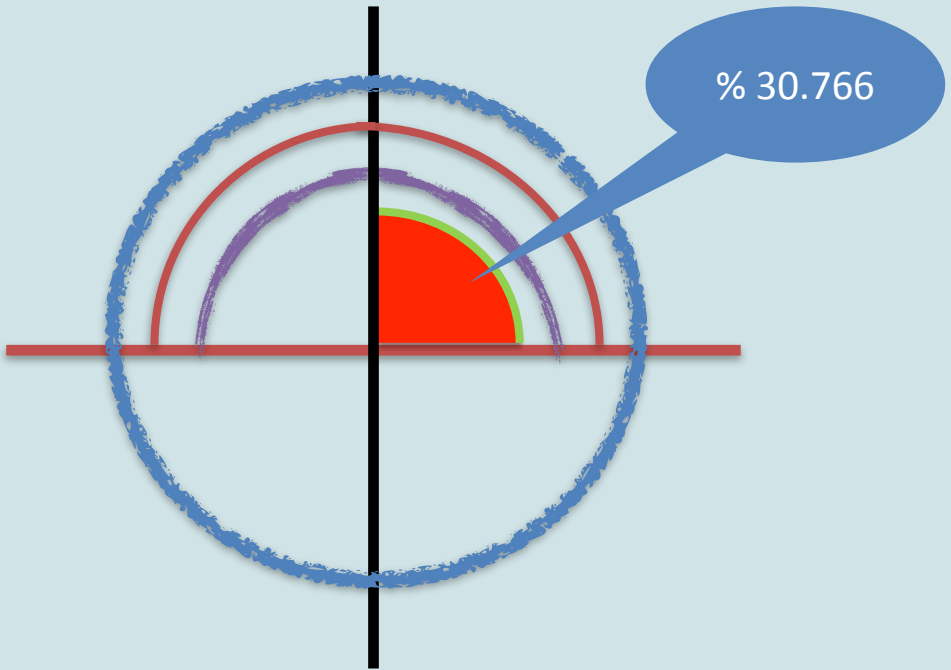


آلية التسعير الآجل لخمس سنوات

ملخص استنتاج أسعار التمويل لخمس سنوات من خلال دراسة مقارنّة سياسات عالمية

أوهاج بادانين محمد عمر



تقديم

أ.د. سامر مظهر قطيبي



آلية التسعير الآجل لخمس سنوات

ملخص استنتاج أسعار التمويل لخمس سنوات من خلال دراسة مقار
مقارنة بسياسات عالمية

أوهاج بادانين محمد عمر

تقديم

الاستاذ الدكتور سامر منظر قططحي

الطبعة الأولى - كانون الأول / ديسمبر ٢٠٢١



يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن

كُنْتُمْ مُّؤْمِنِينَ

سورة البقرة : ٢٧٨

منشورات كاي

- إن مطبوعات (كتاب الاقتصاد الإسلامي الالكتروني المجاني) تهدف إلى :
- تبني نشر مؤلفات علوم الاقتصاد الإسلامي في السوق العالمي ؛ لتصبح متاحة للباحثين والمشتغلين في المجالين (البحثي والتطبيقي) .
 - توفير المناهج الاقتصادية كافة للطلاب والباحثين بصيغة إسلامية متينة .
 - أن النشر الالكتروني يعتبر أكثر فائدة من النشر الورقي .
 - أن استخدام الورق مسيء للبيئة، ومنهك لمواردها .

والله من وراء القصد .

[رابط](#) زيارة جامعة كاي KIE university

يمكنكم التواصل من خلال : www.kantakji.com

مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية
Islamic Business Researches Center





جامعة كاي

جامعة مرخصة من التعليم العالي

خيارك الأفضل لدراسة الاقتصاد الإسلامي وعلومه

<https://kie.university>

توضيح

إن كل ما ورد في الكتاب هو حقوق بحثية للمؤلف، ويعتبر ورقة بحثية من الأوراق البحثية لمركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية وجامعة كاي. يسمح باستخدام هذا الكتاب كمنهج أكاديمي - كما هو منشور - مجاناً مع ضرورة المحافظة على حقوق المؤلف.

www.kantakji.com , www.kie.university

الإهداء

لكل من يساهم في خدمة البشرية وإسعادها...

المؤلف ..

الفهرس

٤	منشورات كاي
٦	توضيح
٧	الإهداء
٨	الفهرس
١١	تقديم
١٤	المقدمة
١٥	الفصل الأول - أسعار التمويل وآليات التسعير
١٦	المبحث الأول : حقيقة وجود سعر آجل لخمس سنوات.....
١٨	المبحث الثاني : مصادر أسعار السوق وتوقعات بلومبرغ للمصارف المركزية..... ماذا سيحدث لأسعار الفائدة مع نهاية عام ٢٠٢٢ ؟
٢٠	١- تقليص مشتريات السندات جيروم بأول، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي
٢٣	٢- تسارع التضخم كريستين لاغارد، رئيسة المصرف المركزي الأوروبي
٢٥	٣- مراقبة التعافي الاقتصادي هاروهيكو كورودا، محافظ المصرف المركزي الياباني
٢٧	٤- شتاء عصيب في بريطانيا أندرو بايلي، محافظ مصرف إنجلترا المركزي
٣٠	٥- أسعار الفائدة ستظل منخفضة تيف ماكليم، حاكم مصرف كندا المركزي
٣٣	٦- مخاطر أمام الاقتصاد الصيني يي غانغ محافظ مصرف الشعب الصيني (المركزي)
٣٦	٧- ارتفاع مفاجئ في الطلب شاكتيكانتا داس، محافظ المصرف المركزي الهندي
٣٩	٨- تكشف قوي روبرتو كامبوس نيتو، محافظ المصرف المركزي البرازيلي
٤١	٩- تضخم منفلت

- ٤٣ إلفيرا نابيولينا، محافظة المصرف المركزي الروسي
١٠- ملاحقة التضخم
- ٤٦ ليسيستا كفانياغو، محافظ المصرف المركزي في جنوب أفريقيا
١١- تغيير قيادة المركزي
- ٤٨ أليخاندر دياز دي ليون، محافظ المصرف المركزي المكسيكي
١٢- التضخم تحت السيطرة
- ٥٠ بيري وارجيو، محافظ المصرف المركزي الإندونيسي
١٣- خفض مفاجئ للفائدة
- ٥٢ شهاب قاوجي أوغلو، محافظ المصرف المركزي التركي
١٤- التعافي من الانكماش
- ٥٤ غودوين إميغيل، محافظ المصرف المركزي النيجيري
١٥- رفع الفائدة
- ٥٦ لي جو يول، محافظ المصرف المركزي الكوري الجنوبي
١٦- الحفاظ على الفائدة المنخفضة
- ٥٩ فيليب لوي، محافظ المصرف الاحتياطي الأسترالي
١٧- طباعة النقود
- ٦١ ميغيل بيسكي، محافظ المصرف المركزي الأرجنتيني
١٨- فائدة سلبية
- ٦٣ توماس جوردان، محافظ المصرف المركزي السويسري
١٩- فائدة صفرية
- ٦٥ ستيفان إنغفينز، محافظ المصرف المركزي السويدي
٢٠- صندوق ثروة سيادي ضخم
- ٦٧ أوستن أولسن، محافظ المصرف المركزي النرويجي
٢١- "دلنا" تهدد التعافي الاقتصادي
- ٦٩ أدريان أور، محافظ المصرف الاحتياطي النيوزيلندي
٢٢- زيادة محتملة في الفائدة
- ٧١ آدم غلابنسكي، محافظ المصرف المركزي البولندي
٢٣- توبيخ حكومي
- جيرري روسنوك، محافظ المصرف المركزي التشيكي
- ٧٣ الفصل الثاني - إيجاد السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة سعر السوق وفق مقام _____
- ٧٤ المبحث الأول: استخدام سعر اليوم لتحديد السعر الآجل لخمس سنوات
- ٧٧ المبحث الثاني: تعريف الحساسية وقياسها

المبحث الثالث : طريقة قياس حساسية السعر الآجل لخمس سنوات	٧٩
المبحث الرابع : تفسير تحليل الحساسية.....	٨٣
الفصل الثالث - محدودية التدفقات النقدية للأصل وفقا للزمن	٨٥
الاستنتاجات	٨٧
المصادر	٨٨

تقديم

سرّ الخمس سنوات في التقدير المالي

إذا أردنا التوزيع الطبيعي لأي ظاهرة؛ اتجهنا نحو الأعداد الكبيرة حيث تتجمع القيم الوسيطة حول محور منحنى التوزيع الطبيعي الأوسط، وتتناثر انحرافاتهما متوزعة على أطرافه لتتناهى إلى الصفر.

أما إذا أردنا التخمين والتقدير لظاهرة معينة؛ فعلينا تصغير العينة ابتعاداً عن أخطاء التقدير وتحيّزاته، وخفضاً لمقدار الريب والشك المحتمل؛ فكلما اتسع مقدار التقدير زادت احتمالات الخطأ.

وإن المتبع للأمثلة والتمارين التي وضعها مؤلفو نموذج (أوهاج - قنطقجي) منذ بدايته يلحظ أن الفترة المدروسة هي خمس فترات زمنية، وأغلب تقديرات التدفقات النقدية لم تتعد الخمس سنوات.

تتأثر صافي التدفقات النقدية بحجم التدفقات النقدية الواردة والصادرة، فبينما ترتبط التدفقات النقدية الواردة بحجم المبيعات النقدية والمتحصلات النقدية المتحققة، ترتبط التدفقات النقدية الصادرة بحجم المدفوعات النقدية المختلفة. ولتقدير صافي التدفقات النقدية المتوقعة للفترات القادمة لابد من تقدير حجم التدفقات النقدية الواردة بشقيها، وتقدير حجم التدفقات النقدية الصادرة بأنواعها، وهذا ما يجعل التوقعات شديدة الاحتمالية.

فإذا أضفنا التغيرات السريعة لبيئة العمل المحيطة، فإن تلك التقديرات تزداد نسب الشك فيها، فالتغيرات التقنية وانعطافاتهما تحدث فارقاً واضحاً بين المتنافسين في السوق، يُضاف إلى ذلك الجوائح المفاجئة مثل كورونا وتحوّراتها ومدة أزمتها، والتغيرات السياسية التي تتسارع أحياناً بين منطقة وأخرى التي تُسدل شبح الحرب العسكرية كما الحرب التجارية بصنوفها، فالحرب التجارية الأمريكية الصينية لا تكاد تضع أوزارها حتى تشتعل من جديد، وها هو الاعتداء النقدي على تركيا واضح للعيان من حليفها الأمريكي، وها هي التقلبات السياسية تطيح بالعلاقات الإماراتية المصرية بعد تحالفهما، وقد سبقتها إنهاء العلاقات بين الإمارات وتركيا ثم عادت سريعاً لتكون علاقة تحالف. وهكذا هي الأيام دول، وكل ذلك ينعكس سلباً أو إيجاباً على العلاقات التجارية وبالتالي على مبيعات المؤسسات والشركات بمختلف أصنافها.

أمام كل ذلك فإن تقديرات صافي التدفقات النقدية لفترات بعيدة أمرٌ يكتنفه الغموض ويتعد عن الواقع، وبذلك فإن نتائج المؤشرات المالية التي تطبق عليها لن تكون مجدية وليست صالحة لاتخاذ القرار الصائب. ويُضاف لتلك الضبابية اعتماد تلك المؤشرات المالية على نسب الفائدة الربوية السائدة أو المتوقعة، وقد أثبتت أزمة عام ٢٠٠٨ عدم صلاحية نظام الربا إطلاقاً، كما عزف عنها أهلها ومناصروها واعتبروها مُضللة وهذا هو الحال والمقال.

وعليه فقد سعى المؤلفان إلى استبعاد نسبة الفائدة اللازمة لمؤشرات مماثلة لمؤشر (مقام)، ثم خفّضاً احتمالات أخطاء التحيز والتقدير بعدم توسعة فتراتهما الزمنية؛ بغية إضفاء الدقة والحيوية على مؤشر (مقام).

وفي هذا الكتيب قدم الباحث أوهاج بادنين عمر لمساته ليثبت وجهة النظر هذه؛ فسعر السوق إذا تجاوز نسبة محددة – يفترضها (مقام) – هو غير وارد، وغير متوازن اقتصادياً.

لأجل ذلك يُعدُّ (مقام) أنموذجاً فعالاً لحساب السعر الآجل لخمس سنوات بدل سعر ليبور الذي انتهت صلاحيته رسمياً بنهاية ٢٠٢١ بتصريح جهاز الرقابة المالية البريطاني Financial Conduct Authority نفسه.

حماة (حماها الله) بتاريخ ١٦ حمادى الأولى ١٤٤٣ هـ الموافق ١٩ كانون الأول /
ديسمبر ٢٠٢١ م

د. سامر مظهر قنطقجي

المقدمة

اتبع المؤلف المنهج التجريبي للوصول إلى تسعير التمويل لخمس سنوات باتباع عدة آليات منها معادلة مقام وأسعار الفائدة للبنوك المركزية ارتباطاً بموضوع الكتاب وتحقيقاً لأهدافه؛ فقد تم تقسيمه وفق الخطة التالية:

- الفصل الأول أسعار التمويل وآليات التسعير، ويتحدث عن السعر لخمس سنوات وإمكانية معرفة تحديد أسعار التمويل المرجعي بواسطة البنوك المركزية وأسعار التمويل الخاصة بواسطة البنوك التجارية.
- الفصل الثاني استخدام سعر اليوم لتحديد السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة السوق، وذلك باستخدام معادلات مقام للحصول على سعر آجل لخمس سنوات بدلالة سعر السوق أي يوم تقديم القرض وتعريف الحساسية وطريقة قياس السعر الآجل لخمس سنوات.
- الفصل الثالث محدودية التدفقات النقدية للأصل وفقاً للزمن، ويشرح أن زيادة سعر الفائدة بزيادة الأصل تؤدي إلى أزمة مالية، ويمكن التحقق من ذلك من خلال نتائج قياس حساسية معادلة السعر الآجل لخمس سنوات.
- الاستنتاجات، وتتمثل في أهمية دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع وإمكانية قياس التمويل الآجل لخمس سنوات.

الفصل الأول - أسعار التمويل وآليات التسعير

يتناول الفصل الأول قضايا أسعار التمويل وآليات التسعير في مباحث ثلاثة، الأول حقيقة وجود سعر آجل لخمس سنوات، والثاني مصادر أسعار السوق وتوقعات بلومبرغ للمصارف المركزية، حيث يعرض ٢٣ مقالاً لحكام مصارف مركزية عالمية يصفون الحال التي يستقضي المؤلف منها دعماً لفرضيته المتعلقة بالسنوات الخمس.

المبحث الأول: عقبة وجود سعر آجل لخمس سنوات

مقارنة بتنبؤات مقام¹ لحساب أسعار القروض لخمس سنوات مع نتائج تسعير القروض بواسطة أقوى الاقتصادات كالاقتصاد الصيني لخمسة أعوام ومن المنطقي أن الصين لن تُسعر قروضها لخمسة أعوام جزافاً؛ بل استخدمت فيه أحدث التقنيات للوصول لسعر القرض لخمسة أعوام. وتقود معادلة مقام لنتائج أقوى من ذلك لأنها تبنى على نتائج مسحوبة بحساسية لتأكيد صحتها. كما تتفاوت أسعار الفائدة بين الدول ما بين سلبية ومرتفعة جداً في الاقتصادات الضعيفة كالأرجنتين، لذا يمكن تسعير مقام لخمس سنوات باعتبار أسعار الفائدة للمصارف المركزية كأسعار السوق لإيجاد سعر التمويل لخمس سنوات، وذلك بالاطلاع على منشورات جريدة الشرق الأوسط وموقع الشرق لتأكيد ذلك.

أبقت الصين² على أسعار الفائدة الرئيسية دون تغيير، الجمعة، كما كان متوقعاً على نطاق واسع. وأعلن مصرف الشعب (المصرف المركزي) الصيني أن سعر الفائدة على القروض الأولية لمدة عام واحد سيظل عند مستوى ٣.٨٥٪، في حين ستظل الفائدة للقروض الأولية لمدة خمس سنوات عند مستوى ٣.٦٥٪.

وكانت آخر مرة تم فيها خفض الفائدة على القروض الأولية لعام واحد والخمسة أعوام في أبريل (نيسان) ٢٠٢٠. وفي ذلك الوقت تم خفض الفائدة لقرض السنة

¹ معيار قياس أداء المعاملات المالية- نموذج (أوهاج - قنطجني) - النسخة الرابعة سبتمبر ٢٠٢١

² بكين: «الشرق الأوسط - السبت - ١٣ محرم ١٤٤٣ هـ - ٢١ أغسطس ٢٠٢١ م العدد ١٥٦٠٧

الواحدة بمقدار ٢٠ نقطة أساس وخفض الفائدة لقرض الخمس سنوات بمقدار ١٠ نقاط أساس .

كانت الأسواق تتوقع الإبقاء على أسعار الفائدة، بعد أن أبقى المصرف المركزي الصيني الفائدة على آلية الإقراض متوسط المدى التابعة له دون تغيير في وقت سابق من الشهر الحالي . ويذكر أنه يتم تحديد الفائدة على القروض الأولية بشكل شهري على أساس الطلبات المقدمة من ١٨ مصرفاً إلى المصرف المركزي في الصين، رغم أن المصرف المركزي يمتلك سلطة على تحديد الفائدة . وقد تم اللجوء إلى هذه الآلية لتحديد أسعار الفائدة في الصين كبديل للآلية التقليدية في أغسطس (آب) من عام ٢٠١٩ .

المبحث الثاني:

مصارر أسعار السوق وتوقعات بلومبرغ للمصارف المركزية¹

ماذا سيحدث لأسعار الفائدة مع نهاية عام ٢٠٢٢؟

في خلفية هذا التحول، ظهرت دلائل على أن رعب التضخم الذي انتشر مؤخرًا لن يختفي قريباً وسط أزمات سلاسل الإمداد والتوريد، وارتفاع أسعار السلع الأولية، وزيادة الطلب بعد انتهاء الإغلاق، واستمرار عمليات التحفيز النقدي، ونقص الأيدي العاملة.

ومما يزيد مهمة صنّاع القرار تعقيداً؛ احتمال تباطؤ معدلات نمو الاقتصاد، الأمر الذي دفع بعضهم إلى التحذير من تشكّل بيئة اقتصادية تتسم بالركود التضخمي. وقد وضع ذلك قادة المصارف المركزية في مأزق، إذ يتناقشون حول أي الأخطار التي لها الأولوية في المواجهة. فاستهداف التضخم بتطبيق سياسة نقدية متشددة يضيف ضغوطاً على الاقتصاد، ومحاولة تحفيز الطلب، ربما تؤدي إلى مزيد من اشتعال الأسعار.

في هذه اللحظة يشعر كثير من قادة المصارف المركزية أن خطر ارتفاع التضخم استمر أكثر مما توقّعه معظمهم.

مسؤولة في الفيدرالي: "كورونا" رفع الأسعار لكن التأثير سيتلاشى

¹ موقع اقتصاد الشرق مع بلومبرغ asharqbusiness.com

قال هيو بيل، كبير الاقتصاديين الجديد لدى "مصرف إنجلترا"، الأسبوع الماضي، إنَّ "ميزان المخاطر يميل حالياً نحو تعاضم القلق بشأن معدلات التضخم المتوقَّعة، إذ يبدو أنَّ قوة التضخم الحالية ستستمر لفترة أطول مما توقَّعنا سابقاً".

لا يساور المصارف المركزية كلها القلق نفسه، ولا تسعى جميعها إلى تغيير الاتجاه، كما أنَّ مسؤولي "المصرف المركزي الأوروبي"، و"مصرف اليابان"، من بين رؤساء المصارف المركزية الذين يعتزمون الاستمرار في تحفيز الاقتصاد بجرأة.

ويتنبأ صندوق النقد الدولي أنَّ معدل التضخم في البلدان المتقدِّمة على الأقل سوف يتراجع إلى نحو ٢٪ سنوياً.

أزمات "كورونا" والطاقة ترسم صورة قاتمة للاقتصاد العالمي بنهاية ٢٠٢١

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"إنَّ كلمة الركود التضخمي قوية جداً. مع ذلك؛ لاترك أزمات العرض التي ترفع الأسعار، وتُخفِّض الإنتاج صنَّاع السياسة النقدية أمام خيارات سهلة. ويحافظ مصرف الاحتياطي الفيدرالي والمصارف المركزية الكبرى على مساحة للاختيار في هذه الفترة التي لا يشعرون فيها بضغط عاجلة. فإذا تحركوا تحت ضغط ارتفاع عنيد في معدل التضخم، سيواجه تعافي الاقتصاد العالمي مشكلة إضافية" (توم أورليك، كبير الاقتصاديين لدى "بلومبرغ إكونوميكس").

فيما يلي دليل "بلومبرغ" الفصلي بشأن ٢٣ مصرفاً هي من أكبر المصارف المركزية في العالم، تغطي ٩٠٪ من الاقتصاد العالمي (مجموعة الدول السبع).

١- تقليص مشتريات السندات

جيروم بأول، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي



الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة

سعر الفائدة الحالي على الأرصدة الفيدرالية (الحد الأعلى): ٢.٥٪
توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" لسعر الفائدة حتى نهاية ٢٠٢١: ٠.٢٥٪
توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" لسعر الفائدة حتى نهاية ٢٠٢٢: ٠.٢٥٪

مؤخراً، قام جيروم بأول – الذي ينتظر قراراً يتضمن إعادة ترشيحه لرئاسة الاحتياطي الفيدرالي لمدة أربع سنوات أخرى بخطوة نحو تخفيض حزمة الدعم الهائلة التي وضعت لمواجهة الجائحة.

خلال الشهر الماضي؛ قال رئيس الاحتياطي الفيدرالي، إنَّ المصرف المركزي للولايات المتحدة قد يبدأ في تخفيف مشترياته الشهرية من السندات في نوفمبر المقبل، وقال، إنَّ ذلك يأتي في قمة أولويات المصرف إلى جانب إقناع الأمريكيين أنَّه لن يغفل عن معدل التضخم الذي تجاوز الأرقام المتوقَّعة.

المصارف المركزية و"السقوط الحر" ... هل يمكن لسلطات النقد أن تقوم بأعمال

إضافية؟

سيحاول جيروم باول تبليغ تلك الرسالة دون أن ينشأ عنها أي انطباع بأنَّ الاحتياطي الفيدرالي يوشك على زيادة أسعار الفائدة التي تقترب حالياً من الصفر، حتى وإن كان صنَّاع السياسة النقدية منقسمين بالتساوي على مسألة رفع الفائدة خلال العام القادم، بحسب توقُّعات ربع سنوية نشرت في ٢٢ سبتمبر. غير أنَّ التوقُّعات - التي ظهرت في شكل نقاط مجهولة على رسم توضيحي - يمكن أن تتأثر بعد تغيير الأشخاص.

فبالإضافة إلى رئاسة مجلس الاحتياطي الفيدرالي؛ أمام الرئيس جو بايدن فرصة اختيار ثلاثة حكام آخرين في المجلس الذي يضم سبعة مقاعد في واشنطن. ويُنتظر إصدار قرار حول تعيين رئيس الاحتياطي الفيدرالي خلال فصل الخريف الحالي.

وهناك أيضاً تغييرات قادمة في اثني عشر رئيساً لمجالس الاحتياطي الفيدرالي الإقليمية. كما أنَّ اثنين من الصقور الأكثر تشدُّداً - وهما روبرت كابلان، رئيس الاحتياطي الفيدرالي في دالاس بتكساس، وإيريك روزنغرن، رئيس مجلس

بوسطن – سوف يغادران منصبيهما بعد تسريبات حول نشاطاتهما في التداول في عام ٢٠٢٠. وعزا روزنغرن عند إعلان تقاعده المبكر ذلك إلى حالته الصحية.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس"

"إنَّ ثبات معدل التضخم عند مستوى مرتفع يعني أنَّ المخاطر تُرجح اتخاذ قرار بزيادة أسعار الفائدة في وقتٍ مبكرٍ عن توقُّعاتنا الحالية، وأن ترفع في عام ٢٠٢٣. غير أنَّ تحليل آراء أعضاء لجنة السوق المفتوحة بالاحتياطي الفيدرالي الذين لهم حق التصويت في ٢٠٢٢ يشير إلى أنَّ الأغلبية تفضِّل إطاراً زمنياً أكثر مرونة بدرجة ما مقارنة مع ما يتضمَّنه تقييم متوسط آراء اللجنة، وبعد استقالة روزنغرن المبكرة؛ نعتقد أنَّ أربعة من الأعضاء في عام ٢٠٢٢ سيصوِّتون لصالح زيادة سعر الفائدة ضد ستة أعضاء سيطالبون بثباتها خلال السنة القادمة".

– آنا وونغ

٢- تسارع التضخم

كريستين لاغارد، رئيسة المصرف المركزي الأوروبي



المصرف المركزي الأوروبي

سعر الفائدة الحالي على الإيداع: - ٠.٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية عام ٢٠٢١: - ٠.٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية عام ٢٠٢٢: - ٠.٥٪

يستعدُّ المصرف المركزي الأوروبي لإجراء تحديث كبير على سياسته في ديسمبر القادم، عندما تكشف توقعاته حتى نهاية ٢٠٢٤ بأي قدر يمكن أن يتقدَّم معدل التضخم نحو الوصول بثبات إلى المستهدف الجديد المحدد عند ٢٪ سنوياً.

دفعت أزمات سلاسل التوريد العالمية، وعدد كبير من العوامل غير المتكررة الزيادة في الأسعار إلى مستوى أعلى من تلك النسبة، برغم أن هذه الضغوط يُنتظر أن تنحسر تدريجياً على مدى شهور العام المقبل .

وقد قرر فعلاً صناع السياسة النقدية بقيادة كريستين لاغارد إبطاء عملية شراء السندات التي أُقرت في برنامج مواجهة الجائحة في الربع الأخير من العام الذي تبلغ تكلفته ١.٨٥ تريليون يورو (٢.٢ تريليون دولار)، وربما يسمحون بانقضاء هذا البرنامج في مارس القادم .

وربما يُثبت النقاش الذي سيدور خلال الأشهر المقبلة حول كيفية إعادة تصميم برنامج شراء السندات القديم الذي يتبناه المصرف المركزي الأوروبي أنه أكثر إثارة للنزاع والجدل، إذ يدافع بعضهم عن سياسة أكثر مرونة وزيادة الوتيرة التي لا يرى آخرون ضرورة لها .

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"لا يُرجح أن تتسارع وتيرة الزيادة في الأجور حتى يتمّ استيعاب الطاقة الزائدة الكبيرة في سوق العمل . يعني ذلك أن عدداً كبيراً من أعضاء المجلس الحاكم للمصرف المركزي الأوروبي سيميلون نحو الشك بشأن استمرارية التضخم، ويضغطون باتجاه زيادة عمليات شراء السندات من خلال برنامج شراء الأصول . وسوف يشغلهم أيضاً مدى مصداقية التزام المصرف المركزي الأوروبي في تقرير الاستراتيجية بأن يتخذ إجراءات أكثر قوة وثباتاً عند الحدود الدنيا المؤثرة ."

– ديفيد بأول

٣- مراقبة التعافي الاقتصادي

هاروهيكو كورودا، محافظ المصرف المركزي الياباني



مصرف اليابان

سعر الفائدة الحالي: - ٠.١٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: - ٠.١٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: - ٠.١٪

يجب على حاكم "مصرف اليابان" هاروهيكو كورودا أن يعمل حالياً مع رئيس وزراء جديد هو "فوميو كيشيدا" لقيادة الاقتصاد حتى يخرج من تأثير الجائحة. وقد يقرر المصرف المركزي لليابان خلال الفصل الحالي تمديد إجراءات التمويل في مواجهة كوفيد - ١٩، أو ينتهي منها بحلول نهاية شهر مارس وفق الخطة المعلنة.

سيراقب مجلس تقرير السياسة النقدية بالمصرف الاقتصاد لمعرفة ما إذا كان التعافي يستفيد من انطلاق طلب مختزن بعد رفع القيود أخيراً عن النشاط الاقتصادي خلال الشهر الماضي، ومع ارتفاع معدلات التلقيح.

ومع ذلك؛ من غير المرجح أن يتساهل المصرف المركزي مع برامج التحفيز أو يخففها في المدى القريب بسبب التضخم الذي يُتَوَقَّع أن يستمر أقل من المستهدف على مدى سنوات، حتى عندما تتجه المصارف المركزية الأخرى إلى الحالة الطبيعية.

وسوف يحافظ هذا التباين على ضعف الين، مما يؤدي إلى أوضاع مؤاتية لتعافي الاقتصاد الياباني الذي يعتمد على التصدير.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"بعض المصارف المركزية تتطلع إلى الخروج من سياسة التحفيز النقدي، ليس من بينها "مصرف اليابان"، الذي يتأخر عنها كثيراً. ونتوقع أن يستمر المصرف في سياسته الحالية حتى نهاية عام ٢٠٢٢.

سوف تنتهي مدة غوشي كاتاوكا، وهو معروف بميله إلى السياسة التوسعية في مجلس السياسة النقدية، بحلول الصيف القادم. وقد تقوم الإدارة الجديدة في اليابان بتعيين شخص بدلاً منه، ويتبنى موقفاً متوازناً أكثر إزاء السياسة النقدية، ويدعم تحركاً باتجاه العودة للحالة الطبيعية".

– يوكي ماسوجيما

٤- شتاء عصيب في بريطانيا

أندرو بايلي، محافظ مصرف إنجلترا المركزي



مصرف إنجلترا

سعر الفائدة الحالي لدى المصرف: ٠.١٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٠.١٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٠.٢٥٪

يتجه معدل التضخم في المملكة المتحدة إلى الارتفاع متجاوزاً ضعف مستهدف

المصرف المركزي البريطاني الذي يبلغ ٢٪ بحلول نهاية العام.

لذلك تتعاضم التخمينات بأن "مصرف إنجلترا" سيكون بين أوائل أقرانه في مجموعة الدول السبع الذي يبدأ في إلغاء سياسة تخفيض سعر الفائدة التي انتهجها خلال فترة انتشار الجائحة .

رفع أسعار الفائدة المحتمل في بريطانيا سيزيد أوجاع أصحاب الرهن العقاري

مسؤولو مصرف إنجلترا يضاعفون إشارات الرفع الوشيك لأسعار الفائدة

وفي حين صرَّح مسؤولو المصرف في سبتمبر الماضي أنهم غير مضطرين للانتظار حتى استكمال خطة شراء السندات في نهاية العام الحالي حتى يتخذوا إجراءً، يتوقَّع معظم الاقتصاديين أنَّ الخطوة الأولى ستكون في عام ٢٠٢٢ .

بل إنَّ الأسواق أشدَّ عنفاً، وكانت عند مرحلة معينة تتوقَّع زيادة أسعار الفائدة ثلاث مرات خلال العام القادم .

مع ذلك، ربما تتسبَّب المخاوف من أن يؤدي تشديد السياسة النقدية قبل الأوان إلى خنق الانتعاش الاقتصادي في تقييد يد "مصرف إنجلترا"، خاصة أن المستهلكين في المملكة المتحدة يستعدون لاستقبال شتاء عصيب، وباهظ التكاليف، والفواتير .

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"بات من الصعب على "مصرف إنجلترا" أن يتجاهل معدل التضخم . غير أننا نتوقَّع ارتفاع معدل البطالة بعد انتهاء برنامج الحكومة للبطالة الجزئية، وتباطؤ تعافي الاقتصاد لتهدئة المخاوف وسط صناع السياسة النقدية . وقد يعني ذلك أن تترك أسعار الفائدة على حالها حتى شهر مايو . ومع ذلك؛ لا نستطيع أن نستبعد

زيادتها خلال العام الحالي إذا استمرت الزيادة في معدل التضخم في مفاجأة الأسواق، وقفزت التوقُّعات إلى معدلات أعلى".

– دان هانسون

٥- أسعار الفائدة ستظل منخفضة

تيف ماكليم، حاكم مصرف كندا المركزي



مصرف كندا

سعر الإقراض الحالي لليلة واحدة: ٠.٢٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٠.٢٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٠.٥٪

خلال الاجتماع القادم للمصرف المركزي الكندي في ٢٧ أكتوبر، سيعلن المصرف مجموعة محدثة من التوقعات ربع السنوية. وينتظر الاقتصاديون على نطاق واسع أن يقوم المصرف بمراجعة توقعاته عن الربع الثالث بالتخفيض بعد أن كشفت

البيانات الشهرية عن إجمالي الناتج المحلي خلال شهري يوليو وأغسطس تطور أرقام الربع الثالث عند مستويات أدنى كثيراً من ٧.٣٪ التي توقعها المصرف .

في حين لا يُنتظر أن يقوم المصرف بتغيير سعر الفائدة الأساسي لديه، سيراقب الاقتصاديون التغيرات التي تطرأ على عمليات شراء الأصول، أو تقارير الإرشادات الاستشرافية التي يعلنها رئيس المصرف .

قام رئيس المصرف المركزي الكندي تيف ماكليم فعلاً بتخفيض وتيرة شراء السندات الحكومية ثلاث مرات على مدى العام الماضي، وينتظر أن يخفف من شراء الأصول مرة أخرى خلال الشهر الجاري إلى مليار دولار كندي من سندات الحكومة الكندية أسبوعياً .

وقد يعلن المصرف أيضاً بعض التحديثات بشأن الإرشادات الاستشرافية، التي تقرر حالياً أن أسعار الفائدة سوف تظل منخفضة حتى يتم إغلاق فجوة الناتج، ويعود معدل التضخم إلى مستوى مستدام ٢٪، وهي أهداف لا يرى إمكانية تحقيقها قبل النصف الثاني من العام القادم .

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"مع اصطدام عملية إعادة فتح الاقتصاد بأزمات سلاسل التوريد المليئة بالشروخ، ربما يثبت أن التضخم في أسعار المستهلك سوف يستمر لمدة أطول . تشير توقعاتنا الجديدة إلى استمرار معدل التضخم أعلى من ٤٪ حتى نهاية ٢٠٢١، ثم يتباطأ إلى متوسط يبلغ ٢.٥٪ في النصف الثاني من عام ٢٠٢٢ . ومع إغلاق فجوة الناتج

في الربع الأخير من عام ٢٠٢٢؛ فسوف يحدث أول ارتفاع في أسعار الفائدة قبل توقعاتنا السابقة بثلاثة أشهر".

– أندرو هاسبي

المصارف المركزية للدول الأعضاء في منطقة اليورو

٦- مخاطر أمام الاقتصاد الصيني

بي غانغ محافظ مصرف الشعب الصيني (المركزي)



مصرف الشعب الصيني

سعر الفائدة الأساسي الحالي على قرض لمدة عام واحد: ٣.٨٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٣.٨٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٣.٧٥٪

بدأ المصرف المركزي في الصين خفضاً تدريجياً في حركة توسيع الائتمان بهدف السيطرة على المخاطر المالية خلال العام الحالي، بمجرد أن حقق التعافي الاقتصادي من تأثير جائحة كورونا تقدماً بوتيرة سريعة.

غير أن أداء الاقتصاد يكشف عن دلائل ضعف خلال النصف الثاني من العام؛ مما دفع السلطات إلى أن تغير اتجاهها فجأة في يوليو الماضي عبر تخفيض كمية النقود التي تحتفظ بها المصارف في أرصدة الاحتياطي جزئياً لمساعدة المصارف في توفير احتياجاتها من السيولة، ولكن أيضاً لزيادة إقراض الشركات الصغيرة التي تضررت من ارتفاع أسعار السلع الأولية.

منذ ذلك الوقت؛ تزايدت المخاطر التي تواجه النمو الاقتصادي سوءاً. وبسبب إجراءات السيطرة الشديدة في مواجهة فيروس كورونا بهدف احتواء بؤر العدوى المتفرقة، أصبح المستهلكون الحذرون فعلاً أكثر حذراً في إنفاق أموالهم.

وأحدثت أزمة مديونية لدى شركة تطوير عقاري كبرى خللاً وارتباكاً في أسواق المال، في حين أن القيود الصارمة التي فرضتها بكين على سوق العقارات تسببت في أزمة في الاستثمار في قطاع البناء والتشييد.

ومؤخراً، أجبرت المصانع على الإغلاق بسبب نقص الكهرباء، الأمر الذي كان له تداعيه بالتأثير سلباً على سلاسل التوريد العالمية.

وتعني هذه التوقعات السلبية أن المصرف المركزي قد يقوم بتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي على المصارف مرة أخرى، كما يتنبأ بذلك الاقتصاديون، وربما خفض أسعار الفائدة الأساسية أيضاً.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس"

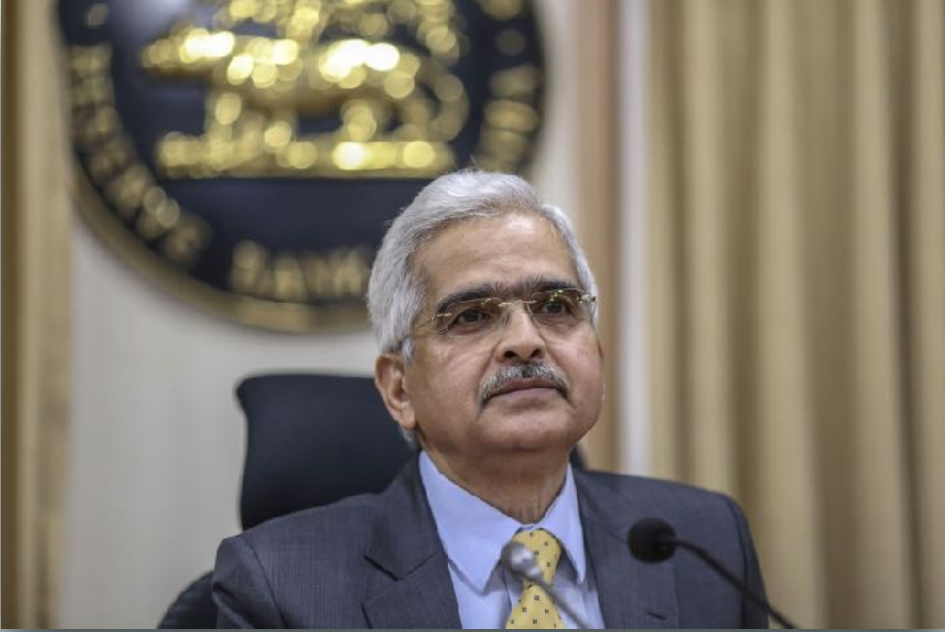
"يواجه اقتصاد الصين مجموعة من المخاطر السلبية، من نقص الكهرباء إلى هجمات فيروس كورونا إلى ضعف مستوى الاستهلاك. ويمثل توتر الأسواق بسبب أزمة

مجموعة "إيفرغراند" باعثاً آخرًا على القلق. إننا نتوقع أن يلتزم مصرف الشعب الصيني موقف التيسير لتخفيف حدة التباطؤ الاقتصادي، وأن يضخ سيولة أكبر في النظام المصرفي، ويخفف معدل الاحتياطي الإلزامي بمقدار ٥٠ نقطة أساس أخرى، ربما في شهر أكتوبر أو نوفمبر. ولا يرجح أن يقوم المصرف بتخفيض سعر الفائدة في المدى القريب؛ إذ سوف يؤدي ذلك إلى تعزيز الاختلالات المالية التي تحرص السلطات على احتوائها".

– ديفيد كو

٧- ارتفاع مفاجئ في الطلب

شاكتيكانتا داس، محافظ المصرف المركزي الهندي



مصرف الاحتياطي الهندي

سعر إعادة الشراء الحالي لدى مصرف الاحتياطي الهندي: ٤٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٤٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٤٪

علّق مصرف الهند المركزي سياسة التيسير الكمي خلال الشهر الجاري، في إشارة إلى بدء عملية تخفيف إجراءات التحفيز النقدي التي اتبعتها في فترة انتشار الجائحة مع تماسك اتجاه الاقتصاد إلى التعافي .

في حين أبقى المصرف المركزي سعر إعادة الشراء الاسترشادي دون تغيير عند مستوى تاريخي تدنى إلى نسبة ٤٪، مع سياسة نقدية توسعية؛ فقد اتخذ خطوة تدريجية نحو سحب مليارات الدولارات التي ضخها منذ بداية انتشار الوباء في العام الماضي .

يعدُّ ضخ هذه السيولة مخاطرة بتعزيز الضغوط التضخمية، وتغذية فقاعة في أسعار الأصول مع الثقة المتزايدة عند صنَّاع السياسة النقدية في أن تتسارع وتيرة التعافي الاقتصادي الوليد مع زيادة معدلات التلقيح ضد الفيروس، وانحسار فرص اندلاع موجة ثالثة من العدوى .

يتوقَّع مصرف الاحتياطي الهندي نشاطاً مفاجئاً في الطلب، وأن يعطي موسم مهرجان دفعة قوية للطلب في المناطق الحضرية خلال النصف الثاني من السنة المالية حتى مارس ٢٠٢٢، في حين يرجح أن يرتبط الطلب في المناطق الريفية بموسم الأمطار شبه الطبيعي، مع ارتفاع إنتاج الحبوب الغذائية إلى مستوى قياسي .

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"مثل قرار مصرف الاحتياطي الهندي بتعليق سياسية التيسير الكمي في شهر أكتوبر تراجعاً عن موقفه السابق بالسيطرة على العائد على سندات الحكومة طويلة الأجل . ويرجح أن يؤثر ذلك في تعميق منحنى العائد – اتساع الفجوة بين أسعار الفائدة على المدى القصير وأسعارها في المدى الطويل – غير أننا لا نراه إشارة إلى قرب زيادة أسعار الفائدة . ومازلنا على رأينا أن المصرف المركزي الهندي سيحافظ على انخفاض أسعار الفائدة لفترة أطول حتى يُنعش معدلات النمو لتبلغ أساساً

مستقراً. ونتوقَّع أن يطلق جولة زيادة تدريجية في أسعار الفائدة في أبريل ٢٠٢٢،
إذ تبدأ برفع سعر اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس (الريبو العكسي)، وأن نرى أول
زيادة في سعر الريبو فقط في فبراير ٢٠٢٣".

– أبهيشيك غوبتا

٨- تقشف قوي

مروبرتو كامبوس نيتو، محافظ المصرف المركزي البرازيلي



مصرف البرازيل المركزي

سعر الفائدة الأساسي حالياً: ٦.٢٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٨٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٨.٥٪

أطلق المصرف المركزي للبرازيل خلال العام الحالي أكثر الحملات جرأة في السياسة النقدية التقشفية، عبر رفع سعر الفائدة الأساسي بمقدار ٤٢٥ نقطة منذ مارس الماضي، ووعد بزيادته إلى مستوى "شديد التقييد" حتى تتراجع توقعات التضخم إلى المعدل المستهدف.

غير أن الأسعار ترتفع بنسبة تزيد على ١٠٪ سنوياً، وهي أسرع وتيرة منذ عام ٢٠١٦، ويتجاوز مستوى التضخم المتوقع لعام ٢٠٢٢ بنسبة ٥.٣٪ المستهدفة. مما يُعقّد الأمور بالنسبة لصنّاع السياسة النقدية، بقيادة روبرتو كامبوس نيتو؛ نجد هناك الجفاف الشديد الذي يرفع تكاليف الكهرباء المنتجة من مصادر مائية (الكهرباء الهيدروليكية) في نفس وقت ارتفاع أسعار الغذاء، والسلع الأولية في مختلف أنحاء العالم، وزيادة الطلب على الخدمات محلياً مع إعادة فتح الاقتصاد. ومع وضع كل هذه العوامل في الاعتبار، يراهن المتعاملون في سوق العقود الآجلة المحلية فعلاً على تجاوز أسعار الفائدة الأساسية (السييليك) مستوى ١٠٪ في نهاية عام ٢٠٢٢.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"ما زال معدل التضخم شديد الارتفاع، ويبدو أنه يتجه إلى التراجع البطيء خلال الفصول المقبلة. وفي محاولة لإعادة توقعات معدل التضخم لعام ٢٠٢٢ إلى المستوى المستهدف، أشار المصرف المركزي إلى أنه ينوي أن يغيّر سياسته النقدية إلى سياسة تقشفية لأول مرة منذ عام ٢٠١٧، لكنّه لم يلمح إلى أي درجة ستكون السياسة تقشفية. نحن نتوقّع أن يستمر المصرف المركزي البرازيلي في زيادة سعر الفائدة الأساسي حتى نهاية شهر فبراير القادم، بعدها سوف يمحّول التركيز إلى مستوى التضخم في عام ٢٠٢٣ سبباً للسلطات النقدية حتى تتوقّف وتراقب تأثير السياسة التقشفية التي تطبّقها في ذلك الوقت".

— أدرينا دويتا

٩- تضخم منفلت

إفيرا نابولينا، محافظة المصرف المركزي الروسي



مصرف روسيا

سعر الفائدة الأساسي حالياً: ٦.٧٥%

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٧.٢٥%

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٦%

رفع المصرف المركزي الروسي سعر الفائدة الاسترشادي إلى ٦.٧٥% في ١٠ سبتمبر الماضي، مما يعني أن رئيسة المصرف إفيرا نابولينا رفعت نسبة الفائدة بإجمالي ٢٥٠ نقطة أساس خلال العام الجاري.

ولا يوجد أثر واحد لما فعلته، فقد قالت نابيولينا، إنَّ السيطرة على معدل التضخم المنفلت، وخفض توقُّعاته التي مازالت مرتفعة قد يحتاج إلى رفع أسعار الفائدة أكثر من مرة.

وتسارعت الزيادة في أسعار المستهلك بنسبة ٧.٤٪ في شهر سبتمبر مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي، متجاوزة بذلك توقُّعات الاقتصاديين، لتعزز فرص رفع أسعار الفائدة بمقدار ٥٠ نقطة أساس في ٢٢ أكتوبر الجاري.

ويزيد معدل التضخم في روسيا بأسرع وتيرة منذ ٥ أعوام بسبب تأخر الحصاد محلياً، علاوةً على ارتفاع أسعار الغذاء عالمياً.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"يبدو أنَّ معظم الزيادة في معدل التضخم في روسيا زيادة عابرة، لكن المصرف المركزي لا يستفيد من الفرص. إنَّ انتعاش الطلب، وارتفاع توقُّعات التضخم تمثِّل تهديداً أكثر ثباتاً إذا تلاشت أزمات جانب العرض. وقد يفضِّل صنَّاع السياسة النقدية إقرار زيادة أخرى على سعر الفائدة بمقدار ٥٠ نقطة أساس خلال الشهر الجاري لاستعادة السيطرة. وإذا استمرت ضغوط الأسعار في التصاعد؛ فإنَّ زيادة أخرى في أسعار الفائدة ستكون محتملة".

– سكوت جونسون

١- ملاحقة التضخم

ليسيتجا كغانياغو، محافظ المصرف المركزي في جنوب أفريقيا



مصرف احتياطي جنوب أفريقيا

متوسط سعر اتفاقية إعادة الشراء (الريبو) حالياً: ٣.٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٣.٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٤.٥٪

أعلن المصرف المركزي لجنوب أفريقيا بوضوح أن خطوته القادمة ستكون زيادة تكاليف الاقتراض.

وفي حين أنّ جميع أعضاء لجنة السياسة النقدية بالمصرف لم يصوّتوا لصالح إجراء تقشفي خلال العام الحالي، فقد يتغير ذلك خلال الاجتماع القادم، إذ ترى اللجنة حالياً مخاطر حقيقية بارتفاع التوقّعات المستقبلية لمعدل التضخم. وتُفضّل اللجنة أن تربط توقّعات زيادة الأسعار بالقرب من متوسط ٤.٥٪ في نطاقه المستهدف، وتتوقّع أن يكون التضخم عند هذا المستوى، أو أقل حتى نهاية ٢٠٢٣.

في نموذج التوقّعات الفصلية، الذي تستخدمه لجنة السياسة النقدية كدليل عام لسياساتها؛ يشير المسار الضمني لأسعار الفائدة إلى زيادة بواقع ٢٥ نقطة أساس خلال الربع الأخير من العام الحالي، وفي كل فصل من فصول عامي ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣.

وفي تقريره نصف السنوي حول السياسة النقدية الذي صدر يوم الثلاثاء الماضي؛ قال مصرف احتياطي جنوب أفريقيا: "إنّ تأخير رفع أسعار الفائدة قد ينتهي إلى أن تلعب السلطة النقدية لعبة الملاحقة مع معدل التضخم، بما يهدد استقرار توقّعات التضخم الثابتة نسبياً".

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"يوصل مصرف احتياطي جنوب أفريقيا التلميح بالحاجة إلى تطبيع تدريجي لأسعار الفائدة من المستوى القياسي المتدني الذي يبلغ ٣.٥٪. ويشير نموذجه إلى الربع الأخير من العام كنقطة بداية محتملة لذلك، لكننا نتوقّع تأجيل هذا الموعد إلى الربع الأول لعام ٢٠٢٢ بسبب حالة الغموض الحالية بشأن فيروس كورونا،

ومعدلات التضخم الأساسي التي مازالت منخفضة. ويتصور المصرف زيادة تدريجية فقط في أسعار الفائدة، غير أن ارتفاع مخاطر التضخم، وتوقع زيادة أسعار الفائدة بالولايات المتحدة يمكن أن تسرع دورة التقشف النقدي بمجرد أن تبدأ".

– بوينغوتلو غاسيلاوي

المصارف المركزية لمجموعة دول المينت (MINT)

II- تغيير قيادة المركزي

أليخاندر روديانردي ليون، محافظ المصرف المركزي المكسيكي



مصرف المكسيك

سعر الفائدة الحالي لليلة واحدة: ٤.٧٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٥.٢٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٥.٥٪

بخطوات بطيئة، يوقف مصرف المكسيك المركزي التحفيز النقدي الذي قدّمه خلال جائحة كورونا، عبر زيادة سعر الفائدة لليلة واحدة بمقدار ربع نقطة معوية في كل اجتماع من الاجتماعات الثلاثة الأخيرة لمجلسه حتى نهاية شهر سبتمبر الماضي. وفي تحدٍ واضح لتوقعات "بانيكسيكو" (مصرف المكسيك المركزي)

الأولية بأنَّ معدل التضخم سيتباطأ مع نهاية العام؛ ارتفعت أسعار المستهلك بمعدل سنوي بلغ ٦٪ منذ شهر أبريل الماضي، وهو ضعف المعدل المستهدف من المصرف المركزي.

إنَّ تدهور توقُّعات التضخم يحدث في حين يستعد المصرف المركزي لإجراء تغيير في القيادة؛ فحاكم المصرف البيخاندرو دياز دي ليون ستنتهي مدَّته بنهاية العام الجاري، ويُنتظر أن يحل محله وزير المالية السابق آرتورو هيريرا، وهو تغيير شجَّع تخمينات بأن المجلس سوف يكون أكثر تساهلاً في المستقبل.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"نتوقَّع أن يقوم المصرف المركزي في المكسيك بزيادة سعر الفائدة الأساسي بمقدار ٢٥ نقطة مئوية في نوفمبر، وأخرى في شهر ديسمبر - حتى ينتهي العام، وسعر الفائدة عند ٥.٢٥٪ - حتى يثبَّت توقُّعات التضخم. وينبغي أن يتيح له انخفاض معدل التضخم، وضعف النمو الاقتصادي، وأسعار الفائدة التي تقترب من الحياد بمهلة للتوقف حتى يبدأ مصرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي زيادة سعر الفائدة".

- فيليب هيرنانديز

١٢- التضخم تحت السيطرة

يرري وارجيو، محافظ المصرف المركزي الإندونيسي



مصرف إندونيسيا

سعر اتفاقيات إعادة الشراء المعكوس (الريبو العكسي): ٣.٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٣.٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٣.٧٥٪

تعدُّ مهمة "مصرف إندونيسيا" خلال الفصل الحالي أكثر سلاسة مع احتواء البلاد

لأسوأ موجة من انتشار فيروس كوفيد - ١٩، وإعادة فتح الاقتصاد.

ونفضت العملة الإندونيسية الروبية عن نفسها المخاوف التي أحاطت بقرب تخفيف

مصرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سياسة التيسير الكمي، وقد أصبح أداؤها

هو الأفضل بين جميع عملات الأسواق الناشئة خلال النصف الثاني من العام حتى الآن. ومع بقاء التضخم تحت السيطرة؛ يصبح أمام محافظ المصرف المركزي بيرى وارجيو فرصة لإبقاء أسعار الفائدة الأساسية عند معدلات قياسية متدنية خلال الفترة المتبقية من العام، بالإضافة إلى فترة طويلة من العام المقبل.

وإذا تغيرت السوق، وصارت أشد تقلباً، بمجرد أن يبدأ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سحب سياسة التيسير الكمي، تراهن إندونيسيا على الأداء الجيد لميزانها التجاري - بسبب ارتفاع الطلب على زيت النخيل والفحم - وزيادة احتياطي البلاد من العملات الأجنبية للدفاع عن عملتها. ويستطيع أكبر اقتصاد في منطقة جنوب شرق آسيا أن يسيطر على تكاليف الاقتراض عن طريق تمديد برنامج شراء السندات الذي تبلغ تكلفته ٣١ مليار دولار أمريكي.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"يستطيع مصرف إندونيسيا أن يبرر خفضاً جديداً لسعر الفائدة على أساس توقُّعات التضخم الحميدة، ومواجهة فرص الانتعاش لصعوبات تتمثل في تباطؤ عملية التلقيح، ومخاطر انتشار موجات جديدة من سلالة "دلتا" المتحولة. غير أن الروبية تتعرض لمخاطر ضغوط بيعية، بما يعرقل قرار خفض الفائدة. ومعنى ذلك أن المصرف المركزي سوف يميل بدلاً من ذلك إلى شراء السندات من أجل دعم النمو، بما يجعل الخطوة التالية بشأن الفائدة تتجه ارتفاعاً لا تخفيضاً، وذلك في الربع الأخير من عام ٢٠٢٢ أو بعدها".

- تامارا هندرسون

١٣- خفض مفاجئ للفائدة

شهاب قاوجي أوغلو، محافظ المصرف المركزي التركي



المصرف المركزي التركي

سعر إعادة الشراء (الريبو) الأسبوعي الحالي: ١٨٪
توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ١٦.٥٪
توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ١٤٪

أطلق المصرف المركزي التركي فترة اضطرابات جديدة في السوق عبر تخفيض أسعار الفائدة بطريقة غير متوقعة خلال الشهر الماضي، بما يعكس التأثير طويل الأجل للرئيس رجب طيب أردوغان على السياسة النقدية.

وجاء الخفض المفاجئ لأسعار الفائدة برغم ارتفاع الأسعار، وبعد أن دعا أردوغان إلى تخفيض تكاليف الاقتراض، مما جعل الليرة أسوأ عملات الأسواق الناشئة أداءً مرة أخرى خلال العام الحالي .

إنَّ عدم الاستجابة لأفكار الرئيس غير التقليدية؛ ربما يكلفَّ محافظ المصرف المركزي شهاب قوجي أوغلو وظيفته .

ويعدُّ قوجي أوغلو، الذي حافظ على ثبات أسعار الفائدة في خمسة اجتماعات حتى الشهر الماضي، رابع رئيس للمصرف المركزي منذ عام ٢٠١٩، إذ قام الرئيس بفصل ثلاثة من رؤساء المصرف الذين سبقوه مباشرة .

وشهد شهر سبتمبر الماضي ارتفاعاً في كلِّ من معدلي التضخم العام، والأساسي الذي يتابعه المصرف المركزي متابعة دقيقة، غير أنَّ بعض الاقتصاديين يقولون، إنَّ المسؤولين سيواصلون تخفيض أسعار الفائدة قريباً خلال الشهر الحالي، إذ إنَّها لم تعد تمثِّل مؤشراً واضحاً على تأثير السياسة النقدية على نمو الأسعار .

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"شرعت تركيا في تنفيذ جولة من السياسة النقدية التوسعية، في حين يقوم أقرانها بزيادة أسعار الفائدة . غير أنَّ انخفاض أسعار الفائدة حالياً يهدد بارتفاعها مستقبلاً . وفي الوقت نفسه، ستواصل الليرة اختبار مستويات جديدة من الانخفاض ."

– زياد داوود

١٤- التعافي من الانكماش

غودوين إميغيل، محافظ المصرف المركزي النيجيري



المصرف المركزي النيجيري

سعر الفائدة الحالي لدى المصرف المركزي: ١١.٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ١٢٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ١٤٪

ربما يترك المصرف المركزي في نيجيريا أسعار الفائدة الرئيسية دون تغيير للفترة الباقية من العام، إذ يسعى إلى تكوين قوة دافعة للنمو في أكبر اقتصاد في أفريقيا. سجل الناتج المحلي مستوى أدنى من التوقعات خلال الربع الثاني من العام، مما يشير إلى أن الاقتصاد يحاول جاهداً أن يتعافى من أسوأ فترة انكماش منذ ثلاثة عقود.

وقد دفع ذلك المصرف المركزي إلى تخفيض توقُّعاته لنمو الاقتصاد خلال العام الحالي إلى ٢.٨٦٪ مقارنة مع ٣.١٥٪ في التوقُّعات السابقة.

قال محافظ المصرف المركزي غودوين إميڤيلي في تصريحات سابقة، إنَّ لجنة السياسة النقدية لا يمكنها إلا أن تتحوَّل لمكافحة التضخم، الذي تجاوز مستوى ٩٪، وهو الحد الأعلى في النطاق المستهدف من المصرف على مدى أكثر من ستة أعوام، وذلك بمجرد أن بدأ الاقتصاد بالتعافي من الانكماش الذي تسبَّب فيه العام الماضي انتشار فيروس كورونا.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"مازال معدل التضخم في نيجيريا أعلى من المستهدف، غير أنَّ المصرف المركزي صرَّح بوضوح أنَّه يرغب في أن يحقق الاقتصاد تعافياً قوياً قبل أن يتحوَّل إلى مواجهة التضخم. ونتوقَّع مبدئياً أن يشهد الربع الأخير من عام ٢٠٢١ بداية رفع أسعار الفائدة، لكنَّ انخفاض معدل التضخم بوتيرة أسرع، وضعف معدل النمو أيضاً، قد يغلَّان يد المصرف المركزي النيجيري عن رفع الفائدة".

– بوينغوتلو غاسيلاوي

مصارف مركزية أخرى في مجموعة العشرين

١٥- رفع الفائدة

لي جويول، محافظ المصرف المركزي الكوري الجنوبي



مصرف كوريا الجنوبية

سعر الفائدة الأساسي حالياً: ٧.٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية عام ٢٠٢١: ١٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ١.٣٥٪

سبق "مصرف كوريا" مصرف "الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي"، وبعض المصارف المركزية الأخرى في الدول المتقدمة في خفض حزم التحفيز التي طبقت في مواجهة الجائحة بعد رفعه سعر الفائدة الاسترشادي عن مستوى قياسي بلغ ٥٪ في أغسطس الماضي.

وما زال أمام المصرف المركزي فرصة لاتخاذ قرارين يتعلّقان بسعر الفائدة خلال العام الحالي، ويعتقد معظم الاقتصاديين أنّه سوف يستمر، ويرفع الفائدة بمقدار ٢٥ نقطة أساس أخرى في نوفمبر فضلاً عن الأسبوع الحالي. وفي حين يمضي "مصرف كوريا" في طريقه إلى تطبيع السياسة النقدية؛ يقوم بتغيير تركيزه من تحفيز عملية الانتعاش الاقتصادي إلى خفض ديون القطاع العائلي التي تعد في مركز الاختلالات المالية.

وقد التقى حاكم المصرف المركزي لي جويول، الذي يغادر منصبه في مارس القادم، بمسؤولي الرقابة المالية مؤخراً، ووافق على تنسيق معهم في قراراته المتعلقة بالسياسة النقدية.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"دخل مصرف كوريا المركزي في دورة من رفع أسعار الفائدة بعد زيادتها في شهر أغسطس الماضي، ونرى أنّ الظروف مؤقتة لرفعها مرة أخرى خلال العام الحالي، وعلى الأرجح في شهر نوفمبر. فانتعاش حركة الصادرات، وعودة النشاط وسط ارتفاع معدلات التلقيح ضد فيروس كورونا يشيران إلى أنّ قوة الدفع في نمو الاقتصاد ما زالت متماسكة. وفي الوقت نفسه، تزايدت أيضاً الاختلالات المالية، والضغط التضخمية".

— جوستين خيمينيز

١٦- الحفاظ على الفائدة المنخفضة

فيليب لوي، محافظ المصرف الاحتياطي الأسترالي



مصرف الاحتياطي الأسترالي

سعر الفائدة الأساسي حالياً: ٠.١٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٠.١٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٠.١٪

يراهن حاكم مصرف الاحتياطي الأسترالي فيليب لوي على أن يشهد الاقتصاد تعافياً سريعاً بمجرد تخفيف القيود المرتبطة بانتشار فيروس كورونا في منطقة الساحل الشرقي كثيفة السكان مع ارتفاع معدلات التلقيح.

وحتى بعد أن تعرّض الاقتصاد لضربة عنيفة من عمليات الإغلاق خلال الربع الثالث من العام؛ تصدر لوي المصارف المركزية في تخفيض عمليات شراء السندات الأسبوعية إلى ٤ مليارات دولار أسترالي (٢.٩ مليار دولار أمريكي) من ٥ مليارات، وسوف يراجع هذا المعدل مرة أخرى في منتصف شهر فبراير، مع احتمال إجراء تخفيض جديد إذا تحقّق تعافي الاقتصاد.

أما بالنسبة لسعر الفائدة الأساسي؛ فإنّ لوي ملتزم بتقرير التوجيهات الاستشرافية الذي أشار إلى أنّ أسعار الفائدة الأساسية لن تشهد أي زيادة عن مستواها الحالي البالغ ١٪ حتى عام ٢٠٢٤ على الأقل.

ويساهم ذلك في إشعال موجة ارتفاع في أسعار المنازل المرتفعة فعلاً في البلاد، مما نتجت عنه مجموعة الإجراءات الأخيرة التي اتخذها المصرف المركزي بزيادة الحد الأدنى لأسعار الفائدة، إذ ينبغي على جهات الإقراض حسابه عند تقييم طلبات قروض الرهن العقاري.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"يرجح أن يستمر تطبيق سياسة نقدية تقشفية في أستراليا بخطوات تدريجية في ضوء أنّ شروط مصرف الاحتياطي الأسترالي لزيادة أسعار الفائدة – أي بقاء معدل التضخم واستقراره داخل النطاق المستهدف – لا يحتمل أن تتحقق حتى نهاية عام ٢٠٢٤. وفي حين أننا نتوقع تخفيضاً ممتداً لعمليات شراء السندات على مدى ٢٠٢٢، فقد يتغير تركيز صنّاع القرار نحو فرض قيود تنظيمية بهدف احتواء

المخاطر التي تواجه الاستقرار المالي . ويحتمل أن يتبع أول تشديد في السياسة الاحترازية الكلية إجراءات إضافية، ربما خلال الربع الأخير من ٢٠٢١ " .

– جيمس ماكنتاير

١٧- طباعة النقود

ميغيل بيسكي، محافظ المصرف المركزي الأرجنتيني



المصرف المركزي الأرجنتيني

سعر الفائدة الأساسي حالياً: ٣٨٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٣٨٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٣٥٪

إنَّ المصرف المركزي الأرجنتيني واضح في تفرده وشروده عن اتجاه أمريكا اللاتينية نحو زيادة أسعار الفائدة. ومع مواجهة حكومة الرئيس ألبرتو فرنانديز انتخابات نصفية في نوفمبر القادم؛ يقوم المصرف المركزي بطباعة النقود بهدف تمويل الإنفاق العام بمعدلات هي الأعلى حتى الآن خلال العام الحالي.

وحتى مع تسارع معدل التضخم السنوي بما يتجاوز ٥٠٪؛ لا يكشف حاكم المصرف المركزي ميغيل بيسكي عن أدنى إشارة بزيادة أسعار الفائدة في وقت قريب. أحد أسباب ذلك يتمثل في أن ارتفاع الفائدة سيؤدي إلى زيادة مدفوعات الفائدة على قروض متضخمة، مما يؤدي إلى زيادة تعقيد أوضاع الحكومة المالية. وقفزت ديون المصرف المركزي إلى ٤.٢ تريليون بيزو (٤٢.٥ مليار دولار أمريكي) من ٢.٤ تريليون قبل عام واحد، وفق البيانات التي نشرت في أول أكتوبر الجاري.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"ركز المصرف المركزي لجمهورية الأرجنتين جهوده حتى الآن على تدعيم القيمة الحقيقية للبيزو، آملاً في أن يساعد ذلك في خفض التضخم. وفي الوقت نفسه، ترك سعر الفائدة الأساسي تقريباً دون تغيير عند ٣٨٪ منذ مارس ٢٠٢٠، وهو سعر فائدة سلبي بنسبة كبيرة بالنسبة للمستثمرين. ولا يرجح أن تتغير هذه السياسة المختلطة قبل نهاية العام، أو أن تستمر بعد اتفاق مع صندوق النقد الدولي. ومن الصعب التوصل إلى اتفاق مع صندوق النقد الدولي بعد أن غيرت هزيمة في الانتخابات التمهيدية في ١٢ سبتمبر ميزان القوى بين الرئيس فرناندز ونائبته، كريستينا فرناندز دي كيرتشنر".

– أديانا دوبيتا

عملات مجموعة العشر واقتصادات شرق أوروبا

١٨- فائدة سلبية

توماس جورمدان، محافظ المصرف المركزي السويسري



المصرف الوطني السويسري

سعر الفائدة الأساسي حالياً: - ٠.٧٥٪
متوسط توقعات الاقتصاديين حتى نهاية ٢٠٢١: - ٠.٧٥٪
متوسط توقعات الاقتصاديين حتى نهاية ٢٠٢٢: - ٠.٧٥٪

تتمثل السياسة النقدية للمصرف الوطني السويسري في إقرار أسعار فائدة سلبية، وتدخلات في أسواق العملة، التي يقول رئيس المصرف توماس جورمدان، إنها أفضل أدوات السياسة، وذلك في ضوء أن سوق السندات في بلاده صغيرة في حجمها. ولا يتوقع الاقتصاديون تغييراً في هذه الموقف في العام القادم.

رفع انتعاش الاقتصاد العالمي من تأثير جائحة كورونا الضغوط عن الفرنك السويسري - الذي يُقبل المستثمرون عليه عادة كملاذ آمن. وسمح ذلك للمصرف المركزي بتخفيف معدلات وسرعة تدخلاته في أسواق النقد الأجنبي. إنَّ ارتفاع مستوى التضخم الذي تشهده منطقة اليورو والولايات المتحدة لم يظهر في سويسرا حتى الآن، إذ يتوقَّع أن تظل ضغوط أسعار المستهلك مستقرة في إطار تعريف المصرف المركزي السويسري لمفهوم استقرار الأسعار.

١٩- فائدة صفرية

ستيفان إنغفينز، محافظ المصرف المركزي السويدي



المصرف المركزي السويدي

سعر اتفاقيات إعادة الشراء (الريبو) حالياً: ٠٪
متوسط توقعات الاقتصاديين حتى نهاية ٢٠٢١: ٠٪
متوسط توقعات الاقتصاديين حتى نهاية ٢٠٢٢: ٠٪

لا يزال المصرف المركزي "ريكسبانك" يتوقع أن يتمسك بسعر الفائدة الأساسي عند مستوى صفر في المئة حتى نهاية الربع الثالث من عام ٢٠٢٤، مما يعني أن البلاد شهدت عقداً كاملاً من الاحتفاظ بأسعار الفائدة الأساسية، إما من خلال

الـ"صفر" أو أقل منه . وذلك على الرغم من الانتعاش القوي في الاقتصاد، وتوقُّعات ارتفاع التضخم الأعلى من ٣٪ خلال الأشهر المقبلة .

وفي حين أنَّ واضعي سعر الفائدة قد يرتبون لزيادته بحلول نهاية عام ٢٠٢٤ خلال اجتماع شهر نوفمبر؛ فإنَّ الأغلبية مازالت ترى أنَّ المخاطر المرتبطة بتطبيق إجراءات تقشفية قبل الأوان، هي أكبر بكثير من تلك المرتبطة بالتزام السياسة التوسعية لفترة أطول مما ينبغي .

وبعد خفض عمليات شراء الأصول التي طبقت خلال الأزمة؛ يتوقَّع "ريكسبانك" أن يبقي ميزانيته دون تغيير إلى حدِّ كبير حتى نهاية عام ٢٠٢٢، مع التعويض عن عمليات السداد المعجل للسندات .

٢٠- صندوق ثروة سيادي ضخم

أوستن أولسن، محافظ المصرف المركزي النرويجي



مصرف النرويج

سعر الإيداع الحالي: ٢٥٪

متوسط توقعات الاقتصاديين حتى نهاية ٢٠٢١: ٥٪

متوسط توقعات الاقتصاديين حتى نهاية ٢٠٢٢: ١٪

يستعد المصرف المركزي النرويجي لرفع سعر الفائدة بمقدار ٢٥ نقطة أساس أخرى قبل نهاية العام الحالي، بعد أن قام بأول زيادة على تكاليف الإقراض بعد جائحة كورونا خلال الشهر الماضي بين الاقتصادات التي تملك أكثر من ١٠ عملات تداولية في العالم. كما توقع "مصرف النرويج" مساراً تصاعدياً لسعر الفائدة الاسترشادي،

وهو أعلى قليلاً من توقُّعاته في شهر يونيو الماضي، معزراً بذلك موقفه المتفرد بين أقرانه الأثرياء في الخروج من سياسات الأزمة .

وتعافي الاقتصاد النرويجي الغني بالنفط من الأزمة كان أسرع من معظم الاقتصادات الأخرى، ولم يكن حاكم المصرف المركزي أويستين أولسن في حاجة إلى استخدام أي أدوات غير تقليدية، إذ تعتمد الحكومة أكثر من أي وقت سابق على أكبر صندوق ثروة سيادية في العالم في تحفيز الاقتصاد .

ويرى صنَّاع السياسة النقدية أنَّ ارتفاع الأسعار أكثر مما ينبغي، يشكّل خطراً "محدوداً"، مع بقاء معدل التضخم الأساسي عند أدنى مستوى له منذ عام ٢٠١٧ .

٢١- "دلتا" تهدد التعافي الاقتصادي

أدمريان أومر، محافظ المصرف الاحتياطي النيوزيلندي



مصرف الاحتياطي النيوزيلندي

سعر الفائدة الأساسي حالياً: ٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢١: ٧٥٪

توقعات "بلومبرغ إكونوميكس" حتى نهاية ٢٠٢٢: ٧٥٪

بعد بداية زائفة في شهر أغسطس الماضي، عندما كانت يدها مغلولتين بسبب

إغلاق البلاد؛ رفع المصرف المركزي النيوزيلندي سعر الفائدة الأساسي في ٦

أكتوبر ملوِّحاً بزيادات أخرى قادمة.

وقد تجاوز معدل التضخم فعلاً النطاق المستهدف من المصرف بين ١٪ حتى ٣٪، ويُنتظر أن يستمر في الارتفاع. ويعاني سوق العمل نقصاً شديداً في العرض، مع انخفاض معدل البطالة إلى ٤٪، وهو موافق بذلك لمستوى ما قبل الجائحة. لكن تطورات كثيرة سوف تعتمد على كيفية استجابة الاقتصاد للموجة الحالية من انتشار فيروس كورونا في نيوزيلاندا، وما زالت كبرى مدن البلاد مثل أوكلاند مغلقة، مع انتشار سلالة "دلتا" المتحوّرة إلى إقليم ويكاتو المجاور. وتخطط الحكومة لرفع القيود عن الحركة بمجرد تلقيح عدد كافٍ من السكان، ولكن مع انتشار الفيروس، ربما لا يتعافى الاقتصاد من الانكماش الذي أصابه في الربع الثالث بالسرعة التي يتوقّعها المصرف المركزي.

رأي "بلومبرغ إكونوميكس":

"بدأ المصرف المركزي النيوزيلاندي سياسة تقشفية، استجابة لظهور دلائل على زيادة الأجور والضغوط التضخمية بعد انتعاش سريع داخل الحدود المغلقة. ونعتقد أنّ هناك احتمالاً من أجل إجراءات تقشفية جديدة، مع زيادة سعر الفائدة، وتخفيض كبير للإقراض على مدى الشهور المقبلة. غير أنّ دخول سلالة "دلتا" المتحوّلة إلى نيوزيلاندا التي كانت خالية من كوفيد - ١٩، يبدو أنّها ستؤثر سلباً في الاقتصاد، بالإضافة إلى توقّعات المصرف المركزي النيوزيلاندي بزيادة كبيرة في أسعار الفائدة حتى نهاية ٢٠٢٢".

– جيمس ماكنتاير

٢٢- زيادة محتملة في الفائدة

آدم غلابنسكي، محافظ المصرف المركزي البولندي



المصرف الوطني البولندي

سعر الفائدة الأساسي حالياً: ٥٪

متوسط توقعات الاقتصاديين حتى نهاية ٢٠٢٢: ٧٥٪

وفق مسح تمّ قبل رفع أسعار الفائدة فجأة خلال الأسبوع الماضي.

تحوّلت بولندا إلى موقف "ننتظر ثم نرى" بالنسبة لسياستها النقدية بعد مفاجأة الاقتصاديين والمستثمرين معاً بأول زيادة لأسعار الفائدة منذ عام ٢٠١٢ في أوائل أكتوبر الجاري .

يقول رئيس المصرف المركزي آدم غلابنسكي: "لا أستطيع أن أعلن ما هي الخطوة التالية" إذ يقوم بتقييم تأثير إجراءاته على تعافي الاقتصاد. غير أن استمرار ارتفاع التضخم عند مستوى أعلى من المستهدف، مع اهتمام رئيس الوزراء ماتيوس مورافيسكي بشكل متزايد بارتفاع أسعار المستهلك؛ يعني عدم إمكانية استبعاد زيادة جديدة في أسعار الفائدة في الأشهر المقبلة. ويرجح أن الجائحة، التي تكتسح أجزاء أخرى في أوروبا الشرقية، سوف تفرض المسار القادم للمصرف المركزي.

٢٣- توبيخ حكومي

جيرمي مروسنوك، محافظ المصرف المركزي التشيكي



المصرف الوطني التشيكي

سعر الفائدة الأساسي حالياً: ١.٥٪

متوسط توقعات الاقتصاديين حتى نهاية ٢٠٢١: ٢٪

متوسط توقعات الاقتصاديين حتى نهاية ٢٠٢٢: ٢.٥٪

قام المصرف المركزي التشيكي بتسريع حملته ضد التضخم، بزيادة أسعار الفائدة فجأة بمقدار ٧٥ نقطة أساس في نهاية شهر سبتمبر الماضي، في أكبر زيادة يقرها منذ ٢٤ عاماً. استدعى ذلك توبيخاً نادر الحدوث من الحكومة، التي تخشى أن يؤدي ارتفاع تكلفة الاقتراض إلى تقويض التعافي الاقتصادي. ويخشى المصرف

من أن ارتفاع التضخم إلى أعلى مستوى في ١٣ عاماً، مع انخفاض معدل البطالة في الاتحاد الأوروبي إلى أدنى مستوى، سيؤديان إلى مطالب بزيادة الأجور. وقد تعهد بفرض زيادات أخرى في أسعار الفائدة خلال العام الحالي، ويرغب في النهاية أن يعود سعر الفائدة الاسترشادي إلى مستواه "الطبيعي" بين ٢.٥٪ و ٣٪. وقال حاكم المصرف المركزي جيرى روزنوك عقب اتخاذ قرار زيادة الفائدة في سبتمبر: "إننا نريد إرسال إشارة قوية إلى الشعب فقط. وفي الاقتصاد؛ فإننا لن نسمح لتوقعات التضخم أن تبتعد عن المستوى الذي نستهدفه".

الفصل الثاني - إيجاد السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة سعر السوق

وفق مقام 1

يستعرض هذا الفصل أربعة مباحث موجزة، في المبحث الأول سيتم شرح استخدام سعر اليوم لتحديد السعر الآجل لخمس سنوات، وفي المبحث الثاني سيتم تعريف الحساسية وقياسها، وفي المبحث الثالث سيتم تطبيق طريقة قياس حساسية السعر الآجل لخمس سنوات، وأخيراً تفسير ناتج تحليل الحساسية.

¹ مرجع سابق، معيار قياس أداء المعاملات المالية

المبحث الأول:

استخدام سعر اليوم لتحديد السعر الآجل لخمس سنوات

سعر السوق هو سعر الظل للسعر الآجل لفترة زمنية محددة تصل إلى خمسة سنوات وفق دراستنا، مما يحتم وجود نطاق محدد للأسعار إن كانت لأسعار السوق أو للأسعار الآجلة، وإن المستهدف من الدراسة هو حساب أسعار تمويل أموال مودعة بمصرف لخمس سنوات.

يمكن حساب السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة مقام بالمعادلة (١) الآتية:

$$\text{السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة مقام} = (\text{ص} \div \text{ك}) \times (\text{مقام} - ١) + (\text{مقام} - ١) \times ٢٨ \quad (١)$$

حيث أن: ص: تمثل صافي القيمة الحالية، ك: تمثل تكلفة الاستثمار

ويمكن حساب السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة سعر السوق بالمعادلة (٢) الآتية:

$$\text{السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة سعر السوق} = (\text{ص} \div \text{ك}) \times ((\text{سعر السوق}) + \text{سعر السوق}) \times ٢٨ \quad (٢)$$

ويحسب صافي القيمة الحالية (ص) بحساب مجموع التدفقات النقدية لفترة المدروسة بدلالة سعر السوق بالمعادلة (٣) الآتية:

$$\text{صافي القيمة الحالية} = ((\text{سعر السوق} + ٦٨) \times \text{تكلفة الاستثمار}) \div ٥ \quad (٣)$$

على اعتبار أن معدل مقام يكافئ سعر السوق:

$$\text{معدل مقام} = \text{سعر السوق} \quad (٤)$$

فإذا كان سعر السوق ١٥٪، أو ٣٠.٧٦٦٪ وتكلفة الاستثمار ١.٠٠٠.٠٠٠، فإن السعر الآجل لخمس سنوات يحسب كالاتي:

حالة سعر السوق ١٥٪:

١- لحساب التدفقات النقدية عند سعر السوق ١٥٪، يتم التعويض بالمعادلة (٣)

$$\text{التدفق النقدي السنوي} = 5 \div (100000 \times (1 + 15\%)^6) = 46261.22$$

٢- لحساب السعر الآجل لخمس سنوات عند سعر السوق ١٥٪، يتم التعويض

بالمعادلة (٢) بعد حساب صافي القيمة الحالية (ص) ١٥٥٠٧٤.٧٨ من الجدول

(١).

		- ١٠٠,٠٠٠	
إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	٤٦,٢٦١.٢٢	١.١٥٠٠٠٠
		٤٦,٢٦١.٢٢	١.٣٢٢٥٠٠
٩٩,٤٦١.٦٢	٤٠,٢٢٧.١٥	٤٦,٢٦١.٢٢	١.٥٢٠٨٧٥
١٦٠,٦٤٢.٠٩	٣٤,٩٨٠.١٣	٤٦,٢٦١.٢٢	١.٧٤٩٠٠.٦
٢٣٠,٩٩٩.٦٣	٣٠,٤١٧.٥٠	٤٦,٢٦١.٢٢	٢.٠١١٣٥٧
٣١١,٩١٠.٧٩	٢٦,٤٥٠.٠٠	٣٦.٤٩٨٪	IRR
	٢٣,٠٠٠.٠٠	٢٣١,٣٠٦	إجمالي التدفقات النقدية

١٥٥٠٧٤.٧٨

السعر الآجل لخمس سنوات = $(100000 \div 155074.78) \times (1 + 15\%) +$ $(15\%)^2$

$$= 26.75\% = 0.1725 \times 155074.78 =$$

حالة سعر السوق ٣٠.٧٦٦٪:

١- لحساب التدفقات النقدية عند سعر السوق ٣٠.٧٦٦٪، يتم التعويض بالمعادلة (٣)

$$\text{التدفق النقدي السنوي} = 1000000 \times (1 + 30.766\%)^6 \div 5 = 1000000$$

٢- لحساب السعر الآجل لخمس سنوات عند سعر السوق ٣٠.٧٦٦٪، يتم التعويض بالمعادلة (٢) بعد حساب صافي القيمة الحالية (ص) ٢٤٠٠٢٦.٨٩ من الجدول (٢).

		- ١٠٠,٠٠٠	
إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	١٠٠,٠٠٠,٠٠٠	١.٣٠٧٦٦٠
		١٠٠,٠٠٠,٠٠٠	١.٧٠٩٩٧٦
٢٣٠,٧٦٦.٠٥	٧٦,٤٧٢.٤٥	١٠٠,٠٠٠,٠٠٠	٢.٢٣٦٠٦٨
٤٠١,٧٦٣.٦٤	٥٨,٤٨٠.٣٥	١٠٠,٠٠٠,٠٠٠	٢.٩٢٤٠١٨
٦٢٥,٣٧٠.٤٤	٤٤,٧٢١.٣٦	١٠٠,٠٠٠,٠٠٠	٣.٨٢٣٦٢٢
٩١٧,٧٧٢.٢١	٣٤,١٩٩.٥٢	٩٦.٥٩%	IRR
	٢٦,١٥٣.٢١	٥٠٠,٠٠٠	إجمالي التدفقات النقدية

٢٤٠٠٠٢٦.٨٩

السعر الآجل لخمس سنوات = $(1000000 \div 240026.89) \times (30.766\%) = 96.56\%$

$$96.56\% = 0.402315 \times (2.4002689) = (30.766\%)^2 +$$

المبحث الثاني:

تعريف الحساسية وقياسها

تحقق تحليلات الشك والحساسية بمدى متانة الدراسة عندما تتضمن أشكالاً معينة من النمذجة الرياضية¹؛ وتدرس تحليلات الشك عدم التيقن الكامل في استنتاجات الدراسة، بينما يحدد تحليل الحساسية أن يحدد أي مصدر من مصادر الشك له وزن أكثر في الاستنتاجات.

وتكمن المشكلة في تحليل الحساسية بأنها تتشابه كثيراً مع تصميم التجارب؛ ففي تصميم التجارب يقوم الفرد بدراسة تأثير بعض العمليات أو التدخل (المعالجة) على بعض الأشياء (وحدات التجربة)، بينما يبحث في تحليل الحساسية عن تأثير تنوع مدخلات النموذج الرياضي على مخرجات النموذج نفسه. وفي الحالتين يكون الهدف الحصول على المعلومات بأقل قدر ممكن من التجارب الفيزيائية أو العددية.

يقول الاقتصادي ادوارد ليمر²: اقترحت شكلاً من أشكال نظم تحليل الحساسية أسميتها: "تحليل الحساسية العالمي" يتم فيها اختيار مقدار تقريبي من الفروض البديلة، وتحديد الفاصل المقابل للاستدلالات. ثم يتم الحكم على قوة الاستنتاجات إذا كان المقدار التقريبي للافتراضات كبير كفاية لتصديقه بينما يكون الفاصل المقابل للاستدلالات صغير كفاية ليكون مفيداً. ويرأيه فإن النمذجة

¹ ويكيبيديا، وضع النماذج الاقتصادية، السلسلة اكسفورد - مطبعة كلاوندون ١٩٩٠

² ويكيبيديا، الابن ٢٠٠٧

السيئة تكون عندما يجب أن تكون الشكوك في المدخلات مقموعة لعلا تصبح
النواتج غير محددة¹.

¹ ويكيبيديا، من الارشيف الأصل ٢٦ ايريل ٢٠١١

المبحث الثالث:

طريقة قياس حساسية السعر الآجل لخمس سنوات

يمكن قياس صدق النتائج من خلال قياس الحساسية. وطريقة قياسها كالآتي:

– إذا كان السعر الآجل لخمس سنوات في الحالة الأولى من المثال (١)، يساوي

٢٦.٧٥٪ يحقق جملة قسط سنوي (٣٨٥٢٦.٩٤) وبالمقارنة مع الحالة الأولى

الجدول رقم (١) نجد القسط السنوي (٤٦٢٦١.١١).

والنتيجة ممكن.

– إذا كان السعر الآجل لخمس سنوات في الحالة الثانية من المثال (١)، يساوي

٩٦.٩٥٪ يحقق جملة قسط سنوي (١٠٠٠٠٠٠) وبالمقارنة مع الحالة الثانية

الجدول رقم (٢) نجد القسط السنوي (١٠٠٠٠٠٠).

والنتيجة ممكن.

– إذا كان السعر الآجل لخمس سنوات في المثال (٢) الحالة الثالثة يساوي

١١٠.٠٨٤٪ يحقق جملة قسط سنوي (١١٣٥٧٦.٩٩) وبالمقارنة مع الجدول

رقم (٣) نجد القسط السنوي (١١٠٠٠٠٠). وفي الحالة الأخيرة فإن القسط

السنوي للسعر الآجل (١١٣٥٧٦.٩٩) أكبر من القسط السنوي حسب

قياسات مقام وهو (١١٠٠٠٠٠) حسب الجدول (٣).

والنتيجة غير ممكن.

		- ١٠٠,٠٠٠	
--	--	-----------	--

إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	١١٠,٠٠٠,٠٠٠	١.٣٢٨٥٩٨٦
		١١٠,٠٠٠,٠٠٠	١.٧٦٥١٧٤
٢٥٦,١٤٥.٨٤	٨٢,٧٩٤.٠١	١١٠,٠٠٠,٠٠٠	٢.٣٤٥٢٠.٨
٤٥٠,٣١٥.٠٠	٦٢,٣١٦.٨٠	١١٠,٠٠٠,٠٠٠	٣.١١٥٨٤.٠
٧٠٨,٢٨٧.٨٧	٤٦,٩٠٤.١٦	١١٠,٠٠٠,٠٠٠	٤.١٣٩٧.٠٠
١,٠٥١,٠٣٠.٢٥	٣٥,٣٠٣.٤٨	١٠٧.١١٣٦%	IRR
	٢٦,٥٧١.٩٧	٥٥٠,٠٠٠	إجمالي التدفقات النقدية
	٢٥٣,٨٩٠.٤٢		

ولقياس الحساسية رياضياً نستخدم القانون الآتي :

$$\text{سعر السوق الفعلي} = \frac{\pi}{\text{العائد الداخلي لمقام } \pi} \quad (٥)$$

ثم بإعادة تطبيق المعادلة (٥) على الجداول السابقة نجد الآتي :

الحالة الأولى سعر السوق ١٥٪

حسب المعادلة (٥) فإن :

$$\text{سعر السوق الفعلي} = \frac{\pi}{\%٣٦.٤٩٨} = \%١١.٦١٨$$

وبتطبيق المعادلة (٣) نجد أن :

$$\text{التدفق النقدي} = ٣٨٦٧٥.٤٥ = ٥ \div (١٠٠٠٠٠ \times \hat{v}(١.١١٦١٨))$$

$$\text{معدل العائد الداخلي} = ٣٨٦٧٥.٤٥ \div (١ + \epsilon) + (١ + \epsilon) \div ٣٨٦٧٥.٤٥$$

$$+ (١ + \epsilon) \div ٣٨٦٧٥.٤٥ + (١ + \epsilon) \div ٣٨٦٧٥.٤٥ + (١ + \epsilon) \div ٣٨٦٧٥.٤٥$$

$$\%٢٦.٩٤٢٢ = ١٠٠٠٠٠ - (١ + \epsilon) \div ٣٨٦٧٥.٤٥$$

ولإثبات سعر السوق الفعلي مقارنة مع السعر الآجل كما في الحالة الأولى فإنه
يساوي ٢٦.٧٥٪

		- ١٠٠,٠٠٠	
إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	٣٨,٦٧٤.٩٥	١.١١٦١٧٧٦
		٣٨,٦٧٤.٩٥	١.٢٤٥٨٥٢
٨١,٨٤٣.٠٦	٣٤,٦٤٩.٤٦	٣٨,٦٧٤.٩٥	١.٣٩٠.٥٩٢
١٣٠,٠٢٦.٣٤	٣١,٠٤٢.٩٦	٣٨,٦٧٤.٩٥	١.٥٥٢١٤٨
١٨٣,٨٠٧.٤٤	٢٧,٨١١.٨٥	٣٨,٦٧٤.٩٥	١.٧٣٢٤٧٣
٢٤٣,٨٣٦.٦٩	٢٤,٩١٧.٠٥	٢٦.٩٤٢٪	IRR
	٢٢,٣٢٣.٥٥	١٩٣,٣٧٥	إجمالي التدفقات النقدية
	١٤٠,٧٤٤.٨٧		

الحالة الثانية سعر السوق ٣٠.٧٦٦٪

$$\text{سعر السوق الفعلي} = 96.09\% \div \Pi = 30.7471\%$$

ولإثبات سعر السوق الفعلي مقارنة مع السعر الآجل كما في الحالة الثانية فإنه
يساوي ٩٦.٥٩٪

		- ١٠٠,٠٠٠	
إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	٩٩,٩١٣.٠٠	١.٣٠٧٤٧.٠٨
		٩٩,٩١٣.٠٠	١.٧٠٩٤٨٠
٢٣٠,٥٤٦.٣٣	٧٦,٤١٧.٠٠	٩٩,٩١٣.٠٠	٢.٢٣٥٠٩٥
٤٠١,٣٤٥.٦٠	٥٨,٤٤٦.٤٣	٩٩,٩١٣.٠٠	٢.٩٢٢٣٢٢

٦٢٤,٦٦٠,٦٥	٤٤,٧٠١,٩٠	٩٩,٩١٣,٠٠	٣,٨٢٠,٨٥٠
٩١٦,٦٣٨,٥٧	٣٤,١٨٩,٦٠	٩٦,٥٠٢٨%	IRR
	٢٦,١٤٩,٤٢	٤٩٩,٥٦٥	إجمالي التدفقات النقدية
	٢٣٩,٩٠٤,٣٥		

الحالة الثالثة سعر السوق ٣٢.٨٦٪

$$\text{سعر السوق الفعلي} = ١٠٧.١١٤\% \div \Pi = ٣٤.٠٩٥\%$$

ولإثبات سعر السوق الفعلي مقارنة مع السعر الآجل كما في الحالة الثالثة فإنه

يساوي ١١٠.٠٨٤٪

على الرغم من كونها أكبر من التدفقات النقدية للمشروع

		- ١٠٠,٠٠٠	
إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	١١٦,٢٨١,٨٦	١,٣٤٠,٩٥٣٣
		١١٦,٢٨١,٨٦	١,٧٩٨١٥٦
٢٧٢,٢١٠,٤١	٨٦,٧١٥,٨١	١١٦,٢٨١,٨٦	٢,٤١١٢٤٣
٤٨١,٣٠٣,٣١	٦٤,٦٦٧,٢٩	١١٦,٢٨١,٨٦	٣,٢٣٣٣٦٤
٧٦١,٦٨٧,١٤	٤٨,٢٢٤,٨٦	١١٦,٢٨١,٨٦	٤,٣٣٥٧٩١
١,١٣٧,٦٦٨,٧٦	٣٥,٩٦٣,١٢	١١٣,٦٧١٠%	IRR
	٢٦,٨١٩,٠٧	٥٨١,٤٠٩	إجمالي التدفقات النقدية
	٢٦٢,٣٩٠,١٥		

المبحث الرابع: تفسير تحليل الحساسية

تُثبت الحالة الثالثة أن سعر السوق بعد ٣٠.٧٦٦٪ هو سعرٌ غير ممكن؛ أي غير متوازن اقتصادياً، كما هو موضح في الجدول أدناه، وهو جدول نموذجي لما ستكون عليه الأسواق كحالة السوق السعودي أو الأمريكي أو حتى متوسط أسعار السوق في البورصات العالمية، وذلك لحساب السعر الآجل لخمس سنوات بدل سعر ليبور .

بغرض التحقق من الحساسية		السعر الآجل لخمس سنوات حسب سعر السوق	سعر السوق
سعر السوق الفعلي	سعر آجل لخمس سنوات حسب سعر السوق الفعلي		
٢.٥٢٥٠.٠٪	٥.٢٠٣٪	٤.٤٠٣٪	٣.٧٨٩١٪
٤.٨٥٠٠.٠٪	١٠.٢٨٧٪	٩.٢٠٣٪	٦.٩٩٠.٠٪
٧.٠٤٠٠.٠٪	١٥.٣٤٦٪	١٤.٣٢٠٪	٩.٧٧٦٠.٪
٩.١١٩٠.٠٪	٢٠.٤٤٠٪	١٩.٧٠٠٪	١٢.٢٤٦٠.٪
١١.١٢٣٠.٠٪	٢٥.٦١٩٪	٢٥.٣٠٥٪	١٤.٤٧١٠.٪
١٣.٠٦٣٩٠.٪	٣٠.٩١٦٪	٣١.١١٠٪	١٦.٤٩٩٠.٪
١٤.٩٥٥٠.٠٪	٣٦.٣٦٥٪	٣٧.٠٨٠٪	١٨.٣٦٥٠.٪
١٦.٨٠٥٠.٠٪	٤١.٩٩٤٪	٤٣.٢١١٪	٢٠.٠٩٣٠.٪
١٨.٦٢٢٠.٠٪	٤٧.٧٢٠٪	٤٩.٤٨٤٪	٢١.٧٠٧٠.٪
٢٠.٤١١٠.٠٪	٥٣.٨٩٤٪	٥٥.٨٨٨٪	٢٣.٢١٩٠.٪
٢٢.١٧٥٠.٠٪	٦٠.٢١٥٪	٦٢.٤١١٪	٢٤.٦٤٤٠.٪
٢٣.٩٢٠٠.٠٪	٦٦.٦١٨٪	٦٩.٠٥٠٪	٢٥.٩٩٢٠.٪

٢٥.٦٤٧.٠.٪	٧٣.٧٢.٠.٪	٧٥.٧٨٥٪	٢٧.٢٧٢.٠.٪
٢٧.٣٥٩.٠.٪	٨٠.٩٥٣٪	٨٢.٦٢٢٪	٢٨.٤٩٠.٠.٪
٢٩.٠٥٩.٠.٪	٨٨.٥٣٩٪	٨٩.٥٥١٪	٢٩.٦٥٢.٠.٪
٣٠.٧٤٧.٠.٪	٩٦.٥٠٣٪	٩٦.٥٦٦٪	٣٠.٧٦٦.٠.٪
٣٢.٤٢٦.٠.٪	١٠٤.٨٧١٪	١٠٠.٠٣٧٪	٣١.٨٣٤.٠.٪
٣٤.٠٩٥.٠.٪	١١٣.٦٧١٪	١١٠.٨٤٢٪	٣٢.٨٦٠.٠.٪
٣٥.٤٢٦.٠.٪	١٢١.٠٣٩٪	١١٦.٦٢٨٪	٣٣.٦٥٣.٠.٪

الفصل الثالث - محدودية التدفقات النقدية للأصل وفقاً للزمن

بدأت في ١ سبتمبر ٢٠٠٨ أزمة مالية عالمية اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ الكساد الكبير عام ١٩٢٩، بدأت بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم لتشمل الدول الأوروبية والآسيوية والخليجية، التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، ووصل عدد البنوك التي انهارت عام ٢٠٠٨ في الولايات المتحدة ١٩ بنكا.

نشأت أزمة ٢٠٠٨ لأن المواطن الأمريكي يقترض من البنك حتى يشتري أشياءه وحاجاته عن طريق البطاقات الائتمانية، والسداد يتم عن طريق بنوك تعتمد على أسعار الفائدة في تعاملاتها المالية. حيث يزداد سعر الفائدة بزيادة سعر الأصل الممول كل سنة، مما أدى إلى عدم قدرة المستهلك الأمريكي على سداد رهونه وخاصة العقارية منها لعدم مقدرته على سداد الالتزامات المترتبة عليه.

وبرأي المؤلف، فإن الحالة الثالثة في الفصل الثاني تثبت أن سعر السوق بعد ٣٠.٧٦٦٪ غير ممكن؛ أي غير متوازن اقتصادياً، مقارنة مع ورقة الدكتور بن عبد الفتاح في النقطة التي ترتبط بزيادة أسعار العقار سنوياً بازدياد مبلغ الفائدة؛ حيث لا يمكن أن يولد الأصل تدفقات نقدية إلى ما لا نهاية.

ولبيان إمكانية قياس مدى صدق النتائج من خلال قياس الحساسية ومقارنته بأسباب أزمة ٢٠٠٨ المالية، يبين المثال التالي أن للأصل حداً أقصى لتوليد تدفقات نقدية من حيث الزمن.

جدول نموذجي لما ستكون عليه أسعار السعر الآجل لخمس سنوات

بغرض التحقق من الحساسية		السعر الآجل لخمس سنوات حسب سعر السوق	سعر السوق
سعر السوق الفعلي	السعر الآجل لخمس سنوات حسب سعر السوق الفعلي		
٪٢.٥٢٥٠٠	٪٥.٢٠٣	٪٤.٤٠٣	٪٣.٧٨٩١
٪٤.٨٥٠٠٠	٪١٠.٢٨٧	٪٩.٢٠٣	٪٦.٩٩٠٠
٪٧.٠٤٠٠٠	٪١٥.٣٤٦	٪١٤.٣٢٠	٪٩.٧٧٦٠
٪٩.١١٩٠٠	٪٢٠.٤٤٠	٪١٩.٧٠٠	٪١٢.٢٤٦٠
٪١١.١٢٣٠٠	٪٢٥.٦١٩	٪٢٥.٣٠٥	٪١٤.٤٧١٠
٪١٣.٠٦٣٩٠	٪٣٠.٩١٦	٪٣١.١١٠	٪١٦.٤٩٩٠
٪١٤.٩٥٥٠٠	٪٣٦.٣٦٥	٪٣٧.٠٨٠	٪١٨.٣٦٥٠
٪١٦.٨٠٥٠٠	٪٤١.٩٩٤	٪٤٣.٢١١	٪٢٠.٠٩٣٠
٪١٨.٦٢٢٠٠	٪٤٧.٧٢٠	٪٤٩.٤٨٤	٪٢١.٧٠٧٠
٪٢٠.٤١١٠٠	٪٥٣.٨٩٤	٪٥٥.٨٨٨	٪٢٣.٢١٩٠
٪٢٢.١٧٥٠٠	٪٦٠.٢١٥	٪٦٢.٤١١	٪٢٤.٦٤٤٠
٪٢٣.٩٢٠٠٠	٪٦٦.٦١٨	٪٦٩.٠٥٠	٪٢٥.٩٩٢٠
٪٢٥.٦٤٧٠٠	٪٧٣.٧٢٠	٪٧٥.٧٨٥	٪٢٧.٢٧٢٠
٪٢٧.٣٥٩٠٠	٪٨٠.٩٥٣	٪٨٢.٦٢٢	٪٢٨.٤٩٠٠
٪٢٩.٠٥٩٠٠	٪٨٨.٥٣٩	٪٨٩.٥٥١	٪٢٩.٦٥٢٠
٪٣٠.٧٤٧٠٠	٪٩٦.٥٠٣	٪٩٦.٥٦٦	٪٣٠.٧٦٦٠
٪٣٢.٤٢٦٠٠	٪١٠٤.٨٧١	٪١٠٠.٠٣٧	٪٣١.٨٣٤٠
٪٣٤.٠٩٥٠٠	٪١١٣.٦٧١	٪١١٠.٨٤٢	٪٣٢.٨٦٠٠
٪٣٥.٤٢٦٠٠	٪١٢١.٠٣٩	٪١١٦.٦٢٨	٪٣٣.٦٥٣٠

الاستنتاجات

تكتسب المشاريع الاستثمارية أهمية كبير على المستوى العام والخاص، فعلى المستوى الوطني تعتبر المحرك الرئيسي لعملية التنمية الاقتصادية، وعلى المستوى الفردي يعمل الاستثمار الخاص على تحقيق الربح المادي، لذلك لا بد من توفر دراسات جدوى اقتصادية تهدف للوصول إلى القرار الاستثماري الرشيد¹.

ويعدُّ تحليل الحساسية أحد أساليب دراسات الجدوى الاقتصادية، بل أهم أدواتها التي تستخدم في الوصول إلى القرار الاستثماري الأفضل، ويستخدم لمواجهة حالة المخاطرة واللا تأكد عند اتخاذ القرار الاستثماري عموماً، وعند دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية خصوصاً.

وبرأي المؤلف؛ إن استخدام قياس الحساسية لمشروع عمره خمس سنوات لمعرفة سعر السوق المستنتج من معادلة قياس الحساسية وإيجاد تدفقاته النقدية ومقارنته مع التدفقات النقدية لسعر السوق وقت طلب التمويل للمشروع، حيث يعدُّ مشروعاً مقبولاً إذا كانت تدفقاته النقدية لسعر السوق المستنتج أقل من التدفقات النقدية وقت طلب التمويل.

¹ علي حسين محمد - استخدام تحليل الحساسية في تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة واللا تأكد - كلية الادارة والاقتصاد / جامعة بغداد

المصادر

- ١ . معيار قياس اداء المعاملات الإسلامية - نموذج (أوهاج - قنطقجي) - النسخة الرابعة
سبتمبر ٢٠٢١
- ٢ . بكين: «الشرق الأوسط - السبت - ١٣ محرم ١٤٤٣ هـ - ٢١ أغسطس ٢٠٢١ م رقم
العدد ١٥٦٠٧ .
- ٣ . موقع اقتصاد الشرق مع بلومبرغ [.asharqbusiness.com](http://asharqbusiness.com)
- ٤ . ويكيبيديا .
- ٥ . كينيدي ٢٠٠٧ - دليل الاقتصاد القياسي - الطبعة الخامسة - دار نشر بلاكويل .
- ٦ . طالب ن، (٢٠٠٧) البجعة السوداء، روندوس هاوس .
- ٧ . وضع، اوهايو - جارفيس وضع النماذج الاقتصادية السلسلة اكسفورد - مطبعة
كلاوندون ١٩٩٠ .
- ٨ . د. بن عبد الفتاح دحمان - الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية معهد العلوم
الاقتصادية وعلوم التسيير - الملتقى الدولي الثاني ٢٠٠٩ - جامعة أدرار - الجزائر .
- ٩ . علي حسين محمد - استخدام تحليل الحساسية في تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل
المخاطرة واللا تأكد - كلية الادارة والاقتصاد / جامعة بغداد .

آلية التسعير الأجل لخمس سنوات

ملخص استنتاج أسعار التمويل لخمس سنوات من خلال دراسة مقام مقارنة بسياسات عالمية

لا يمكن إطلاق العنان لتسعير الفرص بلا ضابط، كما لا يمكن فعل ذلك لفترات مفتوحة، فالتقدير يشوبه الخطأ والارتياب كلما ازدادت الفترات التي يجري تقدير تدفقاتها النقدية.

وهذا الكتاب يقترح استخدام التقديرات لخمس سنوات كحد أقصى لتجنب انحرافات التقدير.

الناشر..