

# نشرة صندوق النقد الدولي

بحوث آفاق الاقتصاد العالمي



عمال يعبرون جسرا في موقع بناء مركز خدمات النقل في مدينة أنهايم بولاية كاليفورنيا الأمريكية؛ الصندوق يتنبأ ببيئة يسودها انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية وتكلفة رأس المال (الصورة: Bruce Chambers/ZUMA/Corbis)

## ارتفاع أسعار الفائدة سيكون محدودا مع اتجاه الاقتصاد العالمي إلى منواله الطبيعي

3 إبريل 2014

أندريا بسكاتوري وديفيد فورسبري

- أسعار الفائدة الحقيقية تقترب حاليا من الصفر؛ ومن المتوقع أن تشهد ارتفاعا متواضعا فقط
- من غير المرجح حدوث تراجع في العوامل المؤثرة على أسعار الفائدة
- استمرار أسعار الفائدة المنخفضة يعني انخفاض تكلفة الاقتراض لكنه يعني كذلك تقييد السياسة

من المتوقع أن تشهد أسعار الفائدة الحقيقية ارتفاعا متواضعا مع عودة أوضاع الاقتصاد العالمي إلى منوالها الطبيعي، مما يحقق تحولا في المسار الهبوطي السابق الذي أوصل هذه الأسعار إلى أرقام سالبة بعد الأزمة المالية، وفقا للتوقعات التي وردت في دراسة جديدة عن إدارة البحوث في صندوق النقد الدولي.

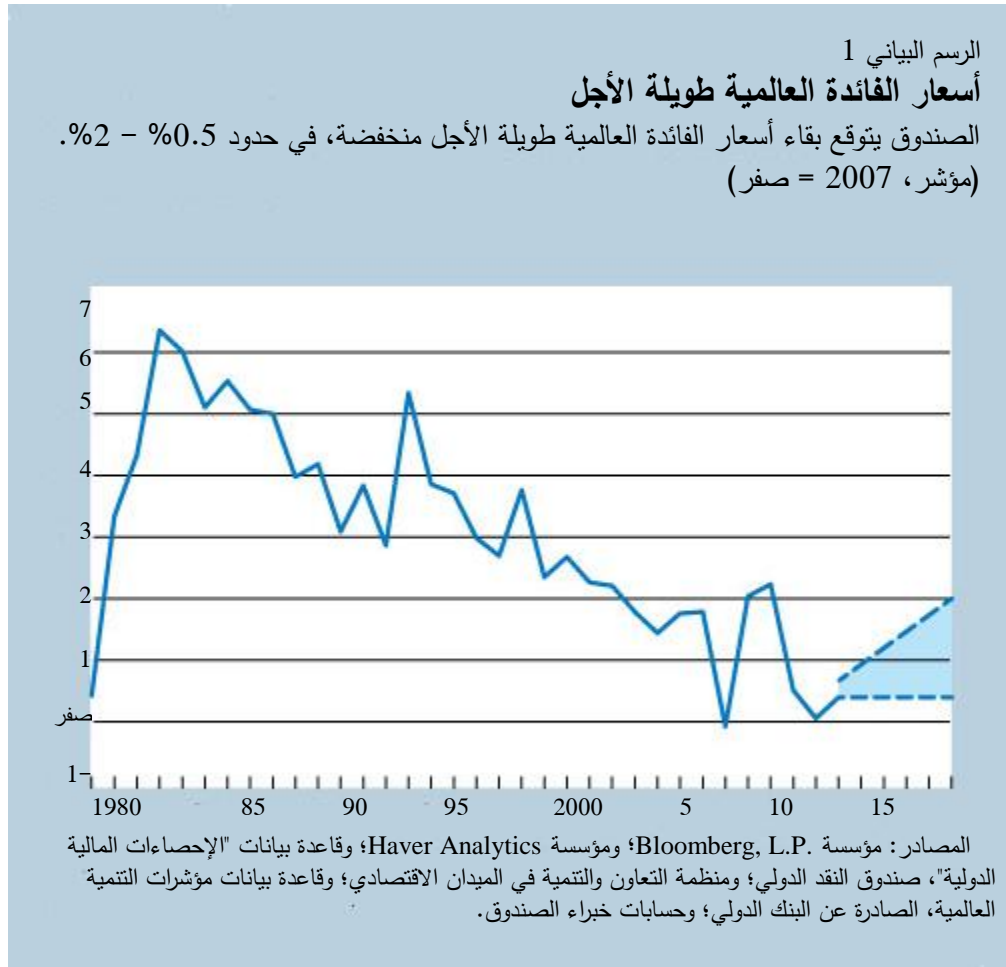
تجدر الإشارة إلى أن استمرار أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة – أي السعر الذي يدفعه المقترضون ناقصا معدل التضخم المتوقع – سوف يخفف أعباء الدين على المقترضين لكنه قد يمثل عائقا أمام صناع السياسات. ففي مناخ تسود فيه أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة يمكن أن تزداد كذلك احتمالات وصول سعر الفائدة الاسمي في المستقبل إلى النطاق الأدنى (أي النطاق الصفري)، وهو ما قد يؤدي إلى فقدان أداة رئيسية من أدوات السياسة النقدية: وهي تخفيض أسعار الفائدة لتنشيط النمو. ومع احتمال تعرض الاقتصادات المتقدمة لمخاطر استمرار النمو بالغ الانخفاض، فمن الممكن أن تتحقق هذه القيود.

ويتوقع لأي زيادة حاليا في أسعار الفائدة الحقيقية أن تكون متواضعة لأن العوامل الأساسية التي ساهمت في انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية من قبل لا يرجح أن تتراجع:

- **الادخار:** سجلت اقتصادات الأسواق الصاعدة زيادة كبيرة في معدل الادخار بين عامي 2007 و2010، مما أدى إلى انخفاض أسعار الفائدة. ومن المتوقع حدوث تراجع جزئي فحسب في هذه الزيادة.

- **المحافظ:** زاد الطلب منذ الأزمة على الأصول الآمنة - السندات مقابل الأسهم وحصص رأس المال الأخرى متزايدة المخاطر. وكان ذلك راجعاً أيضاً إلى زيادة تراكم الاحتياطات في اقتصادات الأسواق الصاعدة. وما لم يطرأ تغير كبير غير متوقع في السياسات، فمن المرجح أن يستمر هذا الاتجاه العام.
- **الاستثمار:** من المرجح استمرار تراجع معدلات الاستثمار في الاقتصادات المتقدمة نتيجة الأزمة المالية العالمية.

انخفضت أسعار الفائدة، أو العائدات، على الأصول بجميع آجال استحقاقها في جميع أنحاء العالم منذ أوائل ثمانينات القرن العشرين، فبلغت مستويات أقل كثيراً من مستويات انخفاض التوقعات التضخمية. ويعني ذلك انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية - أي الأسعار التي يدفعها المقترضون والمصححة لاحتمال التضخم المتوقع. فقد تراجعت أسعار الفائدة الحقيقية على مدار عشر سنوات عبر البلدان من متوسط 5.5% في ثمانينات القرن العشرين إلى 3.5% في تسعينات ذلك القرن، وإلى 2% خلال الفترة من 2001-2008، وإلى 0.33% بين عامي 2008 و2012 (الرسم البياني 1).



ومع تزايد الاندماج الاقتصادي والمالي العالمي على مدار العقود الثلاثة الماضية، تتحدد حاليا أسعار الفائدة إلى حد كبير بعوامل عالمية مشتركة، وخاصة على مستوى آجال الاستحقاق الأطول.

وبينما هيمنت السياسة النقدية على تطور أسعار الفائدة الحقيقية في ثمانينات وأوائل تسعينات القرن العشرين، كان تحسن سياسة المالية العامة في الاقتصادات المتقدمة هو العامل الأساسي وراء التراجع في أسعار الفائدة الحقيقية خلال الفترة المتبقية من تسعينات القرن العشرين. غير أن العوامل سائلة الذكر أصبحت في الآونة الأخيرة تقوم بدور حاسم في هذا الشأن.

وقد أعدنا في دراستنا مجموعة بيانات جديدة لأسعار الفائدة الحقيقية شملت مجموعة كبيرة من البلدان بغية دراسة هذه العوامل بالتفصيل ووضع تنبؤاتنا المستقبلية لأسعار الفائدة الحقيقية، وبشكل أعم، لتكلفة رأس المال.

### تخمة المدخرات وأفضليات المستثمرين

ويعزى تراجع أسعار الفائدة الحقيقية في أواسط الألفينات غالبا إلى عاملين رئيسيين، هما:

- تخمة المدخرات الناشئة عن اقتصادات الأسواق الصاعدة، وخاصة الصين؛
- وتحول أفضليات المستثمرين إلى الأصول ذات الدخل الثابت - كالسندات - بدلا من حصص رأس المال، كالأسهم.

وبينما يفرض كلا هذين العاملين ضغوطا خافضة على أسعار الفائدة الحقيقية عالميا يتزايد التوجه نحو العودة المتوقعة للاستثمار في حصص رأس المال.

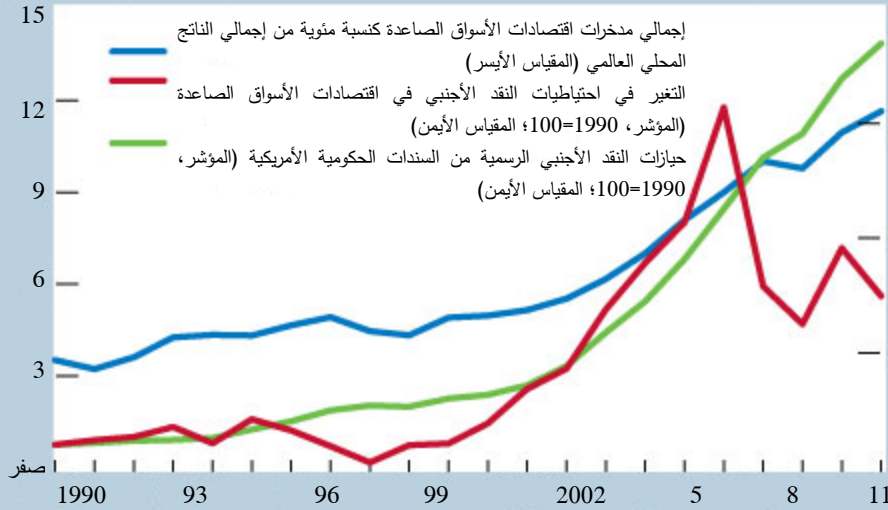
وقد أدت الزيادة الكبيرة في معدلات الادخار في اقتصادات الأسواق الصاعدة، وخاصة في الصين، في منتصف العقد الأول من القرن الحادي والعشرين إلى أكثر من نصف الانخفاض المشاهد في أسعار الفائدة الحقيقية (الرسم البياني 2)، ولم يحدث ما يعوضه جزئيا إلا انخفاض معدل الادخار في الاقتصادات المتقدمة. ويبدو أن ارتفاع نمو الدخل في اقتصادات الأسواق الصاعدة في هذه الفترة كان أهم عامل وراء زيادة المدخرات.

الرسم البياني 2

**تخمة المدخرات وتحولات المحافظ**

لا تزال المدخرات تواصل ارتفاعها في اقتصادات الأسواق الصاعدة؛ فقد زادت الاحتياطيات الرسمية وحيازات النقد الأجنبي الرسمية من السندات الأمريكية لدى الأسواق الصاعدة. (المؤشر؛ 1990 = 100)

(% من إجمالي الناتج المحلي العالمي)



المصادر: دراسة "Beltran, Daniel O., and others, 2013"، ودراسة بعنوان "Foreign Holdings of U.S. Treasuries and U.S. Treasury Yields," المنشورة في *Journal of International Money and Finance*, Vol. 32, No. 1, pp. 1120-43؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ويمكن إرجاع أكثر من نصف الانخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية خلال العقد الأول من ألفينات القرن الحالي إلى زيادة الطلب النسبي على السندات. ويعكس هذا التحول زيادة في درجة المخاطر التي تقترن بحصص الملكية مع ارتفاع الطلب على الأصول الآمنة بين اقتصادات الأسواق الصاعدة لزيادة تراكم الاحتياطيات الأجنبية الرسمية. وفي أعقاب الأزمة العالمية، ظل هذا السببان يساهمان في انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية، ولكن بدرجة أقل في الوقت الحالي.

**ما المتوقع**

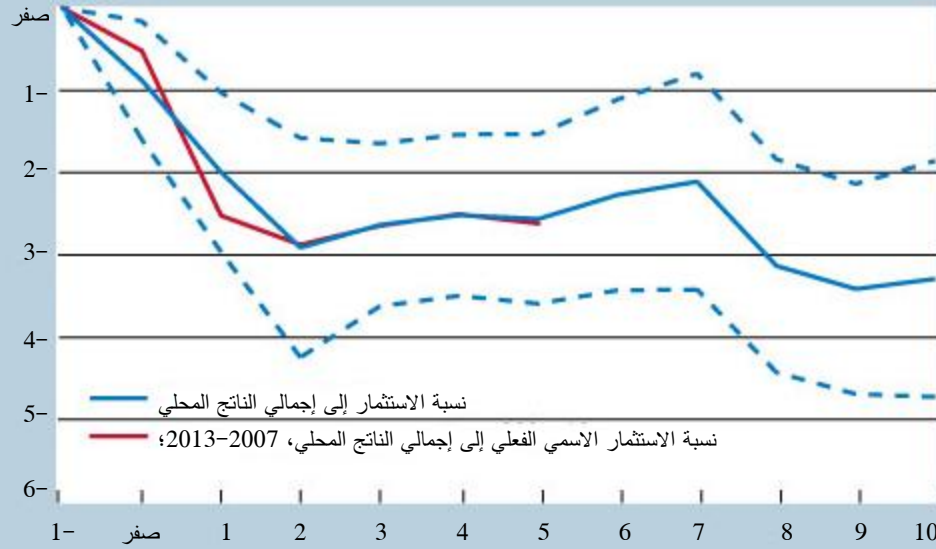
تسببت الآثار التي خلفتها الأزمة المالية العالمية في حدوث انخفاض حاد ومستمر في استثمارات الاقتصادات المتقدمة، مما ساهم إلى حد كبير أيضا في هبوط أسعار الفائدة مؤخرًا. وكانت آثار الأزمة على الادخار أكثر محدودية. وتخلص دراستنا إلى أن آثار الأزمة المالية العالمية سوف تستمر على الأرجح على مدار الخمس سنوات القادمة، بينما لا يرجح أن تعود نسب الاستثمار إلى إجمالي الناتج المحلي في كثير من الاقتصادات المتقدمة إلى مستويات ما قبل الأزمة (الرسم البياني 3).

الرسم البياني 3

## أثر الأزمات المالية على الاستثمار في الاقتصادات المتقدمة

من المرجح أن تظل نسبة الاستثمار إلى إجمالي الناتج المحلي منخفضة في الاقتصادات المتقدمة

(المؤشر؛ 2007 = صفر)



المصادر: منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: الخط المتصل باللون الأزرق (الأحمر) يشير إلى الأثر المقدر؛ والخطوط المنقطعة الزرقاء (الحمراء) تشير إلى نطاقات ثقة قدرها 90%؛ والخط الأسود يشير إلى التطور الفعلي لنسبة الاستثمار إلى إجمالي الناتج المحلي في الاقتصادات المتقدمة من 2007 إلى 2013. وحدات المحور السيني تمثل السنوات؛ والزمن = صفر تشير إلى سنة الأزمة المالية.

وترجع الزيادة المتوقعة المحدودة في أسعار الفائدة الحقيقية وتكلفة رأس المال في جانب منها إلى العوامل الدورية. فأسعار الفائدة الحقيقية شديدة الانخفاض في السنوات القليلة الماضية تعكس فجوات كبيرة بين الناتج الفعلي والناتج الممكن في الاقتصادات المتقدمة. غير أن الدراسة ترجّح بقاء أسعار الفائدة الحقيقية وتكلفة رأس المال منخفضة نسبياً حتى مع اختفاء مثل هذه الفجوات.

ومن حيث إجراءات السياسة، إذا ظلت أسعار الفائدة الحقيقية دون معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، قد لا تؤدي زيادة الاستثمارات العامة إلى رفع نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي على المدى المتوسط، وسوف تستخدم زيادة النمو عندئذ في تمويل أعباء المديونية الزائدة.

وفيما يتعلق بالسياسة النقدية، تجدر الإشارة إلى أن استمرار أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة لفترة ممتدة يمكن أن يعني سعر الفائدة الأساسي المحايد (أي معدل متوافق مع النمو الممكن) سوف ينخفض عما كان عليه في تسعينات القرن العشرين أو أوائل ألفينيات القرن الحالي. ويمكن أن يؤدي ذلك أيضا إلى زيادة احتمال وصول سعر الفائدة الاسمي إلى النطاق الأدنى الصفري إذا ما تعرض الطلب لصدمة مناوئة مع تضخم مستهدف قدره 2% تقريبا، وهو ما يمكن أن ينطوي بدوره على انعكاسات بالنسبة لإطار السياسة النقدية.

وأخيرا، إذا ما استمر مناخ أسعار الفائدة الحقيقية (والاسمية) المنخفضة، قد تضطر المؤسسات المالية إلى البحث عن عائدات (حقيقية) (واسمية) أعلى عن طريق تحمل مزيد من المخاطر. وقد يتسبب هذا بدوره في زيادة مخاطر القطاع المالي على المستوى النظامي، وتعزيز أهمية الرقابة الاحترازية على المستويين الكلي والجزئي للحفاظ على الاستقرار المالي.

▪ ينشر صندوق النقد الدولي تنبؤاته العالمية من تقرير *آفاق الاقتصاد العالمي* في التاسع من إبريل الجاري.

روابط ذات صلة:

[طالع الدراسة بالكامل](#)

[نمو الأسواق الصاعدة](#)

[مدونة الصندوق: أوليفيه بلانشار](#)

[آفاق الاقتصاد العالمي 2014](#)