

## المحددات الاقتصادية لأسعار الفائدة -قراءة في قرار الاحتياطي الفدرالي الأمريكي حول سعر الفائدة-

أ. قرواط يونس

د. صلاح محمد

جامعة محمد بوضياف - المسيلة - الجزائر

<b>الملخص:</b> من خلال هذا البحث سنحاول التطرق إلى أهم الأفكار المتعلقة بسعر الفائدة وكذا منحى العائد خاصة في سوق السندات وذلك من خلال ما تراه النظرية الاقتصادية، ليتم فيما بعد إلى تحدد أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة في أسعار الفائدة ومنحنى العائد عليها، ثم نتطرق فيما بعد إلى واقع أسعار الفائدة في الاقتصاد الأمريكي وتطورها من خلال استنباط أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة فيها، ليتم في الأخير محاولة تحديد اتجاه الاحتياطي الفدرالي الأمريكي حول رفع سعر الفائدة الأمريكي من عدمه. الكلمات المفتاحية: سعر الفائدة، البنية الزمنية لأسعار الفائدة، قاعدة تايلور، الاحتياطي الفدرالي الأمريكي.	<b>Abstract:</b> Through this research we will try to address the most important ideas on the interest rate as well as the curve, especially in the bond market the yield through what you see economic theory, to be later to determine the most important economic factors affecting interest rates and the yield curve it, then we address later to the reality of the prices interest in the US economy and its evolution through the development of the most important economic factors affecting it, to be the last attempt to determine the direction of the US Federal reserve to raise about US interest rate or not. <b>Key words:</b> interest rate, the time structure of interest rates, the Taylor rule, the US Federal Reserve.
---	--

مقدمة:

يعد سعر الفائدة من أهم المتغيرات الاقتصادية النقدية للبنوك المركزية للتأثير على الاقتصاد من خلال توجيه السياسة النقدية وذلك في الاقتصاد الوضعي، لكن اعتماد سعر الفائدة كوسيلة للتأثير على الاقتصاد من خلال توجيه قرارات المستثمرين والتأثير فيها وكذا جلب المدخرات من خلال تحقيق عوائد مغرية لها مقابل التنازل عن حرية التصرف في أموالهم في الوقت الحاضر، له محدداً اقتصادية متعلقة بالسياسة النقدية للبنك المركزي ومستوى النشاط الاقتصادي وكذا بالعلاقات الاقتصادية الدولية وأخيراً بحالة الميزانية العامة للدولة. وأهمية سعر الفائدة وتأثيره في الاقتصاد وعلى باقي الاقتصاديات العالمية، يتوقف على أهمية الاقتصاد في حد ذاته ويتعلق الأمر في هذه الحالة بالاقتصاديات الكبيرة المفتوحة وأهمها الاقتصاد الأمريكي.

فالالاقتصاد الأمريكي من أقوى الاقتصاديات في العالم، ونظراً لارتباط معظم الاقتصاديات العالمية به، فإنها تتأثر به خاصة بالقرارات الاقتصادية المتخذة على مستوى السلطات المعنية بهذا، من أهم القرارات التي تتأثر بها الاقتصاديات العالمية هي القرارات التي يتخذها الاحتياطي الفدرالي الأمريكي سواء تعلق بالسياسة النقدية أو أسعار الفائدة. والمتتبع لتطور أسعار الفائدة في الاقتصاد الأمريكي يلاحظ أنها في تغير مستمر وعدم ثبوتها إلا بعد الأزمة المالية 2008 أين تم تسجيل انخفاض شديد لأسعار الفائدة وثباتها ولمدة طويلة وصلت إلى الأربع سنوات، وتتجه الأنظار اليوم إلى قرار الاحتياطي الفدرالي الأمريكي حول سعر الفائدة إما بتركه على حاله ثابت ومنخفض أو برفعه والذي سوف يؤدي إلى أوضاع اقتصادية مرغوبة على المستوى الأمريكي وغير مرغوبة على المستوى العالمي خاصة الدول النامية.

أهمية البحث: تكمن أهمية بحثنا من خلال الأبعاد التالية:

- أبعاد اقتصادية: أهمية متغير البحث وهو سعر الفائدة والذي له آثار اقتصادية مرغوبة وغير مرغوبة، والذي نعمل على تحديد أهم العوامل الاقتصادية التي تفسر سلوكه لمحاولة التنبؤ بسلوكه مستقبلاً للحد من الآثار الغير مرغوبة ؛
  - أبعاد سياسية: حيث أن الأمر يتعلق بأكبر الاقتصاديات العالمية وهو الاقتصاد الأمريكي ومدى استقراره، فالاضطرابات التي تحدث فيه لها آثار على باقي الاقتصاديات العالمية سواء من الناحية الاقتصادية من خلال قوة الدولار، أو من خلال تمويل الحروب من خلال جلب رؤوس الأموال الأجنبية عن طريق رفع أسعار الفائدة فيه ؛
  - أبعاد اجتماعية: ويتعلق الأمر بحالة الانكماش والركود في الاقتصاد العالمي نتيجة تغيرات أسعار الفائدة في الاقتصاد الأمريكي خاصة في الفترة الراهنة، فرفع أسعار الفائدة الأمريكية يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال للاقتصاد الأمريكي وبالتالي دخول اقتصاديات الدول التي هربت منها رؤوس الأموال في حالة ركود مما ينعكس على مستوى النشاط الاقتصادي بهذه الاقتصاديات.
- أهداف البحث: من خلال هذا البحث فإننا نهدف إلى:
- إبراز أهمية سعر الفائدة في الاقتصاد وأثاره المرغوبة وغير المرغوبة فيه ؛
  - تحديد سعر الفائدة من الناحية النظرية والناحية العملية ؛

- تحديد أهم العوامل الاقتصادية التي تشرح سلوك سعر الفائدة خاصة على مستوى الاقتصاديات الكبيرة المفتوحة ومن أهمها الاقتصاد الأمريكي.

التساؤل الرئيسي: مما سبق فإننا نحاول التطرق إلى إشكالية قرارات تغيير أسعار الفائدة في الاقتصاديات الكبيرة المفتوحة خاصة إذا تعلق الأمر باقتصاد كالإقتصاد الأمريكي، وعليه نصوغ التساؤل التالي: "ما هي أهم العوامل الاقتصادية التي تحدد أسعار الفائدة في الاقتصاديات خاصة في الإقتصاد الأمريكي بعد الأزمة المالية العالمية 2008؟".

حدود الدراسة: سوف نعمل على دراسة سعر الفائدة في الإقتصاد الوضعي بالإسقاط على الإقتصاد الأمريكي خاصة بعد الأزمة المالية 2008 أين وصلت أسعار الفائدة في أمريكا إلى أدنى مستوياتها إلى حوالي صفر بالمائة وما يُنتظر من إستراتيجية الاحتياطي الفدرالي الأمريكي حول الرفع من سعر الفائدة من عدمه.

تقسيمات البحث: نتيجة للطابع التحليلي للبحث فإننا سوف نعمل على معالجته من خلال النقاط الأساسية التالية:

أولاً: التحديد والتفسير النظري لأسعار الفائدة ولهيكلها الزمني في سوق السندات.

ثانياً: تكلفة النقود والتحديد العملي لسعر الفائدة.

ثالثاً: المحددات الاقتصادية لأسعار الفائدة ولمنحى عائدها.

رابعاً: تطبيق على حالة الإقتصاد الأمريكي.

أولاً: التحديد والتفسير النظري لأسعار الفائدة ولهيكلها الزمني في سوق السندات.

1-1- تفسير اختلاف أسعار الفائدة في سوق السندات.

في الواقع العملي لا يوجد سعر فائدة واحدة في سوق السندات، السؤال الذي يُطرح في هذا الصدد: "لماذا تختلف أسعار الفائدة؟"، لا بد من القول أنه لا يوجد سعر فائدة واحدة في السوق بل هناك العديد من المعدلات، فمثلاً تنشر جريدة "وول ستريت" مئات من أسعار الفائدة، فهناك أسعار فائدة ما يزيد عن 40 نوع من سندات الخزنة الأمريكية وعلى ما هو أكثر من 30 إصدار لسندات الخزنة الأمريكية وهناك أسعار فائدة لسندات محررة من وكالات حكومية وغيرها. فكثير من أسعار الفائدة هي عبارة عن معدلات سوق مفتوحة وتتنوع باستمرار نتيجة للطلب والعرض. لكن ما يثير الجدل هو لماذا تتغير العلاقة بين معدلات الفائدة هذه بمرور الزمن؟ يرجع ذلك في الأساس إلى أن السندات تختلف في خصائصها سواء من ناحية التأخير في السداد أو درجة المخاطرة أو الميزات الضريبية، ولكن من الناحية الفنية فإنه يرجع ذلك إلى مجموعة من الخصائص نورددها على النحو التالي:<sup>ii</sup> - خاصية السيولة، - خاصية تكاليف المعلومات، - خاصية الالتزام بالضريبة، - خاصية حساسية العجز، - الخاصية السياسية، - خاصية العملة.

2-1- تاريخ استحقاق السند.

يُقصد بتاريخ الاستحقاق تاريخاً محدداً في المستقبل تتم فيه إعادة سداد أصل قيمة السند للمستثمر، بصفة عامة تتراوح مدة السندات بين سنة واحدة و30 سنة ويتم تصنيفها في أغلب الأحيان كالآتي:<sup>iii</sup>

- سندات قصيرة الأجل: آجال الاستحقاق حتى 5 سنوات ؛

- سندات متوسطة الأجل: آجال الاستحقاق بين 5 و12 سنة ؛

- سندات طويلة الأجل: آجال الاستحقاق أكثر من 12 سنة.

يعتمد اختيار الأجل على التاريخ المحدد من المستثمر لاسترداد أصل السند وعلى درجة تحمل المخاطر. وتُعتبر السندات القصيرة الأجل التي تتيح عموماً عائداً أدنى ثابتة وأمنة نسبياً بسبب إعادة سداد الأصل في فترة أبكر. والعكس بالعكس، تتيح السندات الطويلة الأجل عائداً إجمالية أكبر للتعويض على المستثمر عن تقلب أكبر في الأسعار وسواها من مخاطر السوق. يتوقع المستثمر عامّة الحصول على تعويض عن تحمله للمخاطر الإضافية. ويمكن إبراز هذه العلاقة بشكل أفضل من خلال رسم خط بين العائدات المتاحة على سندات مشابهة بأجال مختلفة تتراوح بين الأقصر والأطول ويُسمى هذا الخط بمنحى العائد.

3-1- مفهوم الهيكل الزمني (منحى العائد) لسعر الفائدة في سوق السندات.

إن مصطلح الهيكل الزمني أو البنية الزمنية لأسعار الفائدة يصف لنا العلاقة بين العوائد لأجل مختلفة لنفس النوع من الأوراق المالية والتي تتمثل في دراستنا هذه بالسندات، فبالربط بين النقاط التي تمثل العوائد المختلفة حسب اختلاف آجال الاستحقاق وتاريخ الاستحقاق فإننا سوف نحصل على منحى يطلق عليه بمنحى العائد وهو يمثل أسعار الفائدة في نقطة زمنية معينة وهو يوضح طبيعة اختلاف العوائد باختلاف تواريخ استحقاق في نقطة زمنية ما.<sup>iv</sup>

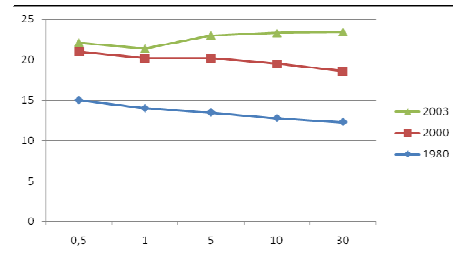
إن الدراسات الحديثة، وخاصة فيما يتعلق بالاقتصاد الأمريكي فإنه يمكن الحصول على أسعار الفائدة على السندات ذات الأجل المختلفة من مصادر مختلفة من أهمها مجلة "وول ستريت" ونشرة الاحتياطي الفدرالي والعديد من مواقع الانترنت، والجدول التالي يوضح أسعار الفائدة لثلاث تواريخ مختلفة بالنسبة لأجل الاستحقاق:

جدول رقم 01: البنية الزمنية (الهيكل الزمني) لأسعار الفائدة في الاقتصاد الأمريكي.

سعر الفائدة (%)			تاريخ الاستحقاق
2003	2000	1980	
1,1	6	15	6 أشهر
1,2	6,2	14	سنة واحدة
2,8	6,7	13,5	5 سنوات
3,8	6,7	12,8	10 سنوات
4,8	6,3	12,3	30 سنة

المصدر: أجين برغام، الإدارة المالية (1)، مرجع سبق ذكره، ص 64.

الشكل رقم 01: منحنى العائد في الاقتصاد الأمريكي في ثلاث تواريخ مختلفة

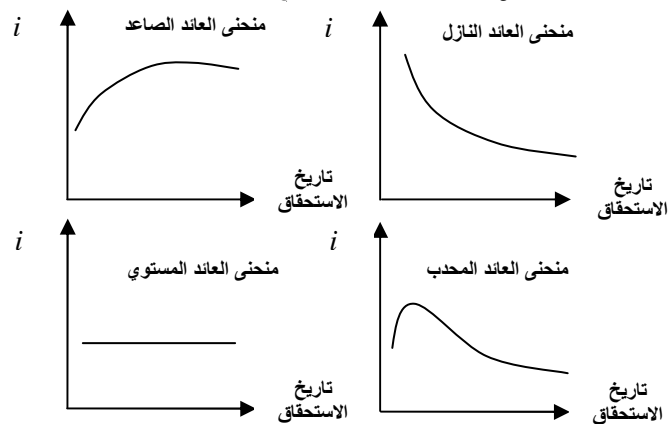


المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقاً من بيانات الجدول 01

الملاحظ من الشكل 01 هو تغير موقع وميل منحنى العائد على السندات الأمريكية مع مرور الزمن، ففي سنة 1980 كانت أسعار الفائدة عموماً مرتفعة نسبياً، ويرجع السبب في ذلك إلى أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل في تلك الفترة أعلى من أسعار الفائدة طويلة الأجل فإن منحنى العائد ينحدر إلى الأسفل، وعلى عكس سنة 2003 أين كانت أسعار الفائدة منخفضة نسبياً وأسعار الفائدة طويلة الأجل أعلى من أسعار الفائدة قصيرة الأجل فإن منحنى العائد يتجه من الأسفل إلى الأعلى، أما سنة 2000 فإن منحنى العائد محدب في منتصفه فهذا راجع إلى أن أسعار الفائدة متوسطة الأجل أعلى من أسعار الفائدة قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

إن الواقع الاقتصادي قد أفرز أربع أنواع من منحنيات العائد نوضحها كما يلي:

الشكل 02: أشكال منحنى العائد في سوق السندات.



المصدر: فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، مرجع

سبق ذكره، ص 110.

#### 1-4- التفسير الفكري للهيكال الزمني (منحنى العائد) لسعر الفائدة في سوق السندات.

تحديد سعر الفائدة من الناحية النظرية ما هو إلا تمهيد لتحديد سعر الفائدة من الجانب العملي، فلقد جرى جدل كبير حول تفسير اتجاه منحنى العائد من قبل الاقتصاديين، وفيما يلي نتطرق إلى أهم ما ورد في ذلك:

##### أ- نظرية التوقعات العقلانية:

للفائدة تسلط الضوء على العرض المتوقع للائتمان نسبة إلى الطلب المتوقع للائتمان، وتحلل ذلك من خلال الربط بين معدلات الفائدة وأسعار السندات، فالسوق المالي حساسة جدا بكفاءة المعلومات المحددة لتوقعات الوحدات الاقتصادية حول تغيرات أسعار الفائدة قياسا لتغيرات أسعار الأصول وعلى رأسها السندات، فالوحدات الاقتصادية هي وحدات رشيدة تُنشأ توقعاتها من خلال رؤيتها النسبية لأسعار الأصول من جهة ومعدلات الفائدة من جهة أخرى وذلك باستخدام تدفق المعلومات المتاحة في السوق.<sup>v</sup>

##### ب- نظرية مكافأة السوق:

بالرغم من أن هذه النظرية تستند إلى نظرية التوقعات العقلانية إلا أنها ترفض افتراضها القائم على أن المشاركين في السوق هم سواء تجاه الالتزامات القصيرة والطويلة الأجل، ففي الحالات العادية تحمل الأوراق المالية طويلة الأجل معدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على الأوراق المالية قصيرة الأجل\*، الفرق بين أسعار الفائدة العالية الخاصة بالأوراق المالية طويلة الأجل وأسعار الفائدة المنخفضة الخاصة بالأوراق المالية قصيرة الأجل يطلق عليه بمكافأة السوق.<sup>vi</sup>

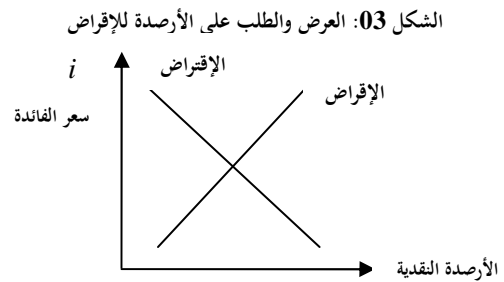
لقد أشار "كلين" إلى أنه إذا كانت هذه النظرية صحيحة، فإن أسعار الفائدة طويلة الأجل دائما أعلى من أسعار الفائدة قصيرة الأجل وباستمرار، وهذا ما حدث فعلا في الثلاثينيات وقد شاعت في هذه النظرية فعلا في ذلك الوقت.

##### ت- نظرية السوق المجزئة\*:

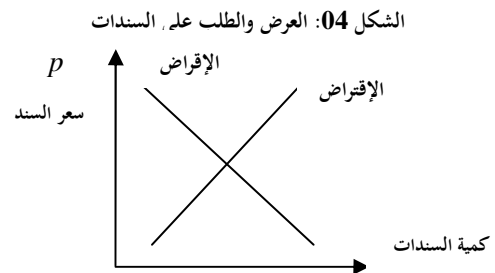
هذه النظرية هي الأخرى تختلف عن النظريتين السابقتين -التوقعات العقلانية ومكافأة السوق-، فهي ترى أن أسعار الفائدة طويلة الأجل وأسعار الفائدة قصيرة الأجل تحددان في أسواق منفصلة، وفقا لهذه الأخيرة فإن أسعار الفائدة تتحدد عن طريق دوال الطلب والعرض الخاصة بالأوراق المالية، مع الإشارة إلى أن أسعار الفائدة للأوراق المختلفة آجال الاستحقاق تكون بدائل ضعيفة لبعضها البعض.<sup>vii</sup>

##### ث- نظرية الأرصدة القابلة للإقراض:

انطلاقا من عناصر التحليل الكلاسيكي والكمي وتطورها لتحديد العوامل المؤثرة في تحديد الفائدة، فالطلب على الأرصدة القابلة للإقراض يشمل الائتمان المطلوب من قبل الوحدات الاقتصادية، أما العرض من هذه الأرصدة فمصدره الإدخارات المحلية والأجنبية بالإضافة إلى خلق النقود من الجهاز المصرفي وتغير الاكتناز للأرصدة النقدية من قبل الوحدات الاقتصادية، وبهذا يتفاعل الطلب والعرض على الأرصدة النقدية بالتوازن يتحدد سعر الفائدة. ويمكن النظر إلى المعاملات التي تجري داخل سوق السندات من زاويتين هما: إقراض الأرصدة النقدية واقتراضها، شراء وبيع الأوراق المالية.<sup>viii</sup> فسعر الورقة المالية يمثل كمية النقود المدفوعة من قبل المقرض الذي يقوم بإصدار السند، وهي تمثل تقريبا نفس الكمية من النقود التي يحصل عليها المقترض بعد استبعاد تكاليف الوساطة المالية، الشكلين التاليين يوضحان ذلك:



المصدر: فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، مرجع سبق ذكره، ص 102.



المصدر: فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، مرجع سبق ذكره، ص 102.

يوجد الكثير من البائعين والمشتريين في سوق السندات خارج الجهاز المصرفي، فالشكليون يوضحان علاقة عرض وطلب السندات وعلاقتها بسعر الفائدة وأسعار السندات، فعرض الأرصدة القابلة للإقراض من قبل المقرضين يساوي الطلب على الأوراق المالية في سوق السندات من قبل المقرضين، ومن جهة أخرى فإن طلب المقرضين على الأرصدة المالية يساوي عرض الأوراق المالية من قبل هؤلاء المقرضين. ففي الشكل 03 إذا تحرك منحى الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض جهة اليمين فإن سعر الفائدة سوف يرتفع مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وهذا ضمناً يعني زيادة عرض السندات في سوق السندات، سوف يؤدي هذا إلى اتجاه منحى العرض في الشكل 04 جهة اليمين ومن ثم انخفاض في أسعار السندات مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة. وعليه فإننا نستنتج أن العلاقة بين أسعار السندات وسعر الفائدة هي علاقة عكسية، أي ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات في سوق السندات والعكس صحيح.

ولقد تطرقت العديد من الأدبيات الاقتصادية إلى شرح العلاقة العكسية\* بين أسعار الفائدة وأسعار السندات من وجهة نظر رياضية وذلك

$$P = \frac{A}{i}$$

باستخدام الصيغة التالية:

حيث:  $P$ : سعر السند؛  $A$ : العائد السنوي؛  $i$ : سعر الفائدة على السند.

من خلال العلاقة فإن سعر السند يصبح أكبر كلما كان سعر الفائدة أقل. ومن جهة أخرى يصبح سعر السند أقل عندما يتم تقسيم البسط على معدل فائدة أعلى، وتسمى هذه العملية بالرسملة.

## ثانياً: تكلفة النقود والتحديد العملي لسعر الفائدة.

### 1-2 - تكلفة النقود وأسعار الفائدة:

تتضمن القروض سداد المبلغ المقرض بالإضافة إلى قيمة الفائدة، فالفائدة لا تعني صرف وحدة نقدية في الوقت الحالي مقابل الحصول على أكثر من قيمة الوحدة النقدية مستقبلاً وإنما تغير وحدة النقد اليوم أكثر من قيمتها مستقبلاً، إذن تقيس معدلات الفائدة السعر الخاص باقتراض الأموال وبمعنى آخر عائد إقراض النقود<sup>ix</sup>. فرأس المال المتاح في السوق يتم تخصيصه عن طريق نظام الأسعار، حيث يؤدي التفاعل بين عرض رأس المال والطلب عليه إلى تحديد تكلفة النقود (سعر النقود) وهو السعر الذي يُدفع لأصحاب رأس المال من قبل المستفيدين منه، فهو عبارة عن تكلفة الدين ويتأثر بأهم العوامل التالية<sup>x</sup>:

- فرص الإنتاج المتاحة: ونقصد بفرص الإنتاج القدرة على توليد المنافع من خلال استخدام رأس المال، فإذا اقتضى مالك منزل ما لتحسين منزله فإن المنافع التي سيحصل عليها تتضمن الراحة وانسياب السرائر بالإضافة إلى الزيادة في قيمة المنزل الناجمة عن إدخال التحسينات عليه. فمعدلات العائد المتوقعة (المنفعة) على الفرص الإنتاجية تمثل الحد الأعلى لتكلفة رأس المال التي يكون مستخدمو رأس المال مستعدين لدفعها لأصحابها؛
- التفضيل الزمني للاستهلاك: يمكن لملاك رأس المال ادخار أموالهم أو استخدامها في شراء السلع والخدمات الاستهلاكية، فإذا وقع اختيارهم على الادخار فإنهم بذلك يمتنعون عن الاستهلاك الآن أملاً في حصولهم على استهلاك أكبر مستقبلاً، أما إذا كان ميولهم (أصحاب رأس المال) شديد للاستهلاك الآن سيطلب الأمر معدلات عائد مرتفعة لإقناعهم بالتخلي عن الاستهلاك الحالي وتأجيله إلى المستقبل. لهذا يكون للتفضيل الزمني للاستهلاك أثر كبير على تكلفة النقود؛
- المخاطرة: إذا كان العائد المتوقع على استثمار ما مقترناً بنوع من المخاطرة فهذا سيدفع أصحاب رأس المال لطلب معدل عائد أعلى يعوضهم عن المخاطر التي يتكبدونها ما يعني ارتفاع تكلفة النقود؛
- التضخم: بالإضافة إلى ما سبق فإن التضخم يؤدي إلى رفع معدلات العائد المطلوب، فارتفاع معدلات التضخم سيضعف من المركز الاقتصادي لأصحاب رأس المال، فيتطلب رفع العائد على الأقل إلى نسبة التضخم.

### 2-2 - القياس العملي لسعر الفائدة.

يعد سعر الفائدة بمثابة همزة وصل بين المقرضين والمقرضين، فهو بمثابة ضمان تدفق الأرصدة القابلة للإقراض ويدفعه المقرض للمقرض خلال فترة زمنية محددة، لذلك فهو سعر الائتمان. لكن من الناحية النظرية يعد معدل الفائدة محل التحليل هو ما يدعى بمعدل الفائدة الصافي أو خالي المخاطر والذي يعكس نسبياً معدلات الفائدة الأخرى، ولتقريبه عملياً عادة ما يُلجأ إلى معدل الفائدة على السندات الحكومية كونه خالي من المخاطر أو الفرصة البديلة للاحتفاظ بالأرصدة النقدية العاطلة، لأن المستثمر يستطيع دائماً الاستثمار دائماً في هذا النوع من الأصول بأقل مستوى مخاطر وبالمقابل بأدنى معدل عائد<sup>xi</sup>. يعبر عن سعر الفائدة الممنوح على الديون من خلال المعادلة التالية:

$$r = r_{RF} + DRP + LP + MRP$$

حيث:  $r$ : سعر الفائدة على سند ما، ويقابل سعر الفائدة الاسمي سعر فائدة حقيقي\*. فنظراً لتعدد أشكال السندات فهناك أسعار فائدة اسمية متعددة؛

$r_{RF}$ : سعر الفائدة الاسمي عديم المخاطرة، وهو سعر الفائدة على سندات مُحددة مثل أذونات الخزينة التي تعد شديدة السيولة وخالية من معظم المخاطر، فهو سعر اسمي إذن يتضمن علاوة التضخم الحالي، ونعبر عنه بالعلاقة:

$$r_{RF} = r^* + IP$$

$r^*$ : سعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة وهو السعر المدفوع على سند عديم المخاطرة في حال كان معدل التضخم معدوماً.  
 $IP$ : وتمثل علاوة التضخم، وقيمتها مساوية لمعدل التضخم المتوقع خلال حياة السند، كما نشير إلى أنه لا يكون من الضروري أن يتساوى معدل التضخم الحالي ومعدل التضخم المتوقع. وعليه فإن صيغة المعادلة أعلاه تعطى بالعلاقة التالية:

$$r = r^* + IP + DRP + LP + MRP$$

$DRP$ : علاوة مخاطرة عدم السداد، وهي تعكس احتمال عدم قدرة مُصدر السند على سداد الفوائد ورأس المال الأصلي في تاريخ ما وبكمية محددة، تكون هذه العلاوة معدومة بالنسبة للسندات الحكومية، وتزداد قيمتها كلما قلت القوة المالية لمُصدرها. وفيما يلي موجز لترتيب السندات:

جدول رقم 02: موجز لترتيب السندات

درجة مرتبة الاستثمار	موديز	S & P'S
النوعية الأعلى	Aaa	AAA
نوعية عالية	Aa	AA
المتوسط العالي	A	A
المتوسط	Baa	BBB
مضاربة معتدلة	Ba	BB
مضاربة	B	B
مضاربة مرتفعة	Caa	CCC
نوعية رديئة	Ca	CC
نوعية فقيرة بدون ربح	C	C
عجز ومتأخرات	--	D

المصدر: توماس ماير وأخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، مرجع سبق ذكره، ص 127.

$LP$ : وتمثل علاوة السيولة، ويطلب بها المقرضون تعويضاً لهم عن عدم القدرة على تحويل بعض السندات إلى سيولة نقدية بزمان قصير وسعر معقول، تكون هذه العلاوة منخفضة بالنسبة للسندات الحكومية والسندات الصادرة عن الشركات العملاقة والقوية، ومرتفعة على سندات الشركات الصغيرة.

$MRP$ : وهي علاوة أجل الاستحقاق، فالسندات ذات الأجل الطويلة بما فيها سندات القرض العام تتعرض لمخاطر إضافية تتمثل في احتمال انخفاض أسعارها نتيجة تقلبات أسعار الفائدة، ولذلك يطلب المقرضون بهذه العلاوة تعويضاً لهم عن تحميلهم لهذه المخاطر.

مما سبق يتضح أن معدل الفائدة بصيغته المحسوبة من خلال العلاوات المختلفة يعكس مستوى العائد لحامل ورقة الدين (السند: المقرض) فضلاً عن تمثيل تكلفة الاقتراض من خلال إصدار السندات (المقرض)، كما أنها تمثل مستوى التكلفة (العائد) الذي يقيس من خلاله المستثمرون نجاعة أو خلل قراراتهم الاستثمارية (شراء وبيع السندات). وعليه فإن سعر الفائدة هو السعر الذي يدفعه المقرض للحصول على النقود، ويعبر عنه بمعدل لكميتين:<sup>xiii</sup>

- ما يدفعه المقرض للمقرض لاستخدام الائتمان ؛

- إجمالي كمية الائتمان المتاح للمقرض. وعليه:

$$\text{معدل الفائدة السنوي (نسبة)} = (\text{ما يدفع المقرض للمقرض} / \text{كمية الائتمان}) \times 100$$

ثالثاً: المحددات الاقتصادية لأسعار الفائدة ولمنحى عائدها.

إن المحددات الاقتصادية الأساسية التي تحدد أسعار الفائدة ومنحى العائد لأسعار الفائدة تتمثل أساساً في:

3-1- سياسة البنك المركزي.

عند حدوث أزمات اقتصادية في دولة ما، فإنها تقوم ببعض الإجراءات التنشيطية لإنقاذ الاقتصاد القومي من أزمته، ومن أبرز هذه الإجراءات هو قيام البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة عن طريق زيادة العرض النقدي، حتى تشجع المستثمرين على أخذ قروض من البنوك التجارية والاستثمار في اقتصاد الدولة. بعد فترة من الزمن يتعافى اقتصاد الدولة من أزمته، لكن تظل هناك كمية سيولة نقدية كبيرة بالأسواق

نتيجة عمليات الاقتراض الكبيرة التي تمت، وإذا ما زادت السيولة النقدية في الأسواق عن النسب الطبيعية، فإن هذا يؤدي إلى التقليل من قوتها الشرائية وتسبب ارتفاعاً في الأسعار، في هذه الحالة تتحول السيولة النقدية الزائدة إلى سبب مباشر في التأثير بالسلب على الاقتصاد من خلال ارتفاع مستوى التضخم، هنا تقوم البنوك المركزية بالتدخل لإعادة رفع أسعار الفائدة، وهو ما يؤدي إلى تقليل عمليات الاقتراض من قبل المستثمرين لارتفاع نسبة الفائدة على القرض، لكن في المقابل يشجع هذا القرار أصحاب السيولة النقدية لوضع أموالهم بالبنوك حتى يحصلوا على فوائد عالية على مدخراتهم<sup>xiv</sup>.

والنتيجة الأساسية في هذه الحالة أنه عند زيادة العرض النقدي سوف تنخفض أسعار الفائدة القصيرة في حين أن أسعار الفائدة الطويلة الأجل لا تتأثر في المراحل الأولى<sup>xv</sup>.

### 2-3- حالة الموازنة العامة للاقتصاد.

تحقيق العجز في الميزانية العامة للدولة يستلزم ضرورة تغطية هذا العجز بالالتجاء إلى الوسائل الغير عادية وهي الاقتراض العام أو الإصدار النقدي<sup>xvi</sup>، لأن التقليديين يرون أن تمويل المشاريع بأسلوب العجز المالي للدولة له العديد من الآثار السلبية منها:<sup>xvii</sup>

- يؤدي إلى تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية مما يخل بالتوازن الاقتصادي التلقائي، ويؤدي إلى زيادة الطلب وارتفاع الأسعار؛  
- يضر بأصحاب الدخل الثابت لأن دخولهم لا تزداد بنسبة زيادة دخول أصحاب المهن والحرف الصناعية والتجارية، مما يزيد التفاوت بين الدخل المختلفة؛

- يبدل من نوعية الإنتاج، فينتج المستثمر إلى إنتاج السلع الكمية مثلاً التي يزداد الطلب عليها، أو يزيد من المخزون ليجمد قيمة مدخراته؛  
- يزيد العجز في الميزان التجاري وميزان المدفوعات، بسبب زيادة الاستيراد من جهة، وعدم القدرة على التصدير من جهة ثانية، حيث يتم استهلاك السلع المنتجة وطنياً في السوق الداخلية.

في حالة اقتراض الحكومة فهذا يعني زيادة الطلب على مصادر التمويل مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة، أما إذا ما قامت بإصدار نقود جديدة فهذا يؤدي لارتفاع مستوى التضخم المتوقع مستقبلاً ما يؤدي لارتفاع أسعار الفائدة أيضاً، مما يعني أنه كلما كان عجز الموازنة العامة أكبر ارتفعت أسعار الفائدة بنحو أكبر. لكن السؤال المطروح هو: "أي أسعار الفائدة تأثراً عند تمويل العجز في الميزانية العامة؟" والإجابة على هذا السؤال هي أن الأمر يتوقف على كيفية تمويل العجز، وعلى العموم إذا تم تمويل العجز الموازني عن طريق:

- الاقتراض: وتعد هذه القروض من وسائل التمويل غير التضخمية، وتستخدمها الدولة لسد جانب من عجز موازنتها العامة ولاسيما ذلك الجزء المتعلق بنفقاتها بالنقد الأجنبي، مثل: التعويضات الأجنبية، وأعباء الديون الخارجية، ومشتريات السلاح والسلع الإنتاجية... الخ. ولا تولد القروض الخارجية ضغطاً تضخيمياً من جهة<sup>xviii</sup>. ومن جهة أخرى فإن أسعار الفائدة قصيرة الأجل هي الأكثر تأثراً؛

- الإصدار النقدي الجديد: إن عملية الإصدار النقدي تعد احد مكونات الدين العام المحلي، وتتم هذه العملية نتيجة لعدم كفاية الضرائب وعدم رغبة الدولة في الاقتراض عن طريق طرح السندات الحكومية ذات الفائدة فيتم إصدار المزيد من العملات الورقية والمعدنية بطريقة سهلة وهو ما يمثل ديناً على الاقتصاد القومي على اعتبار أن أية وحدة نقدية جديدة هي دين عليه. إذ أن هذه الوحدة النقدية الجديدة تعبر عن قوة شرائية تفقد كل قيمة لها إذا لم تصادف ما تستحوذ عليه من الإنتاج الوطني في صورة سلع وخدمات، وهذا تعد ديناً يلتزم به عن طريق دعم المقدر الإنتاجية للاقتصاد قبل التفكير في أمر تغذية الدورة الإنتاجية بإصدار جديد<sup>xix</sup>، وتكون أسعار الفائدة طويلة الأجل في هذه الحالة هي الأكثر تأثراً.

### 3-3- التجارة الخارجية والعلاقات الدولية.

تنعكس المعاملات التجارية مع العالم الخارجي على حالة الميزان التجاري إما بالفائض أو التوازن أو العجز، فعند ظهور العجز يجب تغطيته واقتراض من الخارج يعد من أهم مصادر تغطيته، فكلما زاد العجز في الميزان التجاري زاد معه حجم الاقتراض وعليه فإن أسعار الفائدة سوف ترتفع.

لكن في هذه الحالة سوف تُحجم الجهات الخارجية على شراء السندات المحلية ما لم تكن أسعار الفائدة عليها تنافسية مع أسعار الفائدة في الدول الأخرى، وعليه فإذا حاول البنك المركزي تخفيض أسعار الفائدة في الداخل بغرض تخفيض قيمة العملة المحلية وبالتالي تقليل العجز التجاري، هذا يؤدي إلى تراجع الوضع التنافسي للسندات المحلية مقابل السندات الأجنبية مما يؤدي بحملة السندات المحلية إلى بيعها، وهذا يعني زيادة العرض من السندات المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وبالتالي سينعكس على أسعار الفائدة بالداخل بالانخفاض<sup>xx</sup>.

ما يمكن أن نستنتجه هو أنه في حالة ارتفاع العجز التجاري أو المديونية الخارجية للدولة سيقلل من قدرة البنك المركزي من محاربة الركود عن طريق تخفيض أسعار الفائدة.

### 4-3- مستوى النشاط الاقتصادي.

عند حدوث الكساد يقوم البنك الاحتياطي الفدرالي بخفض أسعار الفائدة لتشجيع الناس على التوجه إلى القروض والقيام بالشراء لتحريك عجلة الاقتصاد، إن هذا الحل فعال جداً على المدى القصير لكن على البنك أن يراعي المدى البعيد للتضخم وذلك بالموازنة بين الأهداف قصيرة

المدى من زيادة الإنتاج والتوظيف وبين أهداف المدى البعيد من خفض معدلات التضخم. بمفهوم آخر إن ما يكسب المصرف الفيدرالي أهمية هي قدرته على خفض ورفع أسعار الفائدة على المدى القصير والذي يؤثر بشكل غير مباشر على التضخم، وبالتالي على اتجاه الاقتصاد عموماً.

الشكل 05: السياسة النقدية من خلال أسعار الفائدة وأثرها على النشاط الاقتصادي.



المصدر: وثيقة الكرونية، من على الموقع: <http://www.uatfx.com/articl>، بتاريخ: 2017/02/17

من خلال الشكل أعلاه، فإن النتيجة النهائية هي تراجع معدلات التضخم بالإضافة إلى انخفاض معدل الفائدة، كما أن سياسة البنك المركزي في فترات الركود يحاول تحفيز الاقتصاد من خلال شراء سندات الخزينة كأحد الإجراءات المهمة وله أثران:<sup>xxi</sup>

- يصبح لدى البنوك التجارية سيولة إضافية نتيجة بيع السندات مما يزيد من أموالها القابلة للإقراض وبأقل أسعار فائدة؛
- شراء البنك المركزي لسندات الحكومة يزيد من أسعارها مما يؤدي لانخفاض أسعار الفائدة.

إذن ما يمكن أن نستنتجه في فترات الركود هو أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل تميل للانخفاض أكثر.

#### رابعاً: تطبيق على حالة الاقتصاد الأمريكي.

##### 1-4- أسعار الفائدة في الاقتصاد الأمريكي - نظرة لما يحدث في الاقتصاد الأمريكي.

تتجه أنظار السوق في نهاية عام 2015 إلى اجتماع أعضاء مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إعلان قرار أسعار الفائدة. حيث لا يزال يلف السوق الغموض حول نية الاحتياطي الفيدرالي برفع أسعار الفائدة وهل سوف يتأثر قرار المجلس بتراجع الإقتصاد العالمي الذي شهدناه في الآونة الأخيرة وخاصةً في الصين، إن رفع أسعار الفائدة سوف يكون لأول مرة منذ عام 2008. ومنذ ذلك الوقت استعان الاحتياطي الفيدرالي بعدة أدوات لدعم الإقتصاد منها برنامج التيسير الكمي لشراء السندات الحكومية، أملاً أن يدعم ذلك معدلات البطالة والاستقرار في الأسعار. والشكل التالي يوضح تطور أسعار الفائدة في الاقتصاد الأمريكي خلال الخمسين عاماً الماضية:

الشكل 06: تطور أسعار الفائدة في الاقتصاد الأمريكي للفترة 1965-2015



المصدر: بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

من الشكل نلاحظ أن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي اتخذ عدة قرارات بشأن أسعار الفائدة في الاقتصاد الأمريكي، ولعل من أهمها ما جاء جراء الأزمة المالية لسنة 2008 أين انخفضت أسعار الفائدة إلى حوالي 0%، وقد طالت فترة الانخفاض قرابة الأربع سنوات وهي سابقة من نوعها في



الاقتصاد الأمريكي كما يوضحه الشكل. لكن نهاية سنة 2015 هناك توجه ربما نحو إجراء جديد بشأن رفع سعر الفائدة أو تركه ثابت عند قيمته السابقة، لكن هناك عدة أسباب يمكن أن تكون في صالح عدم قيام الاحتياطي الفيدرالي برفع أسعار الفائدة خلال الفترة الأخيرة ومن أبرزها:<sup>xxiii</sup>

- معدل البطالة: بالرغم من وصول معدل البطالة إلى مستوى 5.10% أدنى مستوياته منذ عام 2008 أي ما قبل الأزمة، فإن هناك تباطؤ في قطاع العمل في بعض الولايات حسب ما جاء في كتاب البيج الأخير مع العلم أن معدل البطالة العام اجتاز هدف الاحتياطي الفيدرالي ووصل إلى مستوى التوظيف الكامل، حيث أن قطاع العمل سجل في السنوات الأخيرة معدل فرص عمل شهري وصل إلى 200 ألف فرصة عمل من جهة ولكن من جهة أخرى لم نشهد ارتفاع للأجور بشكل ملحوظ :

- معدل التضخم: على عكس بعض البنوك المركزية لا يتطلع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي فقط على مؤشر أسعار المستهلكين بل يركز أكثر على مؤشر نفقات الاستهلاك الشخصي باعتباره يحدد السلع والخدمات المستهدفة والتي يستهلكها الأفراد. لا يزال مؤشر نفقات الاستهلاك الشخصي عند مستويات متدنية 1.2% وبعيدة عن المستوى المستهدف من الاحتياطي الفيدرالي 2% :

- الإقتصاد العالمي: أن المخاوف من اضطراب الإقتصاد العالمي يقلل من الثقة في الانتعاش، فقد لاحظنا أن الفترة الأخيرة أن الاضطرابات التي حصلت في الأسواق الآسيوية في الفترة الأخيرة وخاصة في الصين، أكدت على مدى ارتباط الأسواق العالمية ببعضها البعض بالإضافة إلى إظهار أن الأسواق الأسهم العالمية لا تزال حساسة حيال الأوضاع العامة ويمكن أن تتعرض لانهباء في أي وقت في حال شكك السوق في تعافي الإقتصاد العالمي. هل الإقتصاد العالمي في الطريق الصحيح إلى التعافي؟ يدل ذلك على مدى أهمية هذه الفترة بالنسبة إلى البنوك المركزية للاستمرار في السياسات التوسعية التي يتبعوها :

- قوة الدولار الأمريكي: في حال تم رفع أسعار الفائدة، ذلك سوف يؤثر على الدولار الأمريكي بشكل إيجابي، وسوف نرى ارتفاع في قيمة الدولار، هذا سيكون له تأثير سلبي ملموس على صافي الصادرات بالتالي الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية. إضافة إلى ضعف الإقتصاد العالمي الذي من شأنه تخفيف الطلب العالمي عامة وعلى البضائع الأمريكية خاصة بسبب ارتفاع قيمتها لأجل ارتفاع الدولار :

- كتاب البيج: أظهر كتاب البيج في التقرير الأخير أن هناك تفاوت في وجهات النظر بين أعضاء الاحتياطي الفيدرالي حول رفع أسعار الفائدة، حيث أن قوة الدولار الأمريكي يمكن أن تشكل ضغطاً على القطاع التصنيعي وبالتالي تراجع للصادرات الأمريكية :

- استطلاع السوق: تشير الإحصائيات إلى أن أغلبية الاقتصاديين لا يتوقعون رفع أسعار الفائدة، حسب استطلاع لرويترز أن هناك 47% من 80 خبيراً اقتصادياً لا يتوقعون رفع أسعار الفائدة مقابل 35% يتوقعون رفع أسعار الفائدة.

#### 2-4- العوامل المحددة لأسعار الفائدة في الإقتصاد الأمريكي.

##### 1-2-4- أهم العوامل التي تؤثر على أسعار الفائدة في سوق السندات.

وهي السندات الأساسية التي تؤثر على أسعار الفائدة هي التي تكون لأجل خمس سنوات وعشر سنوات، ومن أهم المؤشرات الاقتصادية الرئيسية التي يمكنها أن تؤثر على أسعار السندات مع التقلبات المصاحبة هي:<sup>xxiiii</sup>

- ثقة المستهلكين: أن ثقة المستهلكين في الإقتصاد الأمريكي وصلت إلى أعلى مستوى لها بفضل استمرار تحسن سوق العمل الأمريكية وتراجع أسعار الوقود وهو ما يعزز الإنفاق الاستهلاكي المحلي، وأظهرت آخر الإحصائيات لقياس ثقة المستهلكين خلال جانفي الحالي إلى 98.2 نقطة، وهو أعلى مستوى له منذ 11 عاماً :

- مبيعات التجزئة: ارتفعت مبيعات التجزئة في الولايات المتحدة، مع زيادة مشتريات الأسر من السيارات ومجموعة أخرى من السلع ومع تراجع أسعار البنزين، وذلك في أحدث دلالة على أن النمو الاقتصادي بدأ أخيراً يكتسب قوة، كما وبينت المؤشرات إن مبيعات التجزئة ارتفعت 1.2% الشهر الماضي بعد زيادة معدلة 0.2% في أبريل :

- نشاط التصنيع: وبعد حصول الشركات العملاقة على كثير من القروض والاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة فإن هذا ساعد قطاع الصناعة على النمو وخصوصاً قطاع التكنولوجيا وصناعة السيارات كما وساعد أصحاب المشاريع الصغيرة من تطوير صناعاتهم :

- الإنتاج الصناعي: نما الإنتاج الصناعي الأمريكي بأقوى وتيرة له في ثمانية أشهر في يوليو تموز وحقق قطاع السيارات زيادة كبيرة في الإنتاج في إشارة متفائلة على نمو الإقتصاد في الربع الثالث وقال مجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأمريكي) إن الإنتاج الصناعي ارتفع 0.6 بالمائة :

- نمو الوظائف: إن عدد الوظائف غير الزراعية ارتفع بواقع 215 ألف وظيفة خلال يوليو، مقابل تراجع في قطاع التعدين، وهذا طبعاً هو أحد أبرز الأسباب وأهمها الذي يشجع البنك الفيدرالي من رفع أسعار الفائدة لأن كل ما ذكرناه يعتمد بالدرجة الأولى على انخفاض نسبة البطالة :

- التضخم: ويتعين على البنك المركزي تحقيق التوازن بين اثنين من الأولويات:

1. الرغبة في توفير أكبر عدد من فرص العمل في الإقتصاد الأمريكي ؛

2. السيطرة على الأسعار في نفس الوقت وهذا تقريبا ما تحقق.

2-2-4- القوى المتعددة في الاقتصاد الأمريكي.<sup>xxiv</sup>

هناك العديد من العوامل المؤثرة علي سعر فائدة القروض في الاقتصاد الأمريكي، فإن ارتفاع أسعار الفائدة قد يسبب تذبذب في أسواق الأسهم والتي بدورها تؤثر علي سوق السندات، في الواقع فان أسواق السندات والأسهم هما أوجه متقابلة لذات العملة فأحدهما لا يمكن أن يتحرك دون الآخر، فإذا ارتفعت قيمة الدولار الأمريكي فان أسعار السندات تتراجع، أيضا فإنها تتراجع مع انخفاض أسعار النفط، بشكل عام حين ترتفع أسواق السندات فان أسواق الأسهم تتراجع. بالإضافة إلي ذلك فإذا ما جاءت البيانات الاقتصادية أفضل أو أسوأ من المتوقع فإنها سوف تؤدي إلي تذبذب قيمة أزواج الدولار الأمريكي في سوق الفوركس الفورية، وهو الأمر الذي سيؤثر بدوره علي سوق السندات ومن ثم أسعار الفائدة، وهنا يتبين لدينا أن هناك نمو بالاقتصاد الأمريكي ومع رفع نسبة الفائدة فان سوق البورصات سوف يتذبذب لفترة محدودة وهذا لن يشكل خطر على الاقتصاد الأمريكي بل هي ردة فعل طبيعية من البورصات على رفع نسبة الفائدة، وإن فرضنا جدلا أنه لم يكن هناك نمو بالاقتصاد الأمريكي بل بالعكس عجز بالاقتصاد فان البورصات أيضا سوف تتذبذب.

3-4- سعر الفائدة لبنك الاحتياطي الفيدرالي مقابل قاعدة تايلور.

قام الاقتصادي الأمريكي "تايلور" وفق قاعدة بسيطة عرفت بقاعدة تايلور\* التي ركزت على معدل الفائدة قصير الأجل جدا (فائدة الليلة الواحدة)، وتتفاعل الفائدة قصيرة الأجل مع متغيرات الأسعار والنتائج الإجمالي بواسطة معادلة صاغها على النحو التالي:<sup>xxv</sup>

$$i = R + \pi + \alpha(\pi - \pi^e) + \beta(RGDP - PRGDP)$$

حيث:  $i$ : سعر الفائدة المستهدف قصير الأجل.

$R$ : سعر الفائدة قصير الأجل.  $\pi$ : التضخم المتحقق (الفعلي).

$\alpha, \beta$ : معدل نمو ثابت لكل من الناتج الإجمالي والتضخم ويفترض أنهما ثابتين في الأجل القصير والمتوسط.

$(\pi - \pi^e)$ : فجوة التضخم أي الفرق بين التضخم الحقيقي والتضخم المستهدف.

$(RGDP - PRGDP)$ : فجوة الناتج الإجمالي وهي الفرق بين ما هو محقق وما هو محتمل.

لقد صممت هذه القاعدة كردة فعل مُنظمة للتقلبات الاقتصادية وأكدت على أسعار الفائدة قصيرة الأجل جدا كهدف عملياتي لسياسة استهداف التضخم، وقد أحدثت ثورة في مجال في مجال صنع السياسة النقدية وإدارتها للبنوك المركزية في كثير من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء<sup>xxvi</sup>. وقد افترض تايلور بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية بالنسبة لسعر الفائدة للأموال الاتحادية هو 2%، ومعدل التضخم المستهدف هو 3%، أيضا إذا ما حدث انحراف بين التضخم الحقيقي والمستهدف (فجوة تضخمية) أو بين الناتج الإجمالي المتحقق أو المحتمل فإن سعر الفائدة يستجيب لهذه التغيرات<sup>xxvii</sup>، إذا فإن حصل ارتفاع في معدلات التضخم وكانت الفجوة التضخمية هي بنسبة 1% فإن سعر الفائدة يرتفع للاستجابة للتقلبات السعريّة<sup>xxviii</sup>. والشكل التالي يوضح سعر الفائدة قصير الأجل مقابل قاعدة تايلور:

الشكل 07: سعر الفائدة لبنك الاحتياطي الفيدرالي مقابل قاعدة تايلور (%)



المصدر: مكتب التحليلات الاقتصادية ومكتب إحصائيات العمل وبنك الاحتياطي الفيدرالي وتحليلات

قسم الاقتصاد في مجموعة ONB

كما يوضح الرسم البياني، فإن قاعدة تايلور تقدم وصفاً جيداً لسعر فائدة بنك الاحتياطي الفيدرالي للسنوات التي سبقت الأزمة المالية لعام 2008. كما يسلط الرسم البياني الضوء على المعضلة التي واجهها بنك الاحتياطي الفيدرالي منذ الأزمة، حيث كانت توصي قاعدة تايلور بمستويات سلبية للغاية لأسعار الفائدة. ولأنه لم يكن بمقدور بنك الاحتياطي الفيدرالي تحديد أسعار فائدة عند مستويات أقل من الصفر، فقد لجأ بدلاً من ذلك إلى اعتماد أدوات نقدية غير تقليدية مثل التيسير الكمي. فما الذي توصي به قاعدة تايلور في ظل هذه الظروف؟ مع بلوغ معدل التضخم نسبة 1.2% ومعدل البطالة 5.5%، فإن هذه القاعدة، التي تجمع بين معدل التضخم ومعدل البطالة للخروج بأفضل سعر فائدة يمكن

إقراره، توصي بأن يكون سعر الفائدة هو 0.36% كما هو مبين من خلال الخط الأحمر في الرسم البياني. وتعتبر هذه النسبة قريبة -رغم كونها أعلى بقليل- من نطاق أسعار الفائدة الحالي الذي يعتمد عليه بنك الاحتياطي الفيدرالي ويتراوح بين 0.0% إلى 0.25%. وإذا اعتمدنا توقعات بنك الاحتياطي الفيدرالي لما سيكون عليه معدل البطالة (5.25%) ومعدل التضخم (1.35%) بنهاية عام 2015، فإن قاعدة تايلور توصي برفع سعر الفائدة إلى 0.78% بنهاية العام. ويفوق هذا السعر المستنبت وفقاً للقاعدة سعر الفائدة الحالي بنسبة 0.5%، أي ما يعادل مقدار زيادة السعر لمرتين.

#### خاتمة:

- يعتبر سعر الفائدة من أهم المتغيرات الاقتصادية تأثيراً للاقتصاد الوطني، فبالرغم من أن هناك العديد من الدراسات التي تناولت هذا المتغير بهدف شرح سلوكه ودراسة تأثيره على النشاط الاقتصادي من خلال تحديد مجموعة العوامل الأساسية التي تؤثر فيه، إلا أن هذا المتغير لا يزال هناك غموض حول طبيعة القرارات المتعلقة بتغييره وهذا ما يحث في الاقتصاد الأمريكي، فبالرغم من أن العديد من المؤشرات تشير إلى ضرورة قيام الفيدرالي الأمريكي برفع سعر الفائدة، إلا أن قرار هذا الأخير يكتنفه الكثير من الغموض وربما عدم الانصياع للنظرية الاقتصادية. وعليه من خلال دراستنا توصلنا إلى مجموعة من النتائج نوجزها على النحو التالي:
- يقصد بسعر الفائدة هو ذلك السعر الذي يدفعه البنك المركزي على إيداعات البنوك التجارية، فسواء كان هذا الإيداع لمدة يوم واحد أو لمدة سنة كاملة فإن البنك المركزي يقوم بدفع فائدة معينة عليها ؛
  - يتحدد سعر الفائدة من خلال الطلب على الأرصدة النقدية القابلة للإقراض وعرضها وإنما يعود أيضاً للتوقعات العقلانية للعوامل المؤثرة في العرض والطلب على الأرصدة ؛
  - يتحدد سلوك سعر الفائدة كمتغير اقتصادي مهم بمجموعة من العوامل الاقتصادية والتي تتمثل في حالة الميزانية العامة للدولة بالإضافة إلى إستراتيجية البنك المركزي وكذا العلاقات الاقتصادية الدولية وأخيراً مستوى النشاط الاقتصادي، وتلعب دوراً مهماً في تحديد سلوك سعر الفائدة مستقبلاً ؛
  - بدأ الاقتصاد الأمريكي في العامين الأخيرين التعافي بشكل جيد وملحوظ من آثار الأزمة المالية التي ضربت العالم عام 2008. وبالتالي فإن البنك المركزي الأمريكي يسعى من خلال الإقدام على هذه الخطوة إلى التأكيد على تعافي الاقتصاد الأمريكي من الأزمة المالية السابقة، وتعزيز ثقة المستثمرين في قوة أكبر اقتصاديات العالم ؛
  - سينتج عن قيام الاحتياطي الفيدرالي برفع سعر الفائدة متاعب للاقتصاديات النامية، حيث سيؤدي إلى تراكم في أعباء الديون الدولية على الدول التي أخذت قروضاً بالدولار الأمريكي، ما يعد ثقلًا جديداً على الأعباء التي يتحملها اقتصاد هذه الدول.

#### الهوامش والإحالات:

- <sup>i</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 63.
- <sup>ii</sup> - للمزيد من التفاصيل أنظر: توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، دار المريخ، العربية السعودية، 2002، ص 117.
- <sup>iii</sup> - وثيقة إلكترونية، السندات، من على الموقع: <http://mostasmer.com>، تاريخ التحميل: 10/12/2016، ص 02.
- <sup>iv</sup> - فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم - منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2002، ص 109.
- <sup>v</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 65.
- <sup>\*</sup> - هذا راجع إلى أن المقترضين ينحازون إلى المطلوبات أو الخصوم طويلة الأجل بينما يتجه المقرضون إلى الإقراض قصير الأجل.
- <sup>vi</sup> - فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، مرجع سبق ذكره، ص 110.
- <sup>\*</sup> - للمزيد أنظر: توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، مرجع سبق ذكره، ص 130.
- <sup>vii</sup> - فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، مرجع سبق ذكره، ص 112-113.
- <sup>viii</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص 64.
- <sup>\*</sup> - يشير التحليل الاقتصادي إلى أن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار السندات عكسية، فارتفاع أسعار السندات يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة والعكس صحيح، لكن بعض الاقتصاديين أمثال (Woodworth) يعتبرون أن هذا التفسير مظلل للعلاقة السببية بين المتغيرين، وذلك أن التغيرات في سعر الفائدة لا يسبب تغيرات في أسعار السندات بشكل أكبر من قيام التغيرات في أسعار السندات بالتأثير على أسعار الفائدة، إهما وبكل بساطة وجهان لنفس الظاهرة وبهنا علاقة رياضية عكسية، إن السبب في تغيرات كل من أسعار الفائدة وأسعار السندات لها جذور عميقة تمتد لتصل إلى ظروف العرض والطلب الخاصة بالأرصدة القابلة أو المعدة للاستثمار.
- <sup>ix</sup> - توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، مرجع سبق ذكره، ص 117.
- <sup>x</sup> - أجين برغام، الإدارة المالية (1): مفاهيم أساسية، تقييم الأدوات المالية، ترجمة محمود فتوح وآخرون، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2010، ص 51-52.
- <sup>xi</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص 63.
- <sup>xii</sup> - أجين برغام، الإدارة المالية (1): مفاهيم أساسية، تقييم الأدوات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 55-57.

- \*- يحسب سعر الفائدة الحقيقي من خلال الفرق بين سعر الفائدة الاسمي ونسبة التغيرات في الأسعار أي معدل التضخم.
- <sup>xiii</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص 69.
- <sup>xiv</sup> - وثيقة الكترونية، <http://www.sasapost.com/us-interest-rates/>، تاريخ التحميل: 2017/01/03.
- <sup>xv</sup> - أجين برغام، الإدارة المالية (1): مفاهيم أساسية، تقييم الأدوات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 71.
- <sup>xvi</sup> - محمد خصاونة، المالية العامة - النظرية والتطبيق، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 180.
- <sup>xvii</sup> - زياد زنبوعه، مئى خالد فرحات، بدائل تمويل عملية التنمية في سورية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الثاني، سوريا، 2012، ص 292.
- <sup>xviii</sup> - رمزي زكي، انفجار العجز-علاج عجز الموازنة العامة للدولة في ضوء المنهج الإنكماشى والمنهج التنموي-، معهد التخطيط القومي، القاهرة، 1998، ص 130.
- <sup>xix</sup> - محمد جمال ذنبيات، المالية العامة والتشريع المالي، الدار العملية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 166.
- <sup>xx</sup> - أجين برغام، الإدارة المالية (1): مفاهيم أساسية، تقييم الأدوات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 73.
- <sup>xxi</sup> - المرجع نفسه، ص 74.
- <sup>xxii</sup> - [https://www.dailyfx.com/tadawul\\_forex\\_news/2016-12-25/](https://www.dailyfx.com/tadawul_forex_news/2016-12-25/rate_interest_raise_to_Reserve_Federal_the_prevent_that_reasons_important_most_The_09/17/6https://www.dailyfx.com/tadawul_forex_news/2016-12-25/)، 25/12/2016.
- <sup>xxiii</sup> - فريد الحاريق، الفائدة في الولايات المتحدة سترتفع مرتي، من على الموقع: [http://www.aliqtisadi.ps/ar\\_page.php?id=](http://www.aliqtisadi.ps/ar_page.php?id=)، تاريخ التحميل: 2016/12/23.
- <sup>xxiv</sup> - المرجع نفسه.
- \*- عرفت بهذا الاسم نسبة للاقتصادي "لجون تايلور" من جامعة ستانفورد، الذي استخدم هذه القاعدة لأول مرة في عام 1993.
- <sup>xxv</sup> - Dagher Mahmood M., *Journal of Economic Sciences, organizations (Banks): case study: Iraq Indicative supervision the monetary business*, Vol,18,No, p 65., 2012. University of Baghdad
- <sup>xxvi</sup> - محمود محمد داغر، سيف راضي محي، إدارة السياسة النقدية من عرض النقود إلى أسعار الفائدة في الاقتصاد العراق للمدة: 2011-2004، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 79، جامعة بغداد، 2014، ص 260.
- <sup>xxvii</sup> - John H. Cochrane, *Inflation Determination with Taylor Rules: A Critical Review*, Current draft, 12, 2007, p p: 1-5.
- <sup>xxviii</sup> - Debate, USA: National Bureau of Economic Research, 2005, p47. Bernanke, Ben S. and Woodford, Michael, *The Inflation-Targeting*