



المجلس الاقتصادي والاجتماعي الأردني

دراسة

"تأثير رفع أسعار الفائدة على الاقتصاد الأردني"

أيار 2023

المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
3	مقدمة
4	أثر رفع أسعار الفائدة على بعض المتغيرات الاقتصادية
4	1- أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية
7	- تطورات أسعار الفائدة على الودائع
8	- آليات انتقال أسعار الفائدة السوقية إلى الودائع
9	- تطورات أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية
13	- آليات انتقال أسعار الفائدة السوقية إلى التسهيلات الائتمانية
13	2- أثر رفع أسعار الفائدة على بعض المتغيرات الاقتصادية
13	- أثر رفع أسعار الفائدة على المديونية الخارجية وعجز الموازنة
15	- آثار رفع أسعار الفائدة على البورصة
16	- أثر رفع أسعار الفائدة على التضخم
17	- أثر رفع سعر الفائدة على الاستثمار والنمو الاقتصادي
18	- أثر رفع سعر الفائدة على الميزان التجاري (الصادرات والمستوردات)
19	الخلاصة والنتائج
20	التوصيات



مقدمة

كان لجائحة كورونا التي بدأت في نهاية عام 2019 ومشاكل سلاسل التوريد وقيام العديد من الدول باتباع سياسة التيسير الكمي وضخ كميات كبيرة من السيولة في الاقتصاد الى جانب الحرب الروسية الأوكرانية التي اندلعت بتاريخ 24 شباط 2022، اثر مباشر في ارتفاع أسعار الأغذية والطاقة والمعادن خلال الفترة الماضية. وبهدف مكافحة ارتفاع الأسعار (التضخم) والمحافظة على العملات من الانهيار واستجابة لقرارات البنك الاحتياطي الفيدرالي برفع اسعار الفائدة بشكل متواصل خلال عام 2022 وخلال الربع الاول من العام الحالي، قامت البنوك المركزية حول العالم برفع معدلات الفائدة لعدة مرات للسيطرة على معدل التضخم. وقد كان للإجراءات التي قام بها البنك المركزي ورفع اسعار الفائدة اثار على العديد من المتغيرات والقطاعات.

وتهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر رفع أسعار الفائدة على الاقتصاد الأردني، وذلك بالتركيز على بعض المتغيرات والقطاعات الاقتصادية. ولتحقيق هذا الهدف تم تحليل أثر رفع أسعار الفائدة الرسمية الخاصة بالبنك المركزي على أبرز المتغيرات النقدية والمالية والاقتصادية باستخدام أساليب مختلفة تُمكننا من الوقوف على تلك الآثار.



أثر رفع أسعار الفائدة الرسمية على بعض المتغيرات الاقتصادية

ثمة تأثير لارتفاع سعر الفائدة وقيمة الدولار على ثلاث قنوات رئيسية، هي: أسعار الصرف والتبادل التجاري والتدفقات النقدية، وتعتمد طبيعة التأثير على نظام سعر الصرف المتبع في الدولة. ونظرا لارتباط الدينار الأردني مع الدولار الأمريكي، فإنه عندما تبدأ أسعار الفائدة على الدولار بالارتفاع وتكون السياسة النقدية مرغمة على رفع أسعار الفائدة المحلية، فمن المتوقع أن يكون له تأثير على العديد من المتغيرات الاقتصادية وعلى النحو التالي:

1- أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية

طبق البنك المركزي سياسة نقدية تيسيرية خلال جائحة كورونا في الفترة (2020-2021) لم تقتصر وحسب على تخفيض أسعار الفائدة بواقع 150 نقطة أساس، وإنما تم استخدام أدوات نقدية عديدة بهدف توفير سيولة إضافية للاقتصاد لاحتواء ومواجهة أثر جائحة كورونا. حيث تم إبرام اتفاقيات إعادة الشراء بقيمة 850 مليون دينار ولآجال تصل إلى سنة وبسعر فائدة استثنائي 2%، وعمليات السوق المفتوحة الدائمة، علاوة على تخفيض أسعار الفائدة على برنامج التمويل الميسر لديه والموجه نحو القطاعات الاقتصادية ذات القيمة المضافة العالية لتصبح 1% بدلاً من 1.75% داخل محافظة العاصمة، و0.5% بدلاً من 1% للمشاريع في باقي المحافظات، وكذلك تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي للمرة الأولى منذ عام 2009 لتصبح 5% بدلاً من 7%. علاوة على استحداث برنامج تمويلي بقيمة 700 مليون دينار بهدف تعزيز منعة الشركات الصغيرة والمتوسطة والمهنيين والحرفيين ومستوردي قطاع تجارة الجملة من السلع الأساسية. وقد شكلت هذه الإجراءات بمجموعها 2.7 مليار دينار، أو ما نسبته 8.6% من الناتج المحلي الإجمالي، وكان لها دوراً هاماً في التخفيف من تداعيات الجائحة على الاقتصاد الوطني، وتأمين الطريق نحو تحقيق التعافي من تداعيات الجائحة. وبالإضافة إلى ذلك سمح البنك المركزي للبنوك بتأجيل أقساط قروض الأفراد والشركات المتضررة من الجائحة. ولكن استجابة للتطورات الاقتصادية والنقدية العالمية، كان لا بد للسياسة النقدية للبنك المركزي أن تأخذ اتجاهاً مغايراً لما اتخذته خلال الجائحة، وذلك بدءاً من نهاية الربع الأول من عام 2022. فعلى أثر رفع بنك الاحتياط الفيدرالي سعر الفائدة على أمواله، وبهدف المحافظة على الاستقرار النقدي وجاذبية الدينار الأردني بوصفه وعاء ادخاريًا ومحاربة التضخم، قام البنك المركزي الأردني

برفع أسعار الفائدة على كافة أدوات السياسة النقدية سبع مرات خلال عام 2022 (بواقع 400 نقطة اساس) ومرتين خلال العام الحالي (بواقع 50 نقطة اساس). وقد جاءت تلك الزيادات، للمحافظة على هامش فائدة بين أدوات الدينار والدولار لصالح الدينار. فقد حصلت الزيادات خلال عام 2022 في أشهر آذار (25 نقطة أساس)، وأيار (50 نقطة أساس)، وحزيران (50 نقطة أساس)، وتموز (75 نقطة أساس)، وأيلول (75 نقطة أساس)، وتشربن ثاني (75 نقطة أساس)، وكانون أول (50 نقطة أساس)، ومؤخرا في شهر شباط (25 نقطة أساس) وشهر اذار (25 نقطة اساس) من عام 2023. ومن المتوقع أن يكون ثمة ارتفاع آخر في أسعار الفائدة مستقبلا، لارتباط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي. وعمومًا فقد ارتفع سعر الفائدة الرئيس بنسبة 170% في شهر شباط من العام الحالي مقارنة بمستواها السائد في شهر كانون أول عام 2020، لترتفع من 2.5% إلى مستواها الحالي والبالغ نسبته 6.75%.

الجدول رقم (1)

أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية في الأردن

(شباط 2022 - شباط 2023)

مقدار التغير خلال المدة، شباط وحتى شباط 2023	شباط 2023	كانون أول 2022	تشرين ثاني 2022	أيلول 2022	تموز 2022	حزيران 2022	أيار 2022	آذار 2022	شباط 2022	
425 نقطة أساس	6.75	6.5	6.0	5.25	4.5	3.75	3.25	2.75	2.5	سعر الفائدة الرئيس للبنك المركزي
425 نقطة أساس	7.75	7.5	7.0	6.25	5.5	4.75	4.25	3.75	3.5	سعر إعادة الخصم
450 نقطة أساس	6.5	6.25	5.75	5.0	4.25	3.5	2.75	2.25	2.0	سعر نافذة الإيداع لليلة واحدة
425 نقطة أساس	7.5	7.25	6.75	6.0	5.25	4.5	4.00	3.5	3.25	سعر اتفاقيات إعادة الشراء لليلة واحدة
400 نقطة أساس	6.5	6.0	5.25	5.25	4.5	3.75	3.25	2.75	2.5	سعر اتفاقيات إعادة الشراء لأجل أسبوع
400 نقطة أساس	6.5	6.0	5.25	5.25	4.5	3.75	3.25	2.75	2.5	سعر اتفاقيات إعادة الشراء لأجل شهر
400 نقطة أساس	6.5	6.0	5.25	5.25	4.5	3.75	3.25	2.75	2.5	سعر الفائدة على شهادات الإيداع لأجل أسبوع

المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية.

وفي الوقت نفسه، قرر البنك المركزي تمديد العمل ببرامجه لإعادة تمويل عشرة قطاعات اقتصادية رئيسة بقيمة 1.3 مليار دينار تبقى منه 0.6 مليار دينار، مع الإبقاء على أسعار فائدة هذا البرنامج دون تغيير عند 1.0% للمشاريع داخل محافظة العاصمة، و0.5% للمشاريع في باقي المحافظات. كما قرر الإبقاء على برنامجه لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة والمهنيين والحرفيين البالغ قيمته 0.7 مليار دينار حتى نهاية أيلول 2022،

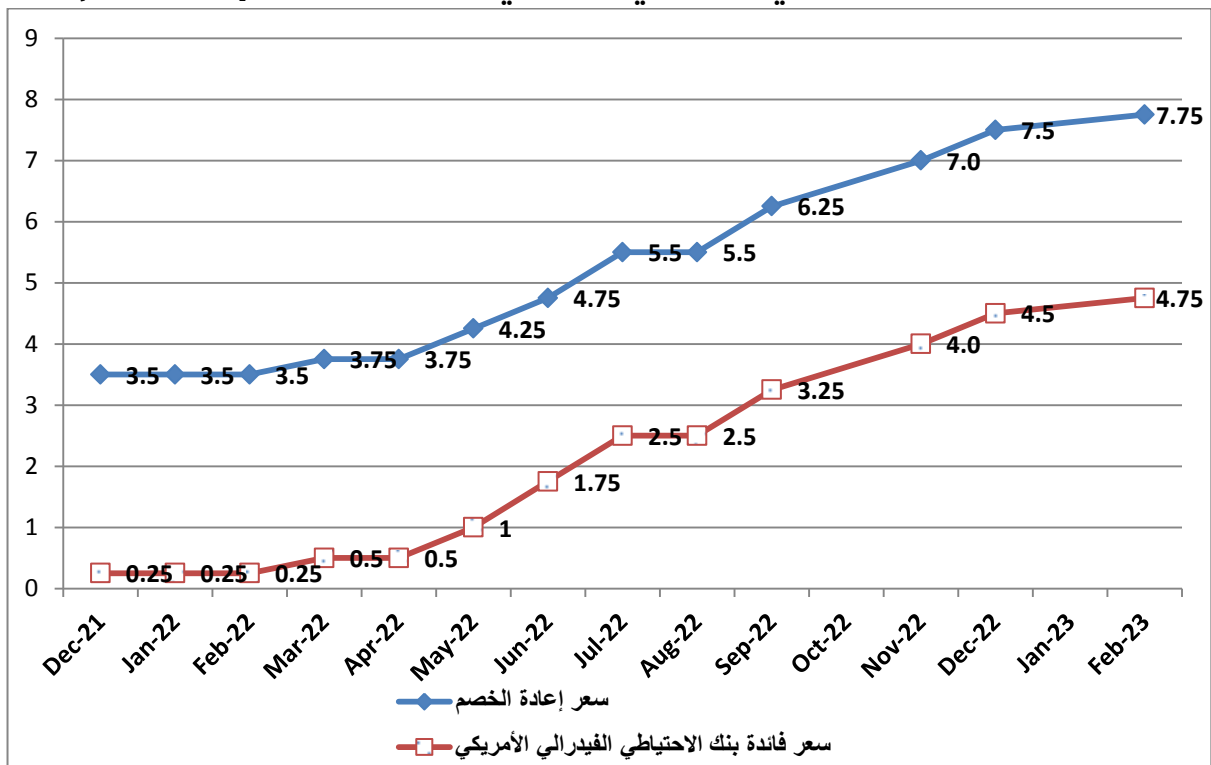
والإبقاء على سعر الفائدة لهذا البرنامج بما لا يتجاوز 2.0% ولأجل 54 شهرا متضمنة مدة سماح تصل إلى 12 شهراً.

فعلى سبيل المثال، تم رفع سعر فائدة إعادة الخصم تدريجياً خلال العام الحالي من 3.5% في شهر شباط 2022 إلى 4.75% في شهر حزيران، وإلى 5.50% في شهر تموز 2022، وإلى 6.25% في شهر أيلول ومؤخراً إلى 7.75% في شهر شباط 2023، وبما مقداره 425 نقطة أساس.

وقد نجم عن ارتفاع أسعار الفائدة خلال العام الماضي ارتفاع العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية ونمو الأرباح الصافية للبنوك بنسبة 38% لتبلغ 898 مليون دينار في عام 2022 مقارنة مع عام 2021، نتيجة التحسن في الأنشطة التشغيلية للبنوك.

الشكل رقم (1)

سعر فائدة البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مقابل سعر فائدة إعادة الخصم



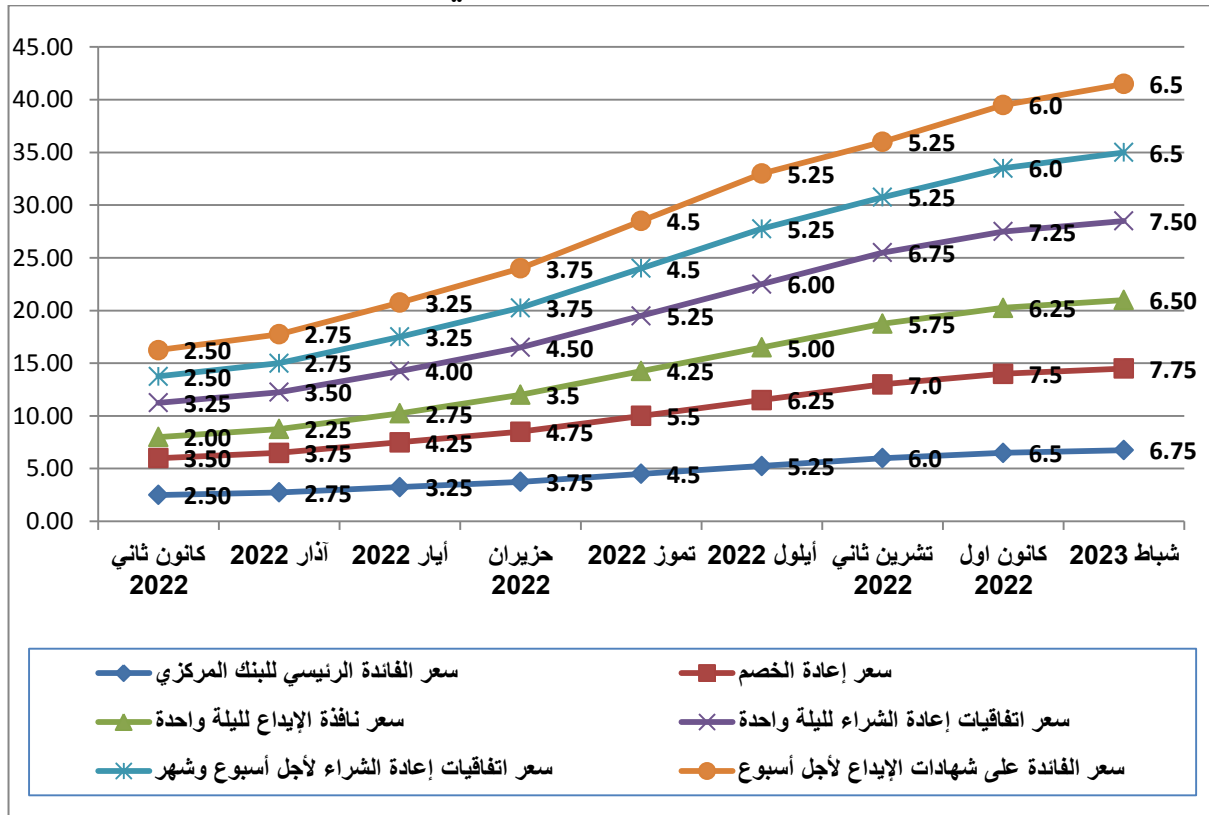
المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية.

ويبين الشكل رقم (2) تطورات أسعار الفائدة الرسمية حتى شهر شباط 2023 الناجمة عن قرارات البنك المركزي برفع أسعار الفائدة على مختلف أدواته النقدية.



الشكل رقم (2)

تطورات أسعار الفائدة الرسمية، كانون الثاني 2022 - شباط 2023



المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية.

أ- تطورات أسعار الفائدة على الودائع

يشير الجدول رقم (2) أدناه إلى أن البنوك لم تعكس بالكامل الارتفاعات التي حصلت على أسعار فائدة أدوات السياسة النقدية المختلفة على أسعار الفائدة على الودائع بمختلف أنواعها خلال عام 2022. فقد تراوحت الزيادة ما بين 5 و 108 نقطة مئوية، وشكلت حوالي 25% من مقدار الزيادة في أسعار فائدة أدوات السياسة النقدية خلال المدة نفسها. وقد كانت أكبر زيادة على أسعار فائدة الودائع لأجل، إذ بلغت 108 نقطة أساس وهذه تعادل 25.4% وحسب من مقدار زيادة أسعار الفائدة الرسمية المتمثلة بسعر إعادة الخصم، تلاها الوسط المرجح لأسعار فائدة الودائع تحت الطلب والتي وصلت الزيادة فيها 14 نقطة أساس، وهو ما يشكل حوالي 3.3% من نسبة زيادة أسعار الفائدة الرسمية المتمثلة بسعر إعادة الخصم.

الجدول رقم (2)

الوسط المرجح لأسعار الفائدة على الودائع

النسبة من الزيادة في أسعار الفائدة الرسمية	مقدار التغير في كانون 1 مقارنة مع كانون 2022	كانون أول	تشرين ثاني	تشرين أول	أيلول	آب	تموز	حزيران	أيار	نيسان	آذار	شباط	كانون الثاني	
3.3%	14 نقطة مئوية	0.37	0.34	0.37	0.33	0.36	0.34	0.32	0.26	0.25	0.26	0.24	0.23	تحت الطلب
1.2%	5 نقاط مئوية	0.31	0.38	0.35	0.41	0.33	0.30	0.35	0.32	0.37	0.31	0.34	0.26	توفير
25.4%	108 نقطة مئوية	4.59	4.4	4.09	3.85	3.80	3.68	3.59	3.55	3.53	3.52	3.53	3.51	لأجل

المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية.

ب - آليات انتقال أسعار الفائدة إلى الودائع

تشير البيانات في الجدول رقم (3) إلى نمو الودائع في عام 2022 تدريجياً وتزامناً مع ارتفاع أسعار الفائدة، إذ نمت إجمالي الودائع بنسبة 6.5% في عام 2022 مقارنة بعام 2021 نتيجة تأثير رفع أسعار الفائدة خلال هذه المدة. فقد بينت النتائج بأن معدلات النمو في الودائع (وخاصة الودائع لأجل) تتأثر إيجاباً بأسعار الفائدة السوقية (الفائدة على الودائع لأجل)، وكان أكبر تأثير للتحرك في أسعار الفائدة يتحقق في نفس الربع، وهو ما يعكس الاستجابة السريعة نسبياً للودائع لأجل للتغير في أسعار الفائدة، ثم يبدأ الأثر بالتراجع مع مرور الوقت.

الجدول رقم (3)

نمو الودائع والتسهيلات الائتمانية (مليون دينار)

2022	2021	2020	
42106.7	39522.3	36789.1	الودائع
6.5%	7.4%	4.2%	معدل النمو
32591.5	30028.5	28639.1	التسهيلات الائتمانية
8.5%	4.9%	5.7%	معدل النمو

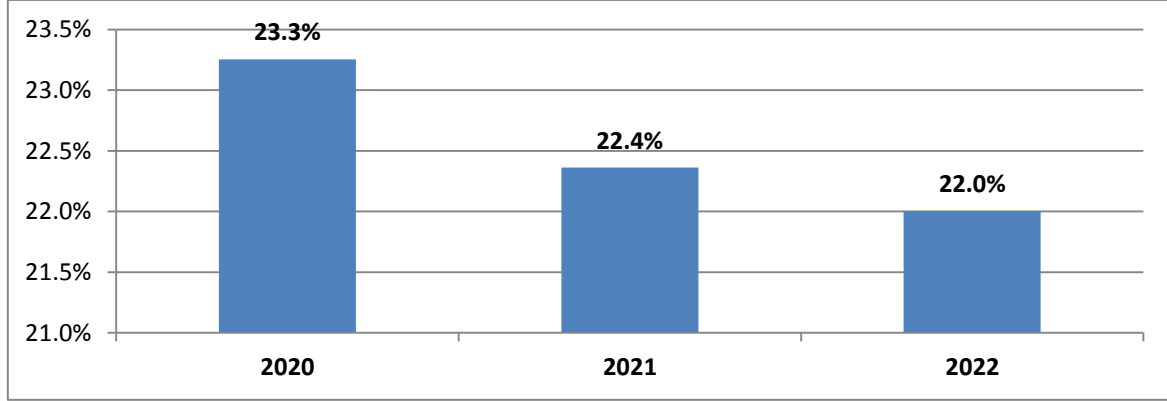
المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية.

نمت الودائع بالعملات الأجنبية بنسبة 4.8% في نهاية شهر كانون أول من عام 2022 مقارنة مع نهاية عام 2021. إذ سجلت نسبة الودائع بالعملات الأجنبية إلى إجمالي الودائع انخفاضاً طفيفاً بلغت نسبته 0.4% في نهاية شهر كانون أول من عام 2022 مقارنة مع نهاية عام 2021.

وحتى مع النمو في أسعار الفائدة، انخفضت معدلات الدولار في الجهاز المصرفي خلال عام 2022 بنسبة طفيفة مقارنة بمستواها المسجل في نهاية عام 2021 لتصل إلى 22.0% في نهاية شهر كانون أول عام 2022 كما هو موضح في الشكل رقم (3).

الشكل رقم (3)

معدل الدولار في الجهاز المصرفي



المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية.

ج- تطورات أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية

يبين الجدول رقم (4) انعكاس الارتفاعات التي حصلت في أسعار الفائدة السوقية على القروض والسلف والجاري مدين وأفضل العملاء والكمبيالات والأسناد المخصومة خلال عام 2022 والتي تلت الزيادة في أسعار الفائدة الرسمية، إذ تتراوح ما بين 28.5% إلى 57.2% من الارتفاعات التي حصلت على أسعار الفائدة الرسمية على أدوات السياسة النقدية. فقد أظهرت اتجاهات منحنيات أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية ارتفاعات متباينة، إذ أظهر منحني سعر الفائدة لأفضل العملاء أكبر الارتفاعات، وذلك من 8.37% في شهر كانون الثاني 2022 إلى 10.8% في شهر كانون أول للعام نفسه، أي بارتفاع مقداره 243 نقطة أساس، وهذه الزيادة تشكل 57.2% من الزيادة التي حصلت على سعر فائدة إعادة الخصم بوصفها إحدى أدوات السياسة النقدية.

أما أسعار الفائدة على القروض والسلف، فقد ارتفعت من 6.97% في شهر كانون الثاني 2022 إلى 8.61% في شهر كانون أول 2022، أو ما مقداره 164 نقطة أساس، وهذه تعادل 38.6% من مجمل الزيادة في أسعار الفائدة الرسمية ممثلة بسعر إعادة الخصم. وفيما يتصل بأسعار الفائدة على الجاري مدين، فقد ارتفعت من 6.99% في كانون ثاني 2022 إلى 8.36% في شهر كانون ثاني 2022، أي بارتفاع مقداره 137 نقطة أساس، وهذه الزيادة تشكل 32.2% من الزيادة التي حصلت على سعر فائدة إعادة الخصم بعديها

إحدى أدوات السياسة النقدية. أما الكمبيالات والأسناد المخصومة، فقد ارتفعت أسعار فائدة الوسط المرجح لها من 7.32% في شهر كانون الثاني إلى 8.53% في شهر كانون أول من عام 2022.

الجدول رقم (4)

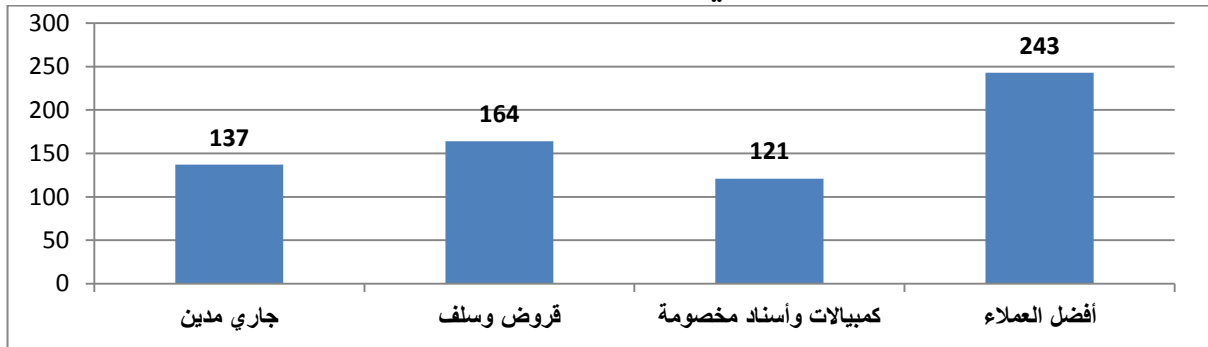
تطورات أسعار الفائدة السوقية على التسهيلات الائتمانية (كانون الثاني - كانون أول 2022)

النسبة من إجمالي الزيادة في أسعار الفائدة الرسمية	مقدار التغير في سعر الفائدة كـ2 - كـ1 2022	كانون أول	تشرين ثاني	تشرين أول	أيلول	آب	تموز	حزيران	أيار	نيسان	آذار	شباط	كانون الثاني	
32.2%	137 نقطة أساس	8.36	8.36	8.38	7.95	7.65	7.43	7.30	7.27	6.90	6.92	6.87	6.99	جاري مدين
38.6%	164 نقطة أساس	8.61	8.44	8.15	7.77	7.58	7.35	7.17	7.05	6.92	6.95	6.95	6.97	قروض وسلف
28.5%	121 نقطة أساس	8.53	8.1	7.98	7.72	7.31	7.42	7.59	7.35	7.49	7.33	7.49	7.32	كمبيالات وأسناد مخصومة
57.2%	243 نقطة أساس	10.8	10.52	10.17	9.85	9.64	9.21	9.04	8.77	8.52	8.41	8.37	8.37	أفضل العملاء

المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية.

الشكل رقم (4)

مقدار الزيادة في نقاط الأساس خلال عام 2022



المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية.

وهذا يعني أن السوق قد عكس جزءًا لا بأس به من الزيادة التي حصلت على أسعار الفائدة الرسمية على أسعار فائدة مختلف التسهيلات الائتمانية التي تقدمها البنوك. تشكل التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص المقيم حوالي 88.6% من التسهيلات الائتمانية التي تقدمها البنوك، منها تسهيلات مقدمة للأفراد بنسبة 24.8%. تشكل القروض ذات الفائدة المتغيرة حوالي 70% إلى 75%، وحوالي 30% إلى 35% تحمل أسعار فائدة ثابتة من إجمالي التسهيلات الائتمانية. ولا تتأثر التسهيلات الائتمانية التي تحمل أسعار فائدة ثابتة بالتغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة الرسمية بسبب ثباتها خلال المدّة التعاقدية. إلا أن العقود للقروض الجديدة ستعكس أثر ارتفاع أسعار الفائدة

على المقترضين الجدد مستقبلاً. فحسب تصريح لجمعية البنوك الأردنية فإن قروض الأفراد ذات الفوائد المتغيرة تتحرك وفقاً لتحركات أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية. وتشير العديد من التقارير إلى أن ارتفاع أسعار الفائدة انعكس انعكاساً سلبياً على المقترضين الأفراد سواء من خلال ارتفاع قيمة الأقساط الشهرية أو زيادة مدة القرض عليهم. وفي المقابل فإن زيادة سعر الفائدة على الودائع يزيد من الكلف على البنوك التجارية، لأن تلك الزيادة معناها أرباح للمودعين وجب على البنك تحقيقها من خلال القروض. إذ انعكست الزيادات المتتالية على أسعار الفائدة على قروض الأفراد وخاصة السكنية منها، والتي تمثل نسبة كبيرة من المقترضين من البنوك التجارية الأردنية. فعلى افتراض وجود مواطن لديه قرض سكني من بنك تجاري لتمويل شقة سكنية بمبلغ 50 ألف دينار وعمر القرض 15 سنة بسعر فائدة (5.5%)، ولما طرأت عدّة ارتفاعات على أسعار الفائدة خلال عام 2022 انعكست على سعر الفائدة الأصلي ليرتفع إلى (8.1%). واستناداً إلى الرسائل التي أرسلتها البنوك للعملاء، تم وضع عدة سيناريوهات تتصل بتثبيت مبلغ القسط الشهري وزيادة مدة عمر القرض على الدفعة الشهرية للقرض، أو زيادة القسط الشهري وبقاء مدة عمر القرض كما هي لتوضيح أثر الزيادة في أسعار الفائدة على المقترضين. ويوضح الجدول رقم (5) التغيرات التي طرأت على القرض نتيجة زيادة سعر الفائدة ضمن عدة سيناريوهات مختلفة.

الجدول رقم (5)

التغيرات التي طرأت على القرض نتيجة زيادة سعر الفائدة

حسب سعر الفائدة الجديد مع زيادة الدفعة الشهرية وتثبيت مدة القرض	حسب سعر الفائدة الجديد بدون زيادة الدفعة الشهرية وزيادة مدة القرض	حسب سعر الفائدة الأصلي	
50,000	50,000	50,000	مبلغ القرض (دينار)
8.062%	8.062%	5.5%	سعر الفائدة السنوي (%)
15	22	15	عدد سنوات القرض
17.62%	0.0	0.0	الزيادة بالدفعة الشهرية (%)
36,933	57,056	23,913	مجموع الفوائد (دينار)
2037	2044	2037	تاريخ نهاية مدة القرض
483	411	411	الدفعة الشهرية
180	261	180	عدد الأقساط الشهرية
13,020	33,134	0.0	قيمة الزيادة في الفائدة في نهاية مدة القرض الأصلية

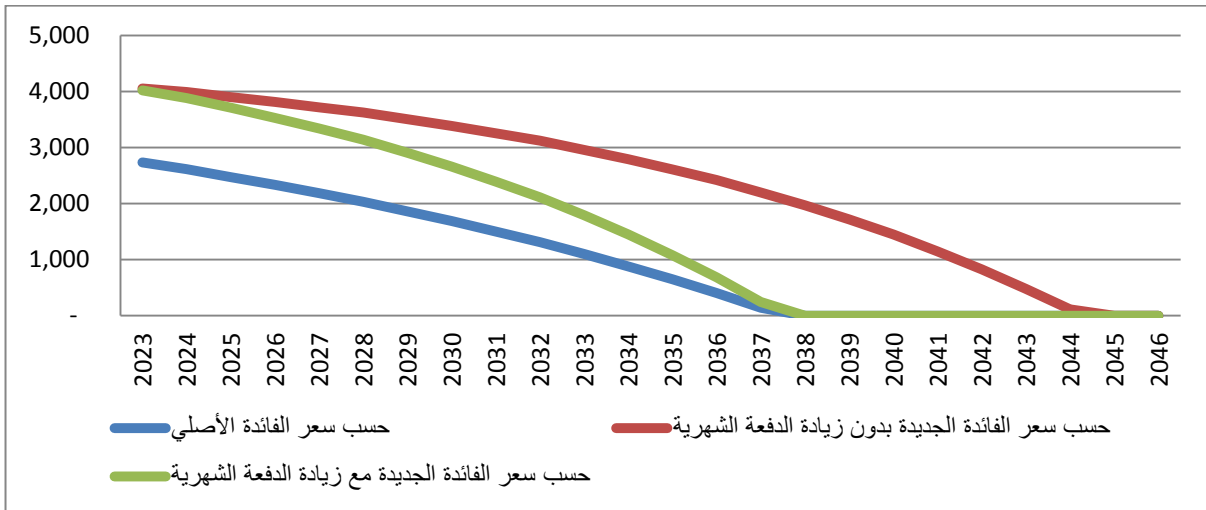
المصدر: حسابات فريق العمل.

وتجدر الإشارة إلى وجود خيارين أمام البنوك، فإما زيادة مبلغ القسط الشهري أو تثبيت مبلغ القسط الشهري وتأجيل أثر ارتفاع سعر الفائدة لنهاية مدة القسط وتراكمها كما هو متعارف عليها بظاهرة "دفعة البالون"، التي تشكل التزامًا كبيرًا على الأفراد في نهاية مدة القرض، وخطورة هذا الإجراء تكمن في عدم قدرة المواطنين على الوفاء بالالتزامات تجاه البنوك في نهاية مدة القرض وترتيب التزامات مالية غير متوقعة على المواطنين. ولدعم قدرة الأفراد على سداد القروض، أصدر البنك المركزي تعميمًا للبنوك في شهر آذار 2023 لمراعاة أن لا تتجاوز فترة سداد قروض محفظة التجزئة التي يتم تنظيمها أو إعادة جدولتها مدة 8 سنوات من تاريخ إعادة الجدولة أو الهيكله، بالإضافة إلى الالتزام الكامل بنسب عبء الدين المحدد في السياسة الائتمانية المعتمدة للبنك وعدم تجاوزها، إلى جانب عدم فرض أي رسوم ومدفوعات فوائد على إعادة الجدولة، مع الاخذ بعين الاعتبار التدفق النقدي للعميل.

ونتيجة لهذا الإجراء، لم يلمس أغلب المقترضين زيادة على مبالغ أقساط قروضهم مباشرة عند رفع أسعار الفائدة لطلب البنك المركزي من البنوك تثبيت قيمة قسط القرض، إلا إذا لم يرغب المقترض في ذلك من أجل التخفيف من أعباء رفع أسعار الفائدة عن طريق تمديد مدة السداد وغيرها من الآليات. إلا أن هذا الخيار سيؤثر على التزامات المواطنين المالية وقدرتهم الشرائية على المدى البعيد وكما هو موضح في الشكل رقم (5). كما تشير الوقائع إلى أن البنوك في جميع الأحوال تحتفظ بحقها في رفع أسعار الفائدة على الإطلاق ضمن الشروط التعاقدية الكثيرة التي تلزم بها عملاءها المقترضين.

الشكل رقم (5)

مجموع الفوائد السنوية المستحقة ضمن سيناريوهات مختلفة



د- آليات انتقال أسعار الفائدة السوقية إلى التسهيلات الائتمانية

حتى مع ارتفاع متوسط أسعار الفائدة المرجح لمختلف أنواع القروض خلال الفترة الماضية، إلا أنه يلاحظ نمو التسهيلات الائتمانية بنسبة وصلت إلى 8.5% في عام 2022 مقارنة مع عام 2021. كما بلغت نسبة التسهيلات الائتمانية حوالي 77.4% من حجم الودائع في البنوك. إذ شكلت التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص (المقيم وغير المقيم) ما نسبته 90.6% من إجمالي التسهيلات الائتمانية في نهاية عام 2022 مقارنة مع عام 2021. وعمومًا يجب أن تنعكس التسهيلات الائتمانية الممنوحة من خلال الجهاز المصرفي على حجم الاستثمار ومن ثم على نمو الناتج المحلي الإجمالي. وقد يكون التفسير في نمو التسهيلات الائتمانية هو أن الطلب على الائتمان لا يتحدد بسعر الفائدة وحسب بل بعوامل أخرى أيضا.

2- أثر رفع أسعار الفائدة الرسمية على بعض المتغيرات الاقتصادية

يهدف هذا الجزء إلى تحليل تأثير رفع أسعار الفائدة الرسمية على أسعار الفائدة السوقية ومعدلات التضخم والنمو الاقتصادي وبعض المتغيرات الاقتصادية الأخرى من خلال بعض القنوات.

1- أثر رفع أسعار الفائدة على المديونية الخارجية وعجز الموازنة

تُعدّ المديونية العامة (الدين الداخلي والخارجي) من أبرز التحديات التي تواجه الاقتصاد الوطني في الوقت الراهن. فأعباؤها ما زالت تستنزف جانبًا كبيرًا من موارد المملكة المالية المحدودة، وتشكل ضغوطًا حادة على الموازنة العامة، الأمر الذي يحرم الاقتصاد الوطني من توظيف جانب من هذه الموارد في مشاريع تنمية إنتاجية ذات مردود اقتصادي واجتماعي يساهم في معالجة مشكلتي البطالة والفقر اللتين يعاني منهما الاقتصاد الوطني كثيرًا.

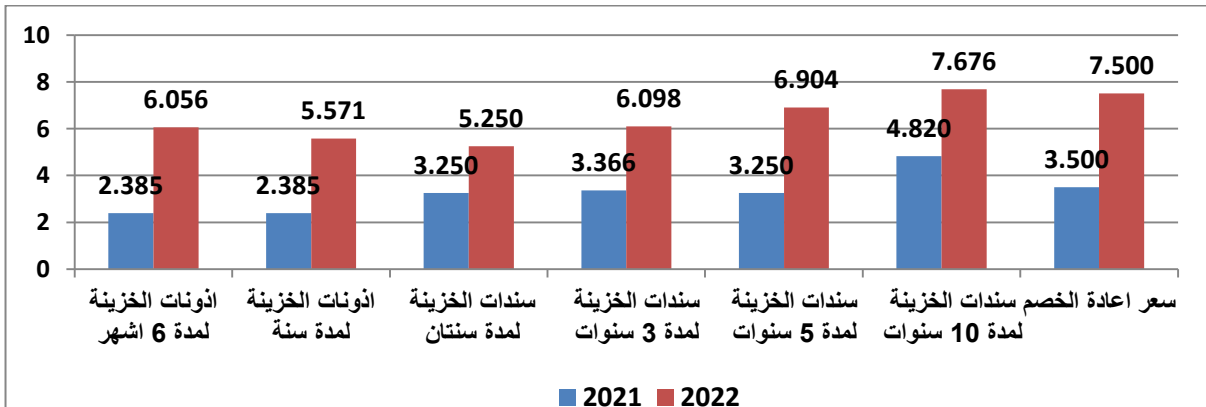
ومن المتوقع أن يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار إلى زيادة المديونية الخارجية المقيمة بالدولار. وفي المقابل سيكون ثمة انخفاض بالمديونية المقيمة بالعملات الأخرى غير الدولار. علمًا بأن المديونية الخارجية المقيمة بالدولار تشكل حوالي 71.6% من إجمالي المديونية الخارجية، وتتضمن المديونية الخارجية قروضًا ذات فائدة متغيرة تبلغ نسبتها 31.4% من قيمة المديونية الخارجية. أما بخصوص تمويل عجز الموازنة العامة من خلال خطة الحكومة بالاقتراض الخارجي وإصدار سندات بالدولار، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة تكاليف هذه القروض والسندات زيادة غير مسبوق نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار،

مما سيؤدي إلى الارتفاع الكبير في تكاليف خدمة الدين وعجز الموازنة. ثم إن الارتفاع الكبير في عجز الموازنة العامة المؤدي إلى اللجوء لتمويل هذا العجز محلياً من الجهاز المصرفي من خلال إصدار أذونات وسندات خزينة سيترتب عليه ارتفاع ملحوظ في أسعار الفائدة المحلية، الأمر الذي سيؤدي إلى تقليص الطلب المحلي وبالتالي إحداث ضغوطات سلبية على النشاط الاقتصادي والنمو الاقتصادي.

ويبين الشكل رقم (6) تطورات أسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم وأذونات الخزينة وسنداتها بمختلف آجالها خلال عام 2022 مقارنة بعام 2021. إذ أظهرت كافة المؤشرات ارتفاعاً ملموساً خلالها، فقد ارتفعت أذونات الخزينة لأجل (ستة شهور) من 2.385% في نهاية عام 2021 إلى 6.056% في شهر تشرين الثاني 2022، أو ما مقداره 367.1 نقطة أساس، وهذه الزيادة تشكل 91.8% من الزيادة التي حصلت على سعر فائدة إعادة الخصم. وهذا يعني أن سعر فائدة أذونات الخزينة عكس الزيادة التي حصلت على أسعار الفائدة الرسمية، مما يعني ارتفاع حجم مدفوعات الدين على الخزينة طوال مدة عمر الأذونات. وكذلك شهدت أسعار فائدة سندات الخزينة لأجل (عشر سنوات) زيادة في أسعارها في شهر تشرين الثاني عام 2022 مقارنة مع نهاية عام 2021، إذ وصلت الزيادة 285.6 نقطة أساس وهذه تعادل 71.4% من نسبة زيادة أسعار الفائدة الرسمية المتمثلة بسعر إعادة الخصم، تلاها أسعار فائدة سندات الخزينة لأجل خمس وثلاث سنوات والتي وصلت إلى حوالي 365.4 و 273.2 نقطة أساس على الترتيب، وهو ما يشكل حوالي 91.4% و 68.3% من نسبة زيادة أسعار الفائدة الرسمية المتمثلة بسعر إعادة الخصم. كل هذه الزيادات على أسعار فائدة سندات الخزينة ستعمل على زيادة تكلفة مدفوعات فوائد السندات على الخزينة والتي تظهر على شكل زيادة في مدفوعات فوائد المديونية عند استحقاقها في كل مدة سداد. وهذا يعني زيادة عجز الموازنة، مما يعني انخفاض النفقات التنموية والاستثمارية.

الشكل رقم (6)

تطورات أسعار الفائدة على سعر إعادة الخصم وأذونات الخزينة وسنداتها



المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية الشهرية.

2- آثار رفع أسعار الفائدة على البورصة

غالبًا ما يتفاعل سوق الأسهم بسرعة مع تغيرات أسعار الفائدة، ومن المتوقع أن يكون ثمة انعكاسات سلبية على الاستثمار في البورصة في ظل منافسة سعر الفائدة على الودائع مقارنة مع عائد الاستثمار في البورصة، والتي تحمل مخاطر عديدة. كما سيؤدي ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار إلى خروج الاستثمارات الأجنبية الهادفة للربح السريع بحثًا عن عائد أكبر، وعمومًا ستتجه هذه الاستثمارات إلى الولايات المتحدة الأمريكية.

وترتبط أسعار الفائدة وأسعار الأسهم ارتباطًا وثيقًا. فثمة طريقتان رئيستان تتأثر بهما الأسهم بأسعار الفائدة تأثيرًا مباشرًا وغير مباشر. وفيما يلي ملخص لكيفية تأثير الشركات، وبالتالي الأسهم، بالتغيرات في أسعار الفائدة:

1. تتأثر الأعمال التجارية تأثيرًا مباشرًا بأسعار الفائدة لدى البنوك لأنها تؤثر على المبلغ الذي يمكن أن تتحمله الشركة للاقتراض. فعندما ترتفع أسعار الفائدة، يكون اقتراض رأس المال أكثر تكلفة على الشركات، وهذا يخفض إنفاق الشركات، وإذا انخفض الإنفاق، يتباطأ النمو، ويمكن أن يؤثر ذلك سلبيًا على الأرباح. وعندما تنخفض أسعار الفائدة، يكون من الأرخص للشركات اقتراض رأس المال بهدف تحقيق النمو، وهذا قد يشجع أسعار الأسهم على الارتفاع.

2. كما تتأثر الأعمال التجارية تأثيرًا غير مباشر لأن أسعار الفائدة المرتفعة تعني دخلًا أقل يمكن إنفاقه في الاقتصاد. وهذا يعني إنفاقًا أقل على المنتجات والخدمات، مما قد يؤثر مرة أخرى على الإيرادات والأرباح، وقد يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم. وعلى العكس من ذلك، فعندما تنخفض أسعار الفائدة وينفق الناس بحرية أكبر، يمكن أن يكون هذا مفيدًا للأعمال ويساعد في دفع أسعار الأسهم إلى أعلى، إذ تشهد الشركات التجارية معدلات نمو أقوى.

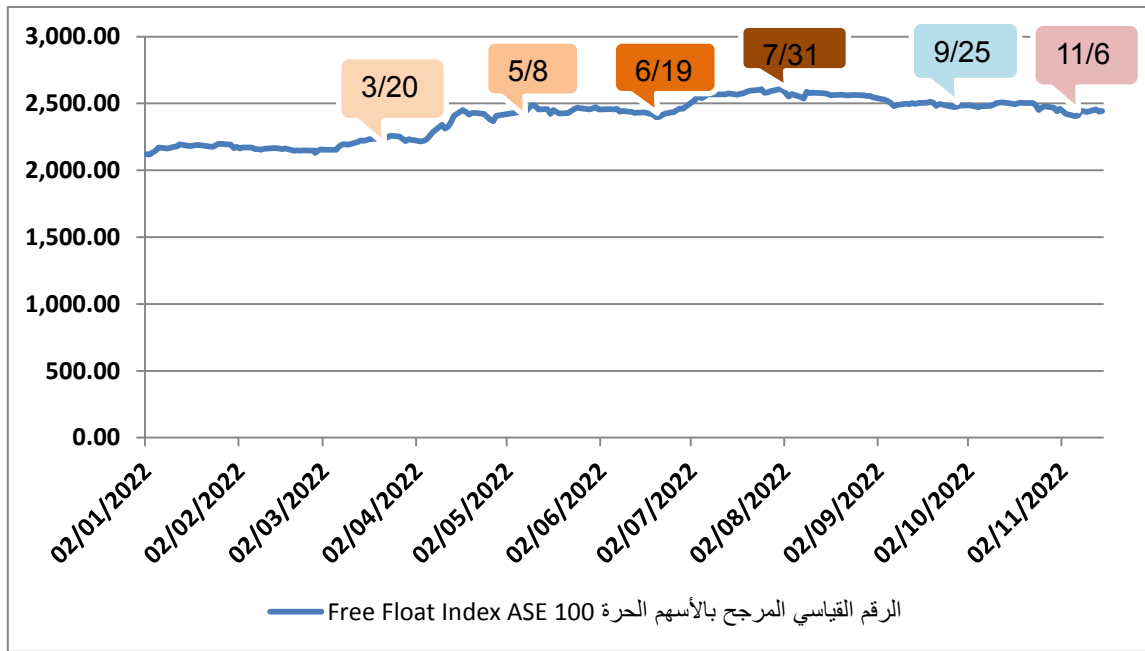
ويمكن أن تتسبب التغييرات في أسعار فائدة البنوك في حدوث تقلبات، مما يعني أنه غالبًا ما تكون ثمة فرصة للتداول حول الأسعار المتغيرة للأسهم. فإذا ارتفعت أسعار الفائدة وانخفضت أسعار الأسهم، فقد يوفر ذلك فرصة للمتداولين الذين يعتقدون أن السعر سيرتفع مرة أخرى مع مرور الوقت. ولذلك، فإن التقلبات تخلق فرصًا، ولكنها أيضًا تزيد من المخاطر. ولهذا من المهم أن يلتزم التجار عن كثب باستراتيجيات إدارة المخاطر وخطة التداول الخاصة بهم.

ويبين الشكل رقم (7) تطور الأرقام القياسية لأسعار الأسهم المرجحة بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، وكما تظهر الاشكال البيانية فإن الاتجاه العام لمنحنيات الأرقام القياسية

لأسعار الأسهم متذبذب صعودًا وهبوطًا وخاصة في المدّة التي بدأ فيها البنك المركزي برفع أسعار فائدة السياسة النقدية. وخلاصة الأمر، يمكن القول إنه لا توجد استراتيجية مضمونة لتداول الأسهم بناءً على أسعار الفائدة، فيختار معظم المتداولين امتلاك محفظة متنوعة في محاولة للتحوط من الخسائر. ويمكن أن تكون الأسهم عالية السيولة مفيدة عند التداول حول قرارات أسعار الفائدة، إذ إن المستويات الأعلى من السيولة يمكن أن تسمح للمستثمر أو المتداول بوضع الأسهم أو الخروج منها دون التأثير الكبير على سعر السهم. وتتمثل النقاط الرئيسة في هذه العملية من خلال متابعة الأخبار المالية والتقويمات الاقتصادية، ومراقبة مؤشرات الأسهم الرئيسة لتتبع تحركات سوق الأسهم، واستخدام تقنيات إدارة مخاطر قوية لمحاولة الحماية من الخسائر الفادحة، إذ يمكن أن تؤدي قرارات أسعار الفائدة إلى تحركات كبيرة في الأسواق.

الشكل رقم (7)

الأرقام القياسية لأسعار الأسهم المرجحة بالقيمة السوقية للأسهم الحرة



المصدر: بورصة عمان.

3- أثر رفع سعر الفائدة على التضخم

أصبح التضخم هو الشغل الشاغل للبنوك المركزية التي أعلنت منذ الربع الأول من عام 2022 حالة الطوارئ، بهدف تحقيق مستهدفات أسعار المستهلك (التضخم) في الأسواق. ولكن بعد سبعة قرارات من الفيدرالي الأمريكي برفع أسعار الفائدة، نجحت جهوده جزئياً في كبح جماح التضخم الذي سجل في حزيران 9.6%، وهو أعلى مستوى منذ عام 1981،

لينخفض إلى 6.4% في شهر شباط من العام الحالي. وترجع أسباب ارتفاع معدل التضخم الكبير إلى سياسة التيسير الكمي وضح كميات كبيرة من السيولة، ومشاكل سلاسل التوريد المتصلة بجائحة كورونا وبالأزمة الأوكرانية الروسية.

ومن المتوقع أن يؤدي قرار رفع أسعار الفائدة إلى زيادة عبء القروض الجديدة والقائمة، مما يعني أن عملاء البنوك سيفكرون أكثر من مرة قبل الإقدام على الاقتراض. ومرد ذلك أن البنوك ستزيد سعر الفائدة على الراغبين في الاقتراض، ويقوم العملاء باتخاذ قرار بتأجيل الاقتراض لحين هبوط أسعار الفائدة. وقرار التأجيل هذا سيتسبب بعدة أمور، أولها أنه قد يكون سبباً في التراجع عن شراء سلعة أو خدمة ما، أو توسيع مشروع قائم أو فتح آخر جديد، وبالمحصلة ستكون السيولة النقدية أقل، والاستهلاك أيضاً أقل.

إن الهدف من قرار رفع أسعار الفائدة، هو تخفيف السيولة النقدية داخل السوق لإبطاء الاستهلاك. ورفع الفائدة كذلك سيدفع باتجاه انتقال السيولة إلى البنوك على شكل ودائع، يحصل أصحابها مقابلها على فوائد مرتفعة من البنوك بوصفها أداة استثمار، وبذلك ينجح البنك المركزي في سحب السيولة من الأسواق. وهذا بالضبط ما تقوم به أغلب البنوك المركزية، بعدّها أبرز أدوات كبح جماح التضخم الذي أصاب الاقتصاد العالمي. ساهم عكس ارتفاع السلع الغذائية عالمياً إلى زيادة معدل التضخم زيادة كبيرة محلياً ليصل إلى 4.2% في نهاية عام 2022. وكذلك كان لارتفاع أسعار الفائدة أثر ملموس في ارتفاع معدل التضخم وارتفاع كلفة الاقتراض على المنشآت وأصحاب العمل من جهة أخرى.

4- أثر رفع سعر الفائدة على الاستثمار والنمو الاقتصادي

ترتبط أسعار الفائدة ارتباطاً سلبياً بالنمو الاقتصادي. أي أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض النمو وانخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى نمو أعلى. فمن شأن رفع أسعار الفائدة على الاقتراض من خلال البنوك المحلية أن يؤدي إلى زيادة تكاليف الاقتراض على المواطنين والمستثمرين، وهذا من شأنه أن يقلل من زيادة الطلب الاستهلاكي المحلي، ومن السيولة المتداولة في الأسواق، مما يقلل من فرص جذب الاستثمارات أو التوسع في الاستثمارات القائمة، وينعكس سلباً على معدلات النمو الاقتصادي ويعمق من مشكلتي الفقر والبطالة. وتؤدي زيادة أسعار الفائدة إلى ارتفاع التكاليف التي تتحملها الشركات لسداد ديونها.

كما من شأن ارتفاع عجز الموازنة العامة واللجوء إلى تمويل هذا العجز محلياً من الجهاز المصرفي من خلال إصدار أذونات وسندات خزينة، فسيترتب عليه ارتفاع ملحوظ في أسعار

الفائدة المحلية، الأمر الذي سيؤدي إلى مزاحمة القطاع الخاص للاستثمار وبالتالي إحداث ضغوطات سلبية على النشاط الاقتصادي والنمو الاقتصادي، والحد من مشكلتي الفقر والبطالة التي يعاني منها الاقتصاد الوطني كثيرًا. وهذا يتناقض مع أهداف رؤية التحديث الاقتصادي في جذب الاستثمارات بقيمة 41 مليار دينار وتحقيق معدلات نمو تبلغ بالمتوسط 5.6% خلال السنوات العشر القادمة.

5- أثر رفع سعر الفائدة على الميزان التجاري (الصادرات والمستوردات)

سيؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى ارتفاع قيمة الدولار أمام العملات الأخرى، وهذا بدوره سيؤدي إلى ارتفاع جاذبية الدينار الأردني نتيجة ارتباطه بالدولار، ولهذا سترتفع قيمة سعر صرف الدينار مقابل العملات الأخرى. ومع أن ذلك سيؤدي إلى زيادة قوة الاحتياطيات الأجنبية المقيمة بالدولار إلا أنه سيؤدي من جهة أخرى إلى ارتفاع أسعار السلع المحلية مقارنة بأسعار السلع الأجنبية المقيمة بغير الدولار، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الصادرات المحلية وانخفاض الكمية المصدرة، وفي الوقت نفسه سيؤدي إلى انخفاض أسعار المستوردات بالعملات الأخرى وزيادة كميتها، مما سيرفع من عجز الميزان التجاري. ونتيجة لارتفاع المستوردات وانخفاض الصادرات فإن هذا من شأنه أن يعمق كثيرًا من عجز الحساب الجاري وعجز ميزان المدفوعات، وهذا له انعكاسات سلبية على الوضع الاقتصادي عمومًا وعلى احتياطيات المملكة من العملات الأجنبية واستقرار سعر صرف الدينار خصوصًا.



الخلاصة والنتائج

- قام البنك المركزي الأردني برفع أسعار الفائدة على كافة أدوات السياسة النقدية سبع مرات خلال عام 2022 ومرتين خلال عام 2023. وقد جاءت تلك الزيادات متقاربة ليوم رفع أسعار فائدة البنك الاحتياطي الفيدرالي، للمحافظة على هامش فائدة بين أدوات الدينار والدولار لصالح الدينار، نظرا لارتباط الدينار الأردني بالدولار الأميركي.
- تباينت آثار رفع أسعار الفائدة الرسمية على المتغيرات الاقتصادية والنقدية والمالية، وحتى مع استمرار ارتفاع أسعار الفائدة فما زال معدل التضخم مرتفعًا، ومن المتوقع أن يتم استمرار ارتفاع أسعار الفائدة خلال العام الحالي.
- كما عكست الارتفاعات التي حصلت في أسعار الفائدة السوقية على أسعار الفائدة على القروض والسلف والجاري مدين وأفضل العملاء والكمبيالات والأسناد المخصصة خلال الأشهر السابقة التي تلت الزيادة في أسعار الفائدة الرسمية، إذ شكّلت ارتفاعًا أكبر من تلك التي على الودائع.
- تشير النتائج إلى أن بعض البنوك تستجيب بسرعة في رفع أسعار الفائدة على القروض والتسهيلات لبعض العملاء، في حين يتم تخفيض سعر الفائدة بناء على طلب العميل.
- إن سعر فائدة أذونات الخزينة عكس أكثر من ضعف الزيادة التي حصلت على أسعار الفائدة الرسمية، مما يعني ارتفاع حجم مدفوعات الدين على الخزينة طوال مدة عمر السندات. وكل هذه الزيادات على أسعار فائدة سندات الخزينة ستعمل على زيادة تكلفة مدفوعات فوائد السندات على الخزينة، والتي تظهر على شكل زيادة في مدفوعات فوائد المديونية عند استحقاقها في كل مدة سداد. وهذا يعني زيادة عجز الموازنة، مما يعني انخفاض النفقات التنموية الأخرى وخاصة الرأسمالية منها.
- تشير البيانات إلى وجود علاقة إيجابية بين أسعار الفائدة وبين نمو الودائع. وهو ما يعكس الاستجابة السريعة نسبيًا للودائع لأجل للتغير في أسعار الفائدة، ثم يبدأ الأثر بالتراجع مع مرور الوقت.
- سيترتب على ارتفاع أسعار الفائدة أثر سلبي على الاقتصاد واستمرار نموه بشكل معتدل، وخاصة أن السياسات الاقتصادية المطبقة حاليا هي سياسات معاكسة لاتجاهات الدورة الاقتصادية (Countercyclical). وعلى الرغم من ذلك، فإن هذا النمو غير كافي لاستحداث فرص عمل لتخفيض معدل البطالة واستيعاب الداخلين الجدد لسوق العمل.



التوصيات

1. تفعيل أدوات السياسة النقدية الأخرى المتاحة لمكافحة التضخم وأبرزها عمليات السوق المفتوحة التي يدخل البنك المركزي فيها بائعًا ومشتريًا للأوراق المالية في السوق المالي بهدف التأثير على معدلات السيولة. وثمة عدد آخر من الأدوات التي تستخدمها البنوك المركزية بوصفها أسلحة في مواجهة التضخم ينبغي تفعيلها واللجوء إليها، ولا سيما في مجالات توجيه الائتمان نحو القنوات الإنتاجية والمشاريع التي تستخدم الأيدي العاملة بكثافة.
2. لا بد من إيلاء البنك المركزي الأردني اهتمامًا استثنائيًا في هذه المرحلة بضبط هامش أسعار الفائدة في القطاع المصرفي، بهدف تقليص الفارق الكبير بين أسعار الفائدة المدينة والدائنة التي تمادت معظم البنوك في استغلالها لمصلحتها بعد كل عملية رفع لهيكل أسعار الفوائد، وأصبح ذلك يثير العديد من الإشكالات ويشكل ظاهرة تنعكس آثارها السلبية على معظم النشاطات الإنتاجية.
3. نظرا لاستمرار التوجه العالمي لرفع أسعار الفائدة خلال العام الحالي، فإن تبعات هذه السياسة النقدية ستكون مباشرة على المقترضين الأفراد، ولذلك نوصي بضرورة استمرار البنك المركزي تمديد برامجه التمويلية منخفضة التكلفة والاستمرار بالطلب من البنوك إيجاد الآليات المناسبة للتخفيف على المقترضين.
4. نظرا لارتفاع معدلات التضخم ارتفاعًا ملموسًا بعد قرار الحكومة رفع أسعار المشتقات النفطية وبدء وصول التضخم المستورد، فثمة ضرورة لإيجاد حلول لارتفاع الأسعار، وذلك من خلال أدوات السياسة المالية، مثل تخفيض الرسوم الجمركية وتخفيض الضريبة الخاصة على المشتقات النفطية، وتخفيض ضريبة المبيعات على السلع التي ارتفعت أسعارها.
5. أهمية توعية المواطنين بمراجعة البنوك لمعرفة حجم أثر ارتفاع أسعار الفائدة على قروضهم والتي ستعكس على مستوى إنفاقهم.
6. ثمة ضرورة للحد من النفقات غير الضرورية للوزارات والمؤسسات الحكومية، وتخفيض كلفة الإقراض من خلال البحث عن مصادر تمويلية جديدة للخصخصة على المديونية عند مستويات مقبولة ومستدامة.
7. النظر في تخفيض ضريبة الدخل المفروضة على البنوك بشكل مؤقت، وضمان قيام البنوك بعكس هذا التخفيض على أسعار الفائدة وضمن آلية متفق عليها مسبقاً.