

## كيف يمكن أن تكون أسعار الفائدة سالبة؟

البنوك المركزية تبدأ في تجربة أسعار الفائدة السالبة لتحفيز اقتصادات بلدانها  
فيكرام هكسار وإيمانويل كوب

أجل تنظيم الدورة الاقتصادية. غير أن عددا كبيرا من البنوك المركزية لجأ في السنوات الأخيرة إلى تطبيق سعر فائدة أساسي منخفض. وبدأ العديد من البنوك المركزية ومنها البنك المركزي الأوروبي والبنوك المركزية للدانمرك واليابان والسويد وسويسرا في تجربة أسعار الفائدة السالبة — بالأساس مطالبة البنوك بالدفع مقابل تخزين النقد الزائد لديها في البنك المركزي. ويتمثل الهدف من ذلك في تشجيع البنوك على إقراض تلك الأموال بدلا من ذلك، وبالتالي التصدي لضعف النمو الذي استمر بعد الأزمة المالية العالمية لعام ٢٠٠٨. وأقلب العالم بالنسبة للكثيرين: هل سيحصل المدخرون الآن على عائد سالب بينما سيحصل المقترضون على مقابل لاقتراض الأموال؟ ولكن المسألة ليست بهذه البساطة.

وبعبارة بسيطة، فإن الفائدة هي تكلفة الائتمان أو تكلفة الأموال. وهي المبلغ الذي يوافق المقترض على دفعه لتعويض المقرض عن استخدام أمواله وتحمل المخاطر المرتبطة بها. وتختلف النظريات الاقتصادية التي تستند إليها أسعار الفائدة، حيث يشير بعضها إلى التفاعلات بين العرض من المدخرات والطلب على الاستثمار، وتشير نظريات أخرى إلى التوازن بين العرض من الأموال والطلب عليها. ووفقا لهذه النظريات، يجب أن تكون أسعار الفائدة موجبة لتحفيز الادخار، ويطلب المستثمرون بأسعار فائدة ترتفع تدريجيا كلما زادت مدة اقتراض الأموال لتعويضهم عن المخاطر المتزايدة التي ينطوي عليها ربط أموالهم لفترة أطول. وبالتالي، في ظل الظروف العادية، ستكون أسعار الفائدة موجبة، وكلما طالت مدتها، ارتفع سعر الفائدة. وبالإضافة إلى ذلك، لمعرفة العائد الذي يحققه الاستثمار فعليا أو تكلفة القرض، من المهم مراعاة التضخم، وهو المعدل الذي تفقد به الأموال قيمتها. ولذلك تمثل توقعات التضخم محركا رئيسيا لأسعار الفائدة طويلة الأجل.

وبينما هناك أسعار فائدة مختلفة كثيرة في الأسواق المالية، فإن سعر الفائدة الأساسي الذي يحدده البنك المركزي للبلد يوفر مرجعا رئيسيا لتكلفة الاقتراض في اقتصاد البلد. وتغير البنوك المركزية سعر الفائدة الأساسي استجابة للتغيرات في الدورة الاقتصادية ولتوجيه اقتصاد البلد عن طريق التأثير على أسعار الفائدة المختلفة الكثيرة



**يتداول الناس الأموال** منذ فترة طويلة. وكنا دائما ما ندفع ثمننا مقابل استخدام أموال أو مدخرات الغير. وتُعرف تكلفة القيام بذلك بعدة كلمات مختلفة، تتراوح من المقابل (*pragoy*) في اللغة السنسكريتية القديمة إلى الفائدة في اللغة الإنجليزية الحديثة. وأقدم مثال معروف على أسعار الفائدة القانونية ذات الطابع المؤسسي يرجع إلى قوانين إشنونة، وهي نصوص بابلية قديمة يرجع تاريخها إلى حوالي عام ٢٠٠٠ قبل الميلاد.

ولمعظم الوقت على مر التاريخ، كانت أسعار الفائدة الاسمية — الأسعار المعلنة التي يدفعها المقترضون على القرض — موجبة، أي أكبر من الصفر. ولكن فكر فيما يحدث عندما يتجاوز معدل التضخم العائد على المدخرات أو القروض. فعندما يبلغ التضخم ٣٪، وسعر الفائدة على القروض ٢٪، فإن العائد الذي يحققه المقرض بعد مراعاة التضخم سيكون أقل من الصفر. وفي مثل هذه الحالة، نقول إن سعر الفائدة الحقيقي — سعر الفائدة الاسمي ناقص معدل التضخم — سالب.

وفي الأوقات المعاصرة، طبقت البنوك المركزية سعر فائدة اسميا موجبا عند إقراض الأموال لمدة قصيرة من

الفرق بين سعر الفائدة الذي تدفعه للمدخرين (المودعين) وبين سعر الفائدة الذي تفرضه على القروض التي تقدمها. وعندما تُخفض البنوك المركزية أسعار الفائدة الأساسية، فإن الاتجاه العام لهذا الفرق بين السعيرين ينخفض، حيث تميل أسعار الفائدة الإجمالية على الإقراض وأسعار الفائدة طويلة الأجل إلى الانخفاض. وعندما تنخفض أسعار الفائدة عن الصفر، قد تتردد البنوك في تمرير أسعار الفائدة السالبة إلى المودعين من خلال فرض رسوم على مدخراتهم خوفاً من سحبهم لودائعهم. وإذا امتنعت البنوك عن فرض أسعار فائدة سالبة على الودائع، يمكن أن يؤدي ذلك بدوره إلى تحول فرق أسعار الفائدة على الإقراض إلى سالب، لأن العائد على القرض لن يغطي تكلفة الاحتفاظ بالودائع. ويمكن أن يؤدي ذلك بدوره إلى تقليل ربحية البنوك وتقويض استقرار النظام المالي.

والشأن الثاني الذي يتعلق بأسعار الفائدة السالبة على الودائع المصرفية هو أنها ستوفر للمدخرين حافزاً للتحول عن الودائع والاحتفاظ بالأموال النقدية. ففي النهاية، لا يمكن أن تنخفض القيمة الاسمية للنقد (على الرغم من أن البعض اقترح التخلص من النقد تماماً ليصبح من الممكن تطبيق أسعار فائدة سالبة للغاية عند الحاجة). وبالتالي، كان هناك قلق من أن تصل أسعار الفائدة السالبة إلى نقطة يترك بعدها المدخرون البنوك ويخزنون أموالهم نقداً خارج النظام المصرفي. ونحن لا نعرف على وجه اليقين ما هو الحد الأدنى الفعلي لأسعار الفائدة. وفي بعض السيناريوهات، قد يؤدي تطبيق أسعار فائدة أقل من هذا الحد الأدنى إلى تقويض سيولة النظام المالي واستقراره.

وفي الممارسة العملية، يمكن أن تفرض البنوك رسوماً أخرى لتعويض التكاليف، ولم تصل أسعار الفائدة السالبة إلى الحد الذي يجعل البنوك تحاول أن تمرر أسعار الفائدة السالبة إلى صغار المودعين (قبل كبار المودعين بعض أسعار الفائدة السالبة للسهولة المرتبطة بالاحتفاظ بالأموال في البنوك). ولكن يظل القلق إزاء حدود أسعار الفائدة الأساسية السالبة ما بقي النقد بديلاً قائماً.

وإجمالاً، يشير سعر الفائدة المحايد المنخفض إلى أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل يمكن أن تصل في كثير من الأحيان إلى الحد الأدنى الصفري وأن تظل عنده لفترات طويلة من الزمن. ومع حدوث ذلك، قد تحتاج البنوك المركزية بشكل متزايد إلى اللجوء إلى ما كان يرى في الماضي على أنه سياسات غير تقليدية، بما في ذلك أسعار الفائدة الأساسية السالبة. **FD**

(قصيرة الأجل بصورة رئيسية). وتوفر أسعار الفائدة الأساسية الأعلى حافزاً للادخار، في حين أن أسعار الفائدة الأساسية المنخفضة تحفز الاستهلاك وتقلل تكلفة الاستثمار التجاري. ومن العوامل التي توجه البنوك المركزية عند تحديد سعر الفائدة الأساسي هو مفهوم سعر الفائدة المحايد: سعر الفائدة طويل الأجل الذي يتسق مع تضخم مستقر. وسعر الفائدة المحايد لا يحفز النمو الاقتصادي ولا يقيده. وعندما تكون أسعار الفائدة أقل من سعر الفائدة المحايد، تكون السياسة النقدية توسعية، وعندما تكون أعلى، تكون السياسة النقدية انكماشية.

وأصبح هناك الآن اتفاق واسع في كثير من البلدان على أن سعر الفائدة المحايد هذا سلك اتجاهها هبوطياً واضحاً لعقود من الزمن وربما يكون أقل مما كان متوقفاً في الماضي. ولكن العوامل المحركة لهذا الانخفاض ليست مفهومة جيداً. فقد شدد البعض على دور عوامل مثل الاتجاهات الديمغرافية طويلة الأجل (وخاصة المجتمعات التي تعاني تزايد المسنين في الاقتصادات المتقدمة)، وضعف نمو الإنتاجية، ونقص الأصول الآمنة. وبشكل منفصل، يبدو أن انخفاض التضخم المستمر في الاقتصادات المتقدمة، الذي غالباً ما كان أقل بكثير من أهدافه أو متوسطاته طويلة الأجل، قد أدى إلى انخفاض توقعات الأسواق بشأن التضخم. ومن المحتمل أن يفسر مزيج هذه العوامل الوضع المثير للسائد في أسواق السندات اليوم: لم تنخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل فحسب، بل أصبحت سالبة في كثير من البلدان.

وعودة إلى السياسة النقدية، خفضت البنوك المركزية أسعار الفائدة الاسمية بقوة في أعقاب الأزمة المالية العالمية. وفي كثير من الحالات إلى الصفر أو ما يقرب من الصفر. ونسبى هذا الحد الأدنى الصفري، وهي نقطة رأى البعض أن أسعار الفائدة لا يمكن أن تقل عنها. ولكن السياسة النقدية تؤثر كذلك على الاقتصاد من خلال آليات مماثلة فوق وتحت الحد الأدنى الصفري. وفي الواقع، تعطي أسعار الفائدة السالبة أيضاً المستهلكين والشركات حافزاً على إنفاق الأموال أو استثمارها بدلاً من تركها في حساباتهم المصرفية، حيث تتآكل قيمتها بسبب التضخم. وبشكل عام، ربما ساعدت أسعار الفائدة المنخفضة هذه إلى حد ما، حيثما نُفذت، في تحفيز النشاط الاقتصادي، رغم أنه لا تزال هناك أوجه عدم يقين بشأن الآثار الجانبية والمخاطر.

والشأن الأول إزاء أسعار الفائدة السالبة هي أثرها المحتمل على ربحية البنوك، فالبنوك تؤدي وظيفة أساسية من خلال تحقيق التوافق بين المدخرات والمشروعات المفيدة التي تحقق عائداً مرتفعاً. وتحقق البنوك بدورها مكسباً من

**فيكرام هاكسار** مدير مساعد وإيمانويل كوب كبير الاقتصاديين في إدارة الاستراتيجية والسياسات والمراجعة بصندوق النقد الدولي.