-l-europe>
- Sauernheimer, K. (2011, 04). *GREECE: bail-out packages, current account and foreign debt.* Retrieved 06 16, 2017, from CESifo Group Munich: <http://www.cesifo-group.de/ifoHome/CESifo-Group.html>
- Stancil, B. (2010). *IRELAND: From Bubble to Broke, Paradigm Lost "The Euro in Crisis"*. Consulté le 01 03, 2017, sur Carnegie Endowment for International Peace, Washington: http://carnegieendowment.org/files/Paradigm_Lost2.pdf