



اتحاد شركات الاستثمار
UNION OF INVESTMENT COMPANIES

التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد

إعداد

د. حسن الحاج
مستشار اقتصادي



اتحاد شركات الاستثمار
UNION OF INVESTMENT COMPANIES

التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد

إعداد
د. حسن الحاج
مستشار اقتصادي

سبتمبر ٢٠١٨



المحتوى

5	كلمة الاتحاد
7	المقدمة
9	السياسة النقدية التوسعية
10	سياسة التيسير الكمي
12	الآثار الجانبية لسياسة التيسير الكمي
15	سياسة أسعار الفائدة السالبة
19	الخروج من سياسات التيسير الكمي وآثارها المحتملة
23	آثار هذه السياسات على البنوك
28	الخلاصة
32	المراجع



كلمة الاتحاد

استمراراً لدورنا التثقيفي والتوعوي نحو مجتمعنا، تقوم هذه الدراسة على توضيح أثر التغير في سعر الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد في فترات زمنية متغيرة، وهي أداة هامة من أدوات السياسات النقدية.

وقد تناولت الدراسة السياسة النقدية التوسعية التقليدية وكذلك السياسة النقدية غير التقليدية، مثل سياسة التيسير الكمي وأثرها على الاقتصاد.

كما تناولت سياسة أسعار الفائدة السالبة بالإضافة الى إشكاليات الخروج من سياسة التيسير الكمي والعودة بأسعار الفائدة الى مستوياتها الطبيعية.

وفي ختام الدراسة تم تناول تأثير هذه السياسات على الجهاز المصرفي. بالإضافة الى ابراز تطورات معدلات التضخم والبطالة والشروط التي تحكم دول مجلس التعاون في اتباع السياسة النقدية.



المقدمة

في أعقاب الازمة المالية التي ضربت العالم في عام ٢٠٠٨ اتجهت معظم البنوك المركزية في دول العالم نحو الاعتماد بشكل كبير على اتخاذ آليات السياسة النقدية للخروج من تلك الازمة. ويعود ذلك الى انه لم يكن في مقدرة أغلبية الدول المتقدمة استخدام اليات السياسات المالية حيث كانت تعاني من اختلالات في موازنتها المالية ومثقلة بتراكم الديون المحلية والخارجية وبالتالي كان لزاما عليها التوجه نحو السياسات النقدية للتعافي من الازمة ودفع وتيرة النمو الاقتصادي.

يهدف هذا التقرير الى تسليط الضوء على أثر تحركات اسعار الفائدة، في كل من المدى القصير والطويل، والتي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة كأداة هامة من ادوات السياسات النقدية لدفع وتحفيز نمو الاقتصاد العالمي وذلك للخروج به من الركود والتعثر الذي أحدثته الازمة المالية العالمية.

تم التركيز في الجزء الاول من التقرير على السياسة النقدية التوسعية التقليدية التي اتخذتها البنوك المركزية مباشرة بعد الازمة، وذلك من خلال تخفيض اسعار الفائدة لتشجيع الاستثمار ومكافحة صدمة الركود. وتناول الجزء الثاني سياسة التيسير الكمي وآثارها على الاقتصاد، وهي سياسة نقدية غير تقليدية طبقتها البنوك المركزية بوصفها الاختيار الوحيد متاح عندما بلغت اسعار الفائدة الصفر او اقتربت منه لفترة امتدت طويلا. أما الجزء الثالث فقد سلط الضوء على سياسة اسعار الفائدة السالبة لبعض

البنوك المركزية، بعد اقتناعها بأن الفائدة المنخفضة قد أدت إلى تعافي النمو وإنعاش الاقتصاد. وبحث الجزء الرابع اشكالية الخروج من سياسة التيسير الكمي والعودة بأسعار الفائدة إلى مستوياتها الطبيعية. أما الجزء الخامس من التقرير فقد بين آثار كل هذه السياسات على البنوك المركزية والجهاز المصرفي.

وفي الختام أبرز التقرير تطورات التضخم والبطالة بحكم أن مستوياتها تحدد تحرك أسعار الفائدة، كما وضع العوامل والشروط التي تحكم دول مجلس التعاون في اتباع السياسة النقدية التي يتخذها بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.



١. السياسة النقدية التوسعية

منذ اندلاع الازمة المالية العالمية وحتى الآن ، تتحمل السياسة النقدية التي تقوم بها البنوك المركزية قدرا كبيرا من الابعاء مثل دعم الطلب الكلي وتعزيز النمو ومنع الانكماش في الاقتصادات المتقدمة. ولم تستطع الحكومات استخدام السياسة المالية لمساعدة السياسة النقدية للخروج من الازمة وذلك لأنها كانت مقيدة بعجوزات كبيرة في موازنتها وارتفاعها في ديونها العامة، حتى ان العديد من الدول لجأت الى تنفيذ تدابير التقشف خلال الازمة لضمان استدامة هذا الدين، حيث كان عليها ضبط اوضاع ماليتها العامة واعادة هيكلة قطاعاتها المالية بما يحد من الضرر الذي قد يلحق بإمكانات النمو والطلب.

بوصفها الاختيار الوحيد المتاح عندما يتعلق الامر بالتحفيز الاقتصادي، اضطرت البنوك المركزية في اعقاب الازمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨ في المراحل الاولى الى اتخاذ سياسات نقدية تقليدية توسعية (Expansionary Monetary Policy)، باعتبارها السياسة الاكثر فاعلية، وذلك لكي تعمل على التخفيف من وطأة الازمة والانكماش الذي ضرب الاسواق المالية العالمية. وعادة ما تتطوي السياسة النقدية التوسعية التقليدية على شراء البنوك المركزية للسندات الحكومية قصيرة الاجل من اجل خفض أسعار الفائدة. ولقد قام مجلس الاحتياط الفيدرالي (البنك المركزي الامريكي) بتخفيض سعر الفائدة الرئيسي ثلاثة ارباع النقطة من ٤,٢٥٪ الى نحو ٣,٥٪ في أول عام ٢٠٠٨ ثم جرى التخفيض التدريجي الى أن بلغ ٢٪ في منتصف عام ٢٠٠٨. هذا وقد اتبعت الدول المتقدمة هذا النهج في سياسة خفض اسعار الفائدة بقيادة الولايات المتحدة، وذلك على املٍ بأن تفضي هذه السياسات الى اكتساب القدر

المعقول من الثقل الاقتصادي. واستمرت البنوك المركزية في السياسة النقدية التوسعية الى ان بدأت تؤدي الى قليل من الانتعاش في النمو واخراج بعض الاقتصادات المتقدمة من الركود وتراجع معدلات البطالة، ولكن ظل التضخم دون مستواه المستهدف، وبالتالي كان لزاما عليها الاستمرار في هذه السياسة. الا انه بعد ان تصل معدلات الفائدة الى الصفر أو تقترب منه تكون أدوات السياسة النقدية التوسعية التقليدية قد نفذت، وتصبح اداة الفائدة قصيرة الاجل غير فعالة وهذا ما يعرف بفخ السيولة «Liquidity Trap» حيث يصبح الطلب على النقود غير مرن للغاية وبالتالي لا بد من البحث عن أنواع اخرى من السياسة النقدية لتحريك الاقتصاد.

٢. سياسة التيسير الكمي

بناء على ما تقدم، كان لا بد من الاستمرار في سياسة تحفيز الاقتصادات باستخدام نوع آخر من السياسة النقدية، نسبة لان التعافي كان هشاً ووتيرة النمو بطيئة. ولذلك اتجهت البنوك المركزية الى سياسة التيسير الكمي Quantitative Easing، التي بدأتها الولايات المتحدة في عام ٢٠٠٩، والتي تهدف الى خفض اسعار الفائدة طويلة الاجل على السندات الحكومية وسندات القطاع الخاص، حيث تقوم البنوك المركزية بزيادة الاساس النقدي واستخدامه في شراء السندات الحكومية والخاصة طويلة الاجل من المصارف والمؤسسات المالية، من خلال عمليات السوق المفتوحة. ويفترض ان تستخدم هذه الزيادة في الاساس النقدي في عمليات الاقراض من قبل البنوك وذلك لزيادة الائتمان



للقطاع الخاص لكي تشجع الاستهلاك والاستثمار وزيادة التوظيف ومن ثم رفع مستويات الدخل والارباح وانخفاض قيمة العملة وزيادة الصادرات وخلق فرص عمل جديدة. وهو ما أدى بالفعل الى دعم النمو الاقتصادي ولكن بوتيرة بطيئة، ورفع مستويات التضخم قليلا والتي كانت تقل كثيرا عن ٢٪ (المستوى المستهدف من التضخم لأغلبية البنوك المركزية)، حيث من المعروف أن ميل التضخم نحو الانخفاض يرفع من احتمالات ان يواجه الاقتصاد مخاطر الانكماش السعري ذو الاثار السلبية على الاقتصاد منها: انخفاض الاستهلاك وبالتالي انخفاض نسبة الاستثمار وبالتالي انخفاض النمو.

لذا قررت البنوك المركزية، في البلدان المتقدمة، العزم في الماضي قدما في سياسة التيسير الكمي واعلنت عدم التوقف عنها حتى يتحقق هدفان رئيسيان: الاول وهو رفع معدلات التضخم حتى تصل او تفوق مستوى التضخم المستهدف وهو ٢٪، والهدف الثاني هو الوصول بمعدل البطالة الى المستوى الطبيعي وهو حوالي ٤٪ - ٥٪.

وفي الواقع لا ينكر أحد ان اجراءات هذه السياسات قد ادت الى نتائج ايجابية في الدول المتقدمة، خاصة الولايات المتحدة، التي تمكنت من تفادي الدخل في فترة طويلة من الركود وانكماش الاسعار، وبالفعل انخفضت البطالة وارتفعت معدلات التضخم قليلا حتى اصبحت قريبة من المستويات المستهدفة من قبل البنوك المركزية في كثير من البلدان وبالتالي تفادت خطر الانكماش السعري الذي لا يشجع على الانفاق والاستثمار، وهو الأمر الذي يبطئ من حركة النشاط الاقتصادي.

٣. الآثار الجانبية لسياسة التيسير الكمي

من الآثار الجانبية لسياسة التيسير الكمي، ان الجولات المتعاقبة من عمليات شراء الاصول قد ادت الى توسيع اصول الميزانية العمومية للبنوك المركزية بشكل كبير، والتي حذر المراقبين من ان يؤدي ذلك الى عدم استقرار مالي عالمي. هذا وقد ارتفعت ميزانية بنك الاحتياطي الفدرالي الامريكي الى مستويات قياسية بلغت ٤,٥ تريليون دولار مقارنة بنحو ٩٢٥ مليار دولار قبل الازمة.

وبمقارنة الميزانية العمومية للبنوك المركزية نسبة الى الناتج المحلي لكل بلد، فان البنك المركزي الياباني يأتي في المركز الاول حيث بلغت ميزانيته العمومية نحو ٩٤٪ من الناتج المحلي الاجمالي ويأتي في المرتبة الثانية البنك المركزي الاوروبي بميزانية حجمها ٣٩٪ من الناتج المحلي الاجمالي، في حين بلغت نسبة الميزانية العمومية الى الناتج المحلي الاجمالي ٢٣٪ في كل من بنك الاحتياطي الفدرالي الامريكي وبنك انجلترا.

وعندما بدأت الأخذ بسياسة التيسير الكمي لانعاش الاقتصاد كانت هناك توقعات بأن ترتفع مستويات التضخم وذلك بسبب الاموال التي ضختها البنوك المركزية لشراء الاصول، ولكن بالرغم من ذلك لم يرتفع التضخم بل كان هناك تخوفا من انكماش الاسعار، بسبب تراجع أسعار النفط، الا أنه في نهاية الامر ارتفع التضخم حتى اقترب في بعض البلدان من المستويات المستهدفة وبقي اقل منها في بعض البلدان الاخرى، وذلك نسبة لانخفاض الاجور وانخفاض معدلات الانتاجية والطاقة الانتاجية الفائضة، وبالتالي فان انخفاض التضخم هو الامر الذي ادى الى التأجيل والبطء في رفع



اسعار الفائدة في كثير من البلدان المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الامريكية.

كذلك من الآثار الجانبية لسياسة التيسير الكمي، ارتفاع اسعار الاصول في اسواق المال داخل البلدان المتقدمة بسبب انخفاض اسعار الفائدة التي أدت الى خروج كثير من المستثمرين نحو بلدان الاقتصادات النامية والأسواق الناشئة بحثاً عن عوائد مرتفعة. وكانت هناك مخاوف حقيقية بأن تلجأ بعض دول العالم خاصة الدول الناشئة والنامية، في محاولة منها للدفاع عن اسواق الاصول بها، الى وضع قيود على دخول رؤوس الاموال لتفادي التدفقات الضارة لرؤوس الاموال الساخنة الى أسواقها، بصفة خاصة الدولارية، حيث يمكن ان يتسبب ذلك في فقاعة اصول في تلك الدول.

كما ان برنامج التيسير الكمي ادى الى انخفاض قيمة العملات في الدول المتقدمة وهو الامر المتوقع ان يترتب عليه تغير واضح في الاوضاع النسبية للعملات العالمية، وهو ما ينعكس على القدرات التنافسية للبلدان الاخرى التي سوف ترتفع عملتها مقابل هذه العملات الرئيسية. فعلى سبيل المثال ادت خطة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الى تزايد الضغوط على اليوان نحو الارتفاع، وهو الامر الذي حاولت الصين جاهدة طوال السنوات السابقة ان تتجنبه، وذلك من خلال التدخل المكثف في سوق الصرف الاجنبي للحفاظ على اليوان عند اقل من قيمته الحقيقية. فمن خلال خطة التيسير الكمي تكون الولايات المتحدة تلقائياً قد رفعت من قيمة اليوان في مواجهة الدولار الضعيف، ومن ثم فإن ما كانت تطالب به الولايات المتحدة عن طريق التفاوض، اصبحت تحصل عليه من خلال سياسات التيسير الكمي وبالتالي وضع الصين امام

الامر الواقع. ومثل هذه الاوضاع يمكن ان تجر دول العالم في محاولة الدفاع عن مصالحها الى اتخاذ ردود افعال وقائية او انتقائية، تشكل الارضية اللازمة لانطلاق حرب بالعملات على نطاق واسع.

كذلك فان استمرار تراجع قيمة الدولار بصورة حادة في اسواق الصرف الاجنبي يضع الدول التي ترتبط عملاتها بالدولار مثل دول الخليج وكثير من الدول النامية في العالم في خطر. حيث ان تلك الدول مجبرة على ان تستورد السياسة النقدية لبنك الاحتياطي الفيدرالي الامريكي، والتي من الممكن ان تكون غير مناسبة لها نسبة لاختلاف الاوضاع الاقتصادية.

كما أن الدول النامية والناشئة تملك في الولايات المتحدة احتياطات ضخمة من الدولار وبالتالي فان تراجع الدولار واسعار الفائدة طويلة الاجل سيؤدي الى تحقيق اضرار على احتياطات هذه الدول وتراجع قيمتها، بينما نجد ان الخيارات المتاحة امامها للتعامل مع هذه المواقف محدودة جدا، حيث لا تستطيع للأسف ان تفعل شيئا في الاجل القصير، لان اي تحرك على نطاق واسع من جانبها للتخلص من احتياطاتها الدولارية يمكن ان يترتب عليه انخفاض كبير في قيمة الدولار تدفع ثمنه هي وليست الولايات المتحدة.

وفي يناير ٢٠١٤ أعلن مجلس الاحتياطي الفيدرالي تخفيض حجم شراء السندات المعروف بالتيسير الكمي تمهيدا لعكس اتجاه السياسة النقدية التوسعية الأمريكية التي استندت الى معدلات الفائدة الصفرية واستهدفت انخفاض منحنى العائد طويل المدى من خلال قناة توازن المحافظ المالية (Portfolio Balance Channel) لتشجيع عمليات الاقراض لأغراض محددة،



ولقد استند الاقتراح على تحسن جوهري في أداء الاقتصاد الأمريكي على الرغم من استمرار معدلات التضخم عند مستوى اقل من المستهدف. غير ان الاعلان عن تخفيض شراء السندات لم يصاحبه ارتفاع في معدلات الفائدة مباشرة، ومن المتوقع ان تتراجع سندات الخزينة في ميزانية الاحتياطي الفدرالي الأمريكي الى مستويات تقارب ١,٥ ترليون دولار بحلول عام ٢٠٢١، وتراجع سندات الرهن العقاري الى دون ترليون دولار في نفس الفترة الزمنية. وتشير التوقعات انه بعد بدء تقليص ميزانية الاحتياطي الفدرالي ان اسعار الفائدة على المدى الطويل سترتفع بمقدار ٠,١٪ بشكل سنوي.

هذا ولقد أكد مجلس الاحتياطي الفيدرالي في ذلك الوقت على ان الفائدة الصفرية ستستمر وان عمليات رفع الفائدة سيتم بحذر شديد حتى لا تؤثر في مساعي التعافي للنشاط الاقتصادي. ولقد كان من الواضح ان ذلك عبارة عن تهيئة الاوضاع للخروج الآمن من سياسة التيسير الكمي.

٤. سياسة أسعار الفائدة السالبة

في حقيقة الأمر رحبت الاسواق بشكل عام بكل تحرك قامت به البنوك المركزية لتيسير السياسة النقدية منذ بداية الازمة المالية في عام ٢٠٠٨ سواء كانت تقليدية او غير تقليدية حتى وصلت بأسعار الفائدة الى الصفر (Zero Lower Bound). الا ان البنوك المركزية في بعض الدول وصلت بالسياسات النقدية غير التقليدية الى ابعد من ذلك، وهو تبني اسعار الفائدة السالبة (Negative Interest Rate)، وتلك تعتبر نقطة تحول في عمل البنوك المركزية. وتعني ببساطة معدلات

الفائدة السالبة ان يقوم البنك المركزي بفرض فائدة على النقود المودعة من قبل البنوك التجارية كاحتياطي فائض (Excess Reserves) لديه بدلا من دفع فوائد على هذه الايداعات. هذا ولقد كانت الاهداف التي جعلت تلك البنوك تتبنى اجراءات سياسة الفائدة السالبة تختلف من دولة الى اخرى. ومن اولئك الدول التي استخدمت اسعار الفائدة السلبية كأداة غير تقليدية للسياسة النقدية اثناء الازمة المالية كانت السويد وذلك في عام ٢٠٠٩ و٢٠١٠، وحذت كل من الدنمارك وسويسرا نفس الخطوة في عام ٢٠١٢. وكانت اهدافها آنذاك هو وقف تدفق الاموال الداخلة اليها وهي اموال ساخنة (Hot Money) تبحث على الحصول على المكاسب السريعة من فروقات اسعار الفائدة، وهذا النوع من الاموال يؤدي الى عدم الاستقرار في السوق مما جعلها تقوم بهذا الاجراء لمنع تدفق هذه الاموال لديها.

ثم تبعتها بعد ذلك منطقة اليورو في اتخاذ قرار سياسة الفائدة السالبة في منتصف عام ٢٠١٤ وذلك عندما ادت سياسة التيسير الكمي الى تحسن في معدلات النمو وانخفاض البطالة بالرغم من أن تعافي النمو كان بطيئا، وللاستمرار في هذا التحسن ادخل البنك المركزي الاوروبي سياسة اسعار الفائدة السالبة حيز التنفيذ في بداية عام ٢٠١٦. الا ان اهدافه الرئيسية كانت مختلفة عن الدول السابقة وليس من ضمنها تعمد خفض قيمة العملة، بل كان هدفه على مستوى الاقتصاد الكلي وهو دفع البنوك التجارية لإقراض الاموال التي لديها بأسعار منخفضة مما يشجع المؤسسات والافراد على الاقتراض، وبالتالي زيادة الانفاق والطلب على المستوى الكلي ومن ثم رفع معدلات النمو والتضخم، والخروج من دوامة الانكماش، وخفض البطالة.



ولقد بدأت هذه السياسة تعطي ثمارها داخل اقتصاد منطقة اليورو مما أدى الى انخفاض تكاليف الاقتراض الى أدنى مستوياتها على الاطلاق في الربع الاول من عام ٢٠١٧. ونتيجة لذلك استمر النمو القوي في الاستهلاك والانخفاض في معدلات البطالة، فيما زادت خطط المشاريع الاستثمارية زيادة هائلة، وارتفعت وتيرة معدلات النمو الاقتصادي، كما ساعد في دفع هذا النمو قوة صافي الصادرات بسبب تراجع قيمة اليورو امام الدولار مما زاد من تنافسية الصادرات الاوروبية وخفض وارداتها. كذلك ساعد برنامج اسعار الفائدة السالبة بلدان منطقة اليورو على انخفاض خدمة ديونها خلال فترة البرنامج وبالتالي على استقرار ماليتها العامة. كما ساعد البرنامج المؤسسات ورجال الاعمال والأسر والافراد على الحصول على قروض مصرفية بكلفة أقل وزاد ذلك من حركة النشاط الاقتصادي، مما جعل منطقة اليورو تفكر في الخروج جديا من سياسة التيسير الكمي.

كانت اليابان ايضا من أواخر الدول التي استخدمت اسعار الفائدة السالبة، حيث فاجأ بنك اليابان في بداية عام ٢٠١٦ الاسواق العالمية باعتماده لأسعار فائدة سلبية للمرة الاولى في تاريخه، وكان الهدف من ذلك تحفيز النمو والخروج من الازعاج الاقتصادية المتدهورة. ولقد رأى كثير من الخبراء في الخطوة اليابانية السبيل الى تخفيض قيمة الين الياباني قبل حدوث تراجع اضافي في عملة الصين «اليوان» والتي تعتبر المنافس التجاري الرئيسي لليابان. ومن المتوقع ان تستمر اليابان في اتباع سياسة اسعار الفائدة السلبية حتى تتمكن من إنعاش الاقتصاد المحلي وتسارع وتيرة نموه. وذلك لأن من آثار اتخاذ معدلات الفائدة السالبة انخفاض قيمة العملة المحلية مما يؤدي الى زيادة تنافسياتها الخارجية،

ولكن ذلك سيكون على حساب شركائها في التجارة من الدول الاخرى. غير انه من المفترض ان تعزز هذه الخطوة من النظرة التفاؤلية حول مستقبل نمو الاقتصاد في اليابان من جانب قطاع الاعمال الخاص، والذي يعتبر أهم قطاع لانتقال تأثير معدل الفائدة السالبة للاقتصاد الحقيقي.

ولقد أدت هذه السياسة في اليابان بالفعل الى إنعاش الاستهلاك ورفع معدل النمو من نحو ٠,٩٪ في عام ٢٠١٦ الى ١,٧٪ في عام ٢٠١٧ وذلك نتيجة الى زيادة الصادرات. كما ارتفع معدل التضخم نحو ٠,٧٪ حيث من اهداف بنك اليابان تفادي الانكماش في الاسعار الذي كان يهدد البلاد. هذا التحسن في المؤشرات الاقتصادية لم تشهده اليابان منذ سنوات، حيث شهدت فترة طويلة من التباطؤ الاقتصادي.

وبالرغم من ان جميع سياسات التيسير الكمي بما فيها اسعار الفائدة السالبة قد ساعدت في تعزيز اسعار الاصول وتحقيق النمو الاقتصادي، الا إنها باتت الان اقرب الى بلوغ نهاية تأثيرها. ورأت كثير من الدول المتقدمة أنه ليس هناك حاجة الى الانتظار الى ان تنفذ ذخيرة البنوك المركزية من سياسات. كما اقتنع بعضها بأن الاستمرار في اسعار الفائدة المنخفضة والسالبة لفترة اطول من ذلك ربما يؤدي الى انتكاسة اقوى في الاسواق العالمية، حيث تخوفت هذه الدول من الارتفاع الذي حدث في اسعار الاصول، والذي وصفه بعض المراقبين بمرحلة الفقاعة، أي انها فاقت اسعارها الحقيقية والتي اذا انفجرت فربما تحدث ازمة مالية اخرى لا يحمد عقباها. هذا بالإضافة الى ان كل المؤشرات الاقتصادية والمالية الحالية قد اظهرت تحسنا غير مسبوق في نمو النشاط الاقتصادي العالمي وانتعاش التجارة الدولية، ومن المتوقع ان يعود



النمو الاقتصادي العالمي الى مستوى اقرب من المستويات التي كانت سائدة قبل الازمة المالية، الى نحو ٣,٦ ٪ في عام ٢٠١٧ والى ٣,٨ ٪ في عام ٢٠١٨. ولذلك فقد اتخذت الكثير من البلدان المتقدمة القرار بالخروج من سياسات التيسير الكمي.

٥. الخروج من سياسات التيسير الكمي وآثارها المحتملة

بدأ الانتعاش الدوري العالمي يزداد قوة منذ منتصف عام ٢٠١٦، وفي الوقت الراهن اخذ النشاط الاقتصادي العالمي يكسب زخما في تسارع النمو، كما اصبحت الاوضاع المالية أقوى عبر البلدان، وقد ساعد ذلك في تشجيع كل من مجلس الاحتياط الفيدرالي وبنك إنجلترا والبنك المركزي الاوروبي على الاقرار بأنه قد حان الوقت لاتخاذ سياسات تطبيع اسعار الفائدة (Interest Rate Normalization Policy) والابتعاد عن السياسات الاستثنائية للتيسير الكمي التي استخدمت لمواجهة الازمة، بعد ان ساعدت هذه السياسات في تعزيز اسعار الاصول ودفع النمو ولكن بدرجات متفاوتة عبر البلدان. كانت الولايات المتحدة الامريكية من اوائل الدول المتقدمة في الخروج من سياسة التيسير الكمي، ولقد وضعت لذلك برنامجا مسبقا أسمته «خطة ومبادئ سياسة التطبيع» حيث اعلنت لجنة السوق المفتوح الفيدرالية (FOMC) التابعة لمجلس الاحتياط الفيدرالي ان هناك مكونان لسياسة تطبيع الفائدة: الاول هو رفع النطاق المستهدف لمعدل الفائدة الرئيسي حتى المستويات الطبيعية، والثاني الانخفاض التدريجي لحيازات مجلس الاحتياط الفيدرالي

من السندات عبر الزمن، وتقرر اللجنة توقيت وسرعة رفع معدل الفائدة حتى الوصول الى المستويات الطبيعية.

وفي عام ٢٠١٤ اوقف مجلس الاحتياط الفدرالي شراء السندات، وهي اول خطوة نحو الخروج من برنامج التيسير الكمي، ولكنه واصل اعادة استثمار الاصول التي تمت آجالها. وفي اواخر عام ٢٠١٥ رفع مجلس الاحتياط الفدرالي اسعار الفائدة للمرة الاولى منذ الازمة المالية العالمية وبلغ معدل الفائدة نحو ٥,٠٪، وفي ديسمبر ٢٠١٦ تم رفعها مرة ثانية، حيث بلغ معدل الفائدة ٧٥,٠٪، وخلال العام ٢٠١٧ قام بنك الاحتياط الفيدرالي برفع سعر الفائدة ثلاث مرات (مارس، يونيو وديسمبر) بمعدل ٢٥ نقطة مئوية في كل منها حيث بلغ معدل الفائدة نحو ١,٥٠٪، وفي مارس ٢٠١٨ تم رفعها بمعدل ربع نقطة مئوية اخرى لتصل الى ١,٧٥٪.

كذلك قام بنك انجلترا المركزي برفع سعر الفائدة الرئيسي لأول مرة منذ عقد من الزمان الى نحو ٥,٠٪ في نوفمبر ٢٠١٧، حيث أعلن انه يتوقع أن لا تستدعي الحاجة سوى زيادات أخرى بوتيرة تدريجية وبشكل محدود خلال السنوات الثلاث القادمة. أما بالنسبة لبرنامج شراء سندات الشركات فلقد أبقاء البنك المركزي البريطاني عند مستوى ١٠ مليارات استرليني، كما ابقى مشتريات السندات الحكومية عند ٤٢٥ مليار استرليني، ولم يجري أية تخفيض عليها.

وبالنسبة للبنك المركزي الاوروبي فانه بدأ بالمرحلة الاولى من خطوات برنامج الخروج من التيسير الكمي وهي تخفيض مشتريات السندات من ٨٠ مليار يورو



الى نحو ٦٠ مليار يورو شهريا وذلك في ديسمبر ٢٠١٦، حيث من المفترض ان تنتهي تلك المشتريات تماما بحلول ديسمبر ٢٠١٧. وكان تبرير البنك المركزي الاوروبي نحو منهج الخروج التدريجي من سياسة التيسير الكمي من خلال تخفيض شراء السندات، هو قوة انتعاش اقتصاد منطقة اليورو وارتفاع الثقة وتسارع وتيرة النمو خلال ثلاث فصول متتالية مع ارتفاع ملحوظ في الانفاق والاستثمار. ومن الواضح ان البنك المركزي الاوروبي يعمل على ضمان استقرار مستوى الاسعار كشرط مسبق للاقتصاد ليتمكن من النمو على طريق متوازن يمكن الحفاظ عليه على المدى الطويل، وذلك هو المبدأ التوجيهي لجميع قرارات السياسة النقدية التي يتخذها، وعلى الرغم من ضغوط محافظي البنوك المركزية في ألمانيا وهولندا وفرنسا نحو الانتقال الى مرحلة رفع اسعار الفائدة.

أما من ناحية آثار الخروج من سياسات التيسير الكمي والاتجاه نحو تشديد السياسة النقدية من خلال رفع اسعار الفائدة، فان تأثير التغير في سعر الفائدة لا يظهر فوراً، فهو يؤثر على بعض المؤشرات الاقتصادية كمعدلات النمو والبطالة على المدى الطويل اما عن المؤشرات المالية والنقدية يكون التأثير على المدى القصير. فمن المعروف ان التأثير المباشر لرفع سعر الفائدة يرفع من كلفة الاقتراض فتتخفف الاعمال والاستثمارات ويقلل الافراد من الانفاق الاستهلاكي ويؤثر ذلك على معدل النمو الاقتصادي. وبالتالي يعني ذلك ان رفع الفائدة يؤدي الى كبح عمليات الاقتراض وبالتالي تقليل السيولة في السوق مما يؤدي الى خفض نسبة التضخم (اي ارتفاع مستوى الاسعار)، ولكن الانخفاض في النمو والتضخم لا يحدث في المدى القصير. لذلك اتجهت الولايات المتحدة أخيراً نحو تفعيل السياسة المالية، خاصة بعد تراجع مستويات العجز والديون،

وتخفيف سياسات التقشف، حيث أقرت الحكومة الامريكية مشروع خفض الضرائب على الشركات، بعد ان اصبحت هناك مساحة للسياسة المالية لتعزيز الطلب الكلي والنمو، كما ستقوم السياسة المالية في نفس الوقت بعملية اصلاح البنية التحتية التي لا تعمل فقط على زيادة الطلب الكلي، بل تساعد في زيادة العرض الكلي ايضا، بفضل دعمها للإنتاجية وكفاءة القطاع الخاص، وكل ذلك يدفع النشاط الاقتصادي نحو نمو مستدام.

أما التأثيرات غير المباشرة فان رفع سعر الفائدة يؤدي الى ارتفاع سعر صرف العملة المعنية مما يؤثر على اتجاه المستثمرين بالانتقال من اسواق الاصول كالأسهم والسندات وكذلك سوق السلع والخدمات الى اسواق العملات. وذلك لان رفع سعر الفائدة او خفضه يتناسب عكسيا مع سعر السندات والاوراق المالية، وبالتالي فان رفع سعر الفائدة في الولايات المتحدة يدفع بالمستثمرين الى الاتجاه نحو الدولار حيث يزداد الطلب عليه، مما يرفع من قوته مقابل العملات الاخرى، وبالتالي يؤثر على التجارة الدولية، حيث ترتبط كثيرا من السلع والخدمات بالدولار، ويستخدم الدولار في نحو ٩٥٪ من العقود التجارية على مستوى العالم، اي ما يقدر بنحو ٥ ترليون دولار يوميا، ويستخدم ٢ ترليون دولار في معاملات اسواق الصرف الاجنبي يوميا. وترتبط بعض الدول اسعار صرف عملاتها بالدولار، كما انه يمثل نسبة كبيرة في الدول التي تتخذ سلة من العملات لنظام سعر الصرف فيها، لذلك فان اي اضطراب في سعر الدولار يؤثر على اسعار تلك السلع والخدمات المرتبطة به وعلى تقييم العملات الاخرى مقابل الدولار.

كما ان من آثار رفع الفائدة الامريكية انه يزيد من اعباء ديون تلك الدول التي



سوف تقترض مستقبلا من امريكا نسبة لارتفاع تكلفة الاموال. كما ان ارتفاع الدولار نتيجة لارتفاع الفائدة الامريكية سوف يزيد قيمة الاموال المقترضة عما كان عليه سابقا، وكل ذلك ينعكس سلبا على الموازنات العامة والحسابات الجارية لتلك الدول. وكذلك على صعيد الاقتصادات المتقدمة كما في الاتحاد الاوروبي واليابان، يلاحظ ان رفع الفائدة الامريكية قد زاد من الفارق على العوائد المتحققة من الاستثمارات بسبب انخفاض قيمة سعر صرف العملات الرئيسية مقابل الدولار، وبالتالي هناك مخاوف على قدرة تحسن النمو الاقتصادي في تلك الدول، في الوقت الذي تحتاج الى استثمارات جديدة لرفع مستويات المعيشة وتقليل معدلات البطالة.

٦. آثار هذه السياسات على البنوك:

عندما تبنت البنوك المركزية في الدول المتقدمة، سياسات نقدية توسعية غير تقليدية على مدى السنوات الماضية، كان اول تأثير لهذه السياسات هو ارتفاع حجم الميزانيات العمومية (Balance Sheet) لتلك البنوك الى مستويات حادة وغير مسبوقه. ولقد تم ذلك من خلال شراء الاصول كالسندات والاوراق المالية لتخفيض معدل عائداتها طويلة المدى وضح السيولة في الاسواق. وبالتالي تصبح الاشكالية هي كيفية تخلص البنوك المركزية من هذا الكم الهائل من الاصول عندما تعكس سياساتها النقدية نحو التشدد من خلال رفع اسعار الفائدة.

وكذلك لقد اوضحت التوقعات بأن حدوث تشدد متزامن للسياسات النقدية

حول العالم في عام ٢٠١٨ تبدو منخفضة، وبالتالي ستظل وتيرة تطبيع السياسات (Rate Normalization Interest) أي عودة أسعار الفائدة الى معدلاتها الطبيعية متفاوتة بين منطقة واخرى. ويبدو ان مجلس الاحتياطي الفدرالي متقدم على نظرائه من البنوك المركزية في مجال تطبيع السياسات، ومن المرجح ان تتسع الفجوة بينه وبين بقية البنوك المركزية في العام المقبل. ولحل اشكالية خفض ميزانيته العمومية بدأ مجلس الاحتياطي الفيدرالي في اكتوبر ٢٠١٧ التقليل التدريجي لموازنته من خلال التوقف عن شراء السندات وبالتالي عدم اضافة اصول جديدة على الموازنة، وترك السندات الى وقت استحقاقها، واستلام قيمتها في تاريخ الاستحقاق وعدم القيام بإعادة الاستثمار مجدداً، ومن المتوقع ان تستمر هذه العملية تدريجياً خلال عام ٢٠١٨ وتؤدي الى انخفاض معتدل بنحو ١٤٠ مليار دولار في الميزانية العمومية لبنك الاحتياطي الفيدرالي. هذه العملية سوف تؤثر ايجابياً على اسعار الدولار الامريكي لان اسعار الفائدة ستتجه للارتفاع مستقبلاً مع العائد على الاستثمار في السندات أيضاً، الامر الذي يؤثر سلباً على تداول الذهب، علاوة على ذلك فإن خفض ميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي، قد تبرر المزيد من رفع اسعار الفائدة بوتيرة اسرع من المتوقع حالياً.

أما في جانب البنوك التجارية والمؤسسات المالية، فلقد تكونت لديها احتياطات زائدة ضخمة، وتدر عليها فائدة، ويتعين عليها الاحتفاظ بها لدى بنك الاحتياطي الفيدرالي، ولكنها تمثل ودائع بمساحات كبيرة في ميزانيات الجهاز المصرفي وهذا يكبح دورهم كوسيط في نقل الاموال للاقتصاد الحقيقي. وكذلك لجأت بنوك بعض الدول الى تنويع نشاطها في الخارج سعياً منها للوصول الى منافذ



أكثر ربحية، كما قامت بعضها بإقراض جزء من احتياطياتها الزائدة لشركات ومؤسسات كبيرة تعمل في الدول النامية والاقتصادات الناشئة، مما أحدث تدفقات وأموال إلى داخل هذه الدول أثرت على الاستثمارات وأسعار الأصول فيها لدرجة أن بعضها قام بإجراءات لضبط دخول هذه الأموال خوفاً من أن تعكس اتجاهها فجأة، وقد حدث هذا بالفعل في بعض الأسواق الناشئة عندما اتجهت الولايات المتحدة الأمريكية نحو تشديد السياسة النقدية ورفعت أسعار الفائدة. كما أن جزءاً من هذه الاحتياطيات الزائدة خرج يبحث عن فوائد وعائدات أعلى في دولٍ أخرى من خلال فروق أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات.

ومن آثار هذه السياسات على الجهاز المصرفي هي الضغوط التي تحدثها في جانب الربحية (profitability). فمن الملاحظ أن سياسات التيسير الكمي قد وصلت بأسعار الفائدة عند مستوى الصفر، مما أدى ذلك إلى انخفاض الهوامش في مستويات الفائدة بين الإقراض والاقتراض مما قلل من ربحية البنوك. وكذلك من جانب المستثمرين فإن الطلب على الائتمان قد انخفض نتيجة للضعف الاقتصادي السائد، وتقليل الطلب على الائتمان مما يؤدي إلى انخفاض الربحية في البنوك. ومن المتوقع عند الخروج من هذه السياسة والرجوع التدريجي نحو تطبيع الفوائد، أن تعود ربحية البنوك نحو الارتفاع نسبة لارتفاع هوامش الربحية، وكذلك تعود المنافسة بين البنوك مرة أخرى من خلال هذه الهوامش.

وبنفس السياق أثرت السياسات النقدية التيسيرية أيضاً على البنوك المركزية في دول الخليج، فقد كانت على نهج بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في

رفع وخفض أسعار الفائدة الرئيسية، وذلك بالرغم من ان الظروف الاقتصادية في هذه الدول مختلفة تماما عن تلك السائدة في الولايات المتحدة الأمريكية. وقد فعلت ذلك لارتباط نظم أسعار الصرف بالدولار وكذلك أسعار النفط المقوم بالدولار الأمريكي، وبالتالي تخوفت من عملية الدخول والخروج السريع للأموال المضاربة وما تحدثه من اضرار في الاقتصاد. كما ان بعض البنوك التجارية سحبت بعض اموالها من الدول المتقدمة ذات الفوائد المنخفضة واتجهت نحو الاقتصادات النامية والاسواق الناشئة على شكل محافظ مالية او استثمارات مباشرة. كما ان الكثير من هذه البنوك التجارية قد احتفظت بالكثير من ودائعها في البنوك المركزية المحلية على شكل سندات حكومية وادوات خزينة، حيث قل الطلب المحلي على التمويل بسبب انخفاض النشاط الاقتصادي المحلي، نتيجة لضعف الطلب العالمي، خاصة الطلب على النفط، وتدهور التجارة الدولية منذ الازمة المالية وحتى منتصف عام ٢٠١٦.

ومن الأمثلة على انخفاض أسعار الفائدة ما حدث لبنك الكويت الصناعي، فعندما خفض بنك الكويت المركزي سعر الفائدة الرسمي وانخفضت الفوائد في البنوك التجارية خلال هذه الفترة وأصبحت تنافس السعر المدعوم للإقراض من قبل بنك الكويت الصناعي، اتجه بعض المستثمرين الصناعيين نحو البنوك التجارية وذلك لسهولة الحصول على القروض منها بوتيرة أسرع وبشروط غير معقدة وغير مرتبطة بإدارات حكومية اخرى كما في حالة بنك الكويت الصناعي، بالإضافة الى ضعف نمو قطاع الصناعة الكويتي وتأثره بالطلب الكلي الخارجي والتجارة الدولية، والطلب المحلي لأنشطة القطاعات الاقتصادية الاخرى التي تأثرت بطول فترة انخفاض أسعار النفط.



وكما ذكرنا سابقا، فإن من أهم عناصر آليات عمل سياسة التيسير الكمي هو قيام البنوك التجارية بإقراض الأموال التي تحصل عليها من البنوك المركزية، نتيجة لبيعها سندات القطاع العام والخاص. ولذلك فإنه من أشد الانتقادات التي واجهت هذه السياسة هو أنها لم تفعل سوى القليل من زيادة الإقراض المصرفي التجاري، حتى أنه في بعض البلدان المتقدمة ظل الإقراض المصرفي التجاري أقل من مستواه في فترة ما قبل الأزمة.

ولذلك فإن برنامج التيسير الكمي لم يسفر عن الزيادة المرغوبة التي كان يطمح لها في عمليات الإقراض من قبل المؤسسات المالية. وبصفة خاصة استمرت البنوك التجارية إما في شراء السندات أو الاحتفاظ باحتياطات زائدة ضخمة أو إيداع أموالها لدى البنوك المركزية ومن ثم لم يترتب على عمليات التيسير الكمي زيادة محسوسة في عرض الائتمان. وذلك إما لارتفاع درجة المخاطر المصاحبة لإقراض القطاع الخاص، أو لأن المقترضين الذين ترتفع درجة ملاءتهم المالية لا يقبلون على الاقتراض، في الوقت الذي ظلت فيه مؤسسات قطاع الأعمال الصغيرة ومتوسطة الحجم، غير قادرة على الوصول إلى سوق السندات، أو الحصول على التمويل اللازم بالشروط المناسبة لاحتياجاتها. وكذلك على الرغم من توافر السيولة اللازمة للإقراض من قبل البنوك وارتفاع أسعار الأصول التي تمثل ضمانات لها، إلا أنه قد امتنع كثير منها عن إقراض المؤسسات الاقتصادية والأفراد خوفاً من عدم استقرار الأوضاع الاقتصادية وبطء النمو العالمي بعد الأزمة وجود عدم اليقين الذي أفرزته طيلة هذه المدة، هذا بالإضافة إلى التنبؤات الاقتصادية المستقبلية التي كانت غير محفزة لهم آنذاك، طالما أن التوقعات تشاؤمية وأن درجة الثقة بمستقبل الأوضاع الاقتصادية على المستوى الكلي مازالت متدنية.

الخلاصة:

يهدف هذا التقرير الى توضيح اسباب وآثار تحركات اسعار الفائدة على حركة الاقتصاد العالمي من خلال السياسات النقدية التي اتخذتها البنوك المركزية منذ الازمة المالية العالمية وحتى الان.

بناء على ما سبق ذكره، فانه يمكن التأكيد أن تحرك سعر الفائدة الأمريكي يعني التأثير المباشر على قيمة الدولار، الذي يؤثر مباشرة على الاسواق الدولية كسوق تبادل العملات، وسوق الائتمان وسوق الاوراق المالية وأسواق الخدمات والسلع وخاصة المقومة بالدولار، وفي مقدمتها النفط، وأسواق الدين العام والخاص العالمية، ويعني ذلك التأثير بمستوى الاقتصاد الكلي دوليا على اسواق رأس المال واسواق السلع واسواق العمل. ان رفع او خفض سعر الفائدة على الدولار الأمريكي يؤثر بشكل ايجابي او سلبي على دول العالم ككل، ففي حين تتخوف بعض الدول من رفع سعر الفائدة الأمريكية، الا أن هناك دولاً أخرى تكسب من هذا الرفع وذلك نظرا لاختلاف الظروف الاقتصادية.

وحقيقة الامر فإن هناك اجماع على تأثير هذه السياسات النقدية، التي اتخذت لمواجهة الازمة وماخلفته من تداعيات ، حيث استطاعت ان تعود بحركة الاقتصاد العالمي نحو مساره الطبيعي، الا انها قد انتقدت كثيرا لأنها استغرقت كثيرا من الوقت للوصول بالنمو العالمي الى مستويات ما قبل الازمة.

والجدير بالذكر، انه عندما تحسنت آفاق الاقتصاد العالمي في السنتين



الآخرتين السابقتين من عام ٢٠١٥ وخاصة عندما استقر النمو في الاقتصاد الأمريكي، بدأ مجلس الاتحاد الفيدرالي يلوح برفع اسعار الفائدة، ولكنه لم يبادر بأية محاولة لأنه كان قد اعلن مسبقا انه لن يرفع اسعار الفائدة الا بعد انخفاض معدل البطالة الى المستوى الطبيعي وارتفاع التضخم عند المستوى المتوقع. وفي ديسمبر ٢٠١٥ قام برفع الفائدة بحوالي ربع نقطة مئوية ليبلغ معدل الفائدة ٠,٥ ٪، ونتج عن ذلك تحسن معدل البطالة واقترب من المعدل الطبيعي حيث بلغ ٦ ٪، الا ان معدل التضخم كان منخفضا ودون المستوى المتوقع بكثير حيث بلغ ٠,٧ ٪، مما اثار بعض المخاوف والشكوك، وجعل مجلس الاحتياطي الفيدرالي يراقب ذلك بحيطه وحذر، وذلك تخوفا من حدوث انكماش في الاسعار. ولقد ساعد انخفاض البطالة في ارتفاع معدل التضخم، ليصل الى ١,٧ ٪ في نوفمبر ٢٠١٦ ووصل الى المستوى المتوقع في ديسمبر من نفس العام حيث بلغ ٢,١ ٪ مما دفع بنك الاتحاد الفيدرالي الى رفع الفائدة بربع نقطة مئوية خلال نفس الشهر الى نحو ٠,٧٥ ٪. كما واصل التضخم من سرعة وتيرة ارتفاعه حتى فاق المعدل المتوقع، حيث بلغ ٢,٥ ٪ في يناير ٢٠١٧، مما شجع بنك الاتحاد الفيدرالي الى رفع معدل الفائدة ربع نقطة مئوية أخرى الى ١ ٪. وفي يونيو ٢٠١٧ قام البنك بجولة سريعة لرفع الفائدة الى ١,٢٥ ٪ حتى لا يرتفع التضخم أكثر من ذلك. وبالفعل انخفض التضخم وواصل انخفاضه نحو المستوى المتوقع حتى بلغ ٢,٢ ٪ في سبتمبر ٢٠١٧ ونحو ٢ ٪ في اكتوبر من نفس العام، هذا ويواصل مجلس الاتحاد الفيدرالي رقبته عن كثب لمعدلي البطالة والتضخم، حيث أن ضبط ايقاعهما يعتبر عاملا أساسيا للاستمرار في رفع معدل الفائدة حتى الوصول به الى المستوى الطبيعي.

وفي إنجلترا نلاحظ ان الوضع مختلف كثيرا عن الولايات المتحدة حيث استمر معدل التضخم يفوق المعدل المتوقع لفترة التسعة الاشهر الاولى من عام ٢٠١٧ حيث بلغ ٣٪ في شهري سبتمبر واکتوبر، وذلك بسبب ارتفاع اسعار الصادرات والطاقة نتيجة لانخفاض الجنيه الاسترليني بعد اتخاذ قرار الانفصال من الاتحاد الاوروبي، مما دفع بنك إنجلترا الى رفع الفائدة لأول مرة منذ عقد من الزمان بنحو ربع نقطة مئوية ليصل الى ٠,٥ ٪. وذلك في نوفمبر ٢٠١٧. ومن المتوقع ان ينخفض معدل التضخم ليعود الى مستوى المتوقع في عام ٢٠١٨ ويعتمد ذلك على وتيرة رفع معدل الفائدة.

واخيرا بالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي، فإنها تقوم برفع اسعار الفائدة تبعا لبنك الاحتياطي الفيدرالي، وذلك لارتباط عملاتها بالكامل بالدولار الامريكي، حيث يحد ذلك من فرص تلك الدول في التمتع بسياسات نقدية مستقلة. الا ان الوضع مختلفا في دولة الكويت التي تربط عملتها بسلة من العملات، وبالرغم من هيمنة الدولار على تلك السلة، الا ان ذلك يمنحها قدر من المرونة الاضافية في اتخاذ سياستها النقدية. ولا تتبع مسار الفائدة الامريكية الا في حالة ان يصبح معدل الودائع المحلية بالدينار اقل من معدل الودائع بالدولار، وكذلك عندما يصبح معدل الفائدة المعروض في البنوك الكويتية لمدة ثلاثة اشهر اقل من معدل الفائدة المعروض بين بنوك لندن بالدولار، وايضاً في حالة تدهور السيولة في نظامها المصرفي. ولذلك عندما قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي برفع سعر الفائدة بنحو ربع نقطة مئوية في كل من يونيو وديسمبر عام ٢٠١٧ لم يقم بنك الكويت المركزي برفع سعر الفائدة وأبقى عليه دون تغيير عند ٢,٧٥ ٪ وذلك لعدم تحقق أي من الحالات المذكورة



آنفا. ولذلك فان ربط الدينار الكويتي بسلة من العملات ترك حيزا من الحرية لبنك الكويت المركزي، في اتخاذ سياسته النقدية بحسب أوضاعه الاقتصادية وتحريك اسعار الفائدة بما يؤدي الى الاستقرار المالي، وبما يدعم الاستثمار والاستهلاك وتحقيق النمو.

المراجع

1. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والاسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
2. احمد ابو الفتوح على الناقه، نظرية النقود والاسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والاسواق المالية، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، الاسكندرية، 2001.
3. موفق السيد حسن، التطورات الحديثة والسياسة النقدية، مجلة جامعة دمشق مجلد 15، دمشق، 1999.
4. محمد الحسين الصطوف واحمد عثمان، دور السياسة النقدية في تلبية الاحتياجات التمويلية للاقتصاد الوطني، مجلة جامعة دمشق مجلد 36، دمشق، 2014.
5. تقرير آفاق الاقتصاد العالمي (WEO)، صندوق النقد الدولي، واشنطن، اعداد مختلفة صادرة في شهر يناير للسنوات 2015-2018.
6. انتعاش النمو في منطقة اليورو، <https://www.zawya.com/mena/ar/story/QNB>، مايو 2017.
7. الرياض الاقتصادي، عدد 14110، تأثير رفع الفائدة على اسعار الاسهم والعقار، الرياض، فبراير 2017.
8. <https://www.focus-economics.com/economic-indicator/policy-interest-rate>, October, 2017.
9. Weston, J, Fned, Besley, seott & Brigham, F, Essentials of Managerial Finance, II. Ed, New York, 1996.
10. Henning, N, Cgarles, Pigott, Willian & Haneyseott, Robert, Financial Markets and the economy, Prentice Hall, New Jersey, 1988.
11. Weston, J, Fneel & Brigham, f, Engine, Essentials of Managerial Finance, 10. eel, the Dryden press New York, 1993.
12. Weston, J, Fand Copel and , T, E, Managerial Finance, Adapted by A.F .12 .Fox and RJ Limarck, UK, 2nd edition, 1988.

إصدارات اتحاد شركات الاستثمار

م	عنوان الإصدار	إعداد	تاريخ النشر
١	بوابة الاستثمار والخدمات المالية (دولة الكويت)	أ.د. رمضان الشراح	مايو ٢٠٠٦
٢	طريقك إلى عالم البورصة	أ.د. رمضان الشراح	يناير ٢٠٠٧
٣	صناديق الاستثمار	أ.د. رمضان الشراح	يوليو ٢٠٠٨
٤	أهم البورصات في العالم	أ.د. رمضان الشراح	نوفمبر ٢٠٠٨
٥	الأزمات المالية العالمية	أ.د. رمضان الشراح	مايو ٢٠٠٩
٦	إدارة المخاطر	د. محمد باطويح د. فهد بن عيد	مايو ٢٠١١
٧	حوكمة الشركات	د. أمانى بورسلى د. تركى الشمري مركز عمان لحوكمة الشركات د. محمد باطويح	سبتمبر ٢٠١١
٨	التحليل الفني في سوق الكويت للأوراق المالية	د. هشام إبراهيم المجدد	مايو ٢٠١٣
٩	دور القيم وأخلاقيات الأعمال في التجارب العالمية في ظل مفاهيم الإدارة الرشيدة (الحوكمة) (نماذج وتطبيقات)	د. محمد جميل الشبشيرى	أغسطس ٢٠١٤
١٠	توافق استراتيجيات الشركات مع منظومة الاقتصاد المعرفي أساس الريادة والتنافسية	أ.د. محمد عمر باطويح	أغسطس ٢٠١٥
١١	التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد	د. حسن الحاج	سبتمبر ٢٠١٨



اتحاد شركات الاستثمار
UNION OF INVESTMENT COMPANIES

3rd Fl., Kuwait Chamber of Commerce & Industry Building
Mubarak Al-Kabeer Street, Qibla, Kuwait City
P.O. Box : 27555 Safat, 13136 Kuwait

Tel.: +965 2228 0370 • Fax: +965 22490091/2 • E-mail: uic@unioninvest.org

www.unioninvest.org