



مركز البيان للدراسات والتخطيط
Al-Bayan Center for Planning and Studies

دور العلاقة بين منحني العائد والتضخم الركودي في الاقتصاد العراقي - سندات الخزانة الأمريكية نموذجاً -

علي عبدالكاظم دعدوش



سلسلة إصدارات مركز البيان للدراسات والتخطيط

عن المركز

مركزُ البيان للدراسات والتخطيط مركزٌ مستقلٌّ، غيرُ ربحيٍّ، مقرُّه الرئيس في بغداد، مهمته الرئيسة -فضلاً عن قضايا أخرى- تقديم وجهة نظر ذات مصداقية حول قضايا السياسات العامة والخارجية التي تخصّ العراق بنحو خاصٍّ، ومنطقة الشرق الأوسط بنحو عام. ويسعى المركز إلى إجراء تحليلٍ مستقلٍّ، وإيجاد حلولٍ عمليّةٍ جليّةٍ لقضايا معقدة تهمُّ الحقلين السياسي والأكاديمي.

ملحوظة:

لا تعبّر الآراء الواردة في المقال بالضرورة عن اتجاهات يتبناها المركز، وإنما تعبّر عن رأي كاتبها.

حقوق النشر محفوظة © 2023

www.bayancenter.org

info@bayancenter.org

Since 2014

دور العلاقة بين منحني العائد والتضخم الركودي في الاقتصاد العراقي: سندات الخزنة الأمريكية نموذجاً

علي عبدالكاظم دعدوش *

الملخص التنفيذي

- أ. تشكّل الأموال الحكومية في العراق أكثر من (90%) من المتاح، ومن ثمّ فإنّ الخزنة المركزية للحكومة تتمثّل بوزارة المالية، فهي المهيمنة على الاقتصاد، ممّا يصعب إصدار أدوات طويلة الأجل.
- ب. مع إصدار بعض الأدوات -فضلاً عن شهادات الإيداع للمصارف الإسلامية- إلا أنّها لم تعمل؛ لأنّ الفائدة لا تعمل في الاقتصاد العراقي طالما لا يوجد قطاع خاص قوي يعطي مؤشراً في كيفية استخدام الأموال، على عكس الحكومة التي تمتلك الأموال.
- ج. إذا لم تُقَرّ الموازنة للسنة الحالية فإنّ العراق سيكون معرّضاً إلى حالة التضخم الركودي بصورة مباشرة، خصوصاً أنّ تلبية حاجات أفراد المجتمع من مختلف السلع والخدمات تأتي عن طريق الاستيرادات.
- د. توجد حاجة إلى الإسراع في تشريع قانون الصندوق السيادي، وإتاحة الفرصة للقطاع الخاص -بموازرة الحكومة-؛ للنهوض بواقع الاقتصاد العراقي، لا سيّما القطاع الصناعي وتوفير مدينة صناعية متكاملة (Industrial Zone).

مقدمة

يبدل الاقتصاديون ومحللو السندات والمستثمرون جهوداً كبيرة في سبيل إعطاء رؤية واضحة، وتفسير بصورة المنحنى العائد (Yield Curve)؛ لأنَّ المنحنى يُعدُّ من أبرز المفاهيم التي تعطي المعلومات، وعملية التنبؤ بالاقتصاد من حيث الناتج والنمو الاقتصادي ومستقبل الاقتصاد من حيث، أياضاً بالتضخم أم بالركود أم بالتضخم الركودي؟ لذا يسعى الاقتصاديون (المراقبون للأسواق والاقتصادات) إلى شرح منحنيات العائد باستخدام مجموعة من النظريات والفرضيات المقبولة عالمياً؛ للوصول التوقعات المستقبلية للاقتصادات المختلفة.

إنَّ منحنى العائد له أهمية كبيرة؛ لأنَّه معنيٌّ بمعرفة حالة الاقتصاد، فإذا كانت فائدة (عائد) السندات قصيرة الأجل أقل من عوائد السندات طويلة الأجل، فإنَّ هذا مؤشر ينمِّي الاقتصاد بمعدل طبيعي، وهو عنصر جذب للمستثمرين بزيادة استثماراتهم، أمَّا إذا كان العكس، أي: إنَّ عوائد السندات قصيرة الأجل أكبر من العوائد طويلة الأجل، فإنَّ هذا مؤشر يوحي بأنَّ الاقتصاد يعاني من الركود، أمَّا إذا كانت تقترب عوائد السندات القصيرة والطويلة من بعضهم، فإنَّ ذلك يعني مرحلة انتقالية (مبهمة إلى حد ما للمستثمرين)، ويوجد نوع آخر من منحنى العائد، إذ تكون العوائد مرتفعة مع ارتفاع المنحنى إلى الذروة في المدى المتوسط، ثم ينحدر إلى الأسفل عند فترات الاستحقاق الأطول، ومن ثمَّ يعود إلى الارتفاع.

معظم الأموال المتأتية إلى العراق من تصدير النفط الخام، أي: إنَّ الخزانة المركزية للحكومة متمثلة بوزارة المالية هي المهيمنة على الاقتصاد، ممَّا يصعب إصدار أدوات طويلة الأجل، ومع إصدار بعض الأدوات -فضلاً عن شهادات الإيداع للمصارف الإسلامية- إلا أنَّها لم تعمل؛ لأنَّ الفائدة لا تعمل في الاقتصاد العراقي، فضلاً عن ضعف القطاع الخاص، وسوق الأوراق المالية، ممَّا يُعطي مؤشراً في كيفية استخدام الأموال الخاصة على عكس الحكومة التي تستخدم الأموال بحرية

تامة مؤدية إلى ما يُعرَف (الهيمنة المالية للحكومة).

مفهوم منحني العائد (Yield Curve)

منحني العائد هو خط يرسم عائدات (أسعار الفائدة) للسندات التي لها جودة ائتمانية متساوية، ولكن تواريخ استحقاق مختلفة، إذ يُعطي منحدر منحني العائد فكرة عن التغيرات المستقبلية في أسعار الفائدة والنشاط الاقتصادي، وأنَّ منحني العائد الذي يُتوصَّل إليه بصورة متكررة عن طريق ديون الخزانة الأمريكية لشهر وشهرين وثلاثة أشهر، وستين، وخمس سنوات، و(10) سنوات، و (30) عاماً (Investopedia، 2022).

وقدِ استُخدمت نظريتان اقتصاديتان لشرح صورة منحني العائد؛ ونظرية التوقعات الصافية، ونظرية تفضيل السيولة¹، وتفترض نظرية التوقعات البحتة أنَّ المعدلات طويلة الأجل هي ببساطة متوسط مجمع للمعدلات قصيرة الأجل المتوقعة بمرور الوقت. وبدلاً من ذلك، تشير نظرية تفضيل السيولة إلى أنَّ السندات طويلة الأجل تربط الأموال لمدة أطول، ويجب تعويض المستثمرين عن هذا النقص في السيولة مع عائدات أعلى (GORDAN SCOTT, 2022, 230)؛ لذا يفسِّر منحني العائد المتزايد من قبل المستثمرين الذين يتوقعون ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل، كما يُفسَّر منحني العائد المنخفض من قبل المستثمرين الذين يتوقعون أن تكون المعدلات قصيرة الأجل أقل في المستقبل. ومن ثَمَّ فإنَّ المستثمرين يفسرون منحني العائد المحدب ع طريق توقُّع ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل وانخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل. ويعني هذا أنَّ (التوقُّعات) أو الآراء حول الاتجاه المستقبلي للسوق هي في المقام الأول دالة على معدل التضخم المتوقع²، فإذا

1. توجد نظريات أخرى تفسر منحني العائد منها نظرية التوقعات غير المتحيزة ونظرية توقعات العودة إلى النضج، للمزيد مراجعة ((Moorad Choudhry، The Yield Curve متاح على الرابط:

https://www.researchgate.net/publication/325830098_The_Yield_Curve

2. للمزيد انظر علي دعدوش (التضخم بين توقعات الجمهور والبنوك المركزية)، متاح على شبكة الاقتصاد نيوز:

<https://economy-news.net/content.php?id=28611>

كان السوق يتوقع ضغوطاً تضخمية في المستقبل، فإنَّ منحني العائد سيكون إيجابياً، أمّا إذا كانت توقعات التضخم تميل نحو خفض التضخم، فإنَّ منحني العائد سيكون سالباً. ومع ذلك، فقد أظهرت عديداً من الدراسات التجريبية أنَّ الأسعار الآجلة هي في الأساس تنبؤات منحازة لأسعار الفائدة الفورية المستقبلية -وغالباً ما تبالغ في تقدير المستويات المستقبلية لأسعار الفائدة الفورية، وقد اثبتت النظرية غير المتحيزة أيضاً؛ لأنها تشير إلى أنَّه يمكن للمستثمرين التنبؤ (أو الحصول على رأي) بشأن أسعار الفائدة الفورية طويلة الأمد، والتي يمكن عدّها غير واقعية إلى حدٍّ ما، وذلك نظراً إلى أنَّ منحنيات العائد في أسواق معظم البلدان المتقدمة كسندات الخزنة الفدرالية للولايات المتحدة، والتي تصل إلى فترة استحقاق (30) عاماً أو أكثر.

أنواع منحني العائد

يستخدم منحني العائد كمعيار لبيان الديون الأخرى في السوق، مثل معدلات الرهن العقاري، أو معدلات الإقراض المصرفي، ويستخدم للتنبؤ بالتغيرات في الناتج والنمو الاقتصادي، ومنحني العائد على أنواع أربعة هي:

1. منحني العائد الطبيعي: هو منحني تكون فيه السندات الأطول استحقاقاً لها عائد أعلى مقارنة بالسندات قصيرة الأجل؛ بسبب المخاطر المرتبطة بالوقت.

يُشير منحني العائد الطبيعي (Normal Yield)، أو المنحدر إلى الأعلى إلى أنَّ عوائد السندات طويلة الأجل قد تستمر في الارتفاع، استجابة لفترات التوسع الاقتصادي، وهكذا يبدأ منحني العائد الطبيعي بعوائد منخفضة للسندات ذات الأجل الأقصر، ثم يزداد للسندات ذات الآجال الأطول، إذ إنَّ هذا هو النوع الأكثر شيوعاً من منحني العائد، وأنَّ السندات ذات النضج الأطول عادةً ما يكون لها عائد أعلى حتى تاريخ الاستحقاق من السندات قصيرة الأجل (داغر،

(2022).

على سبيل المثال، لنفترض أنَّ السندات التي تبلغ مدتها سنتان تقدِّم عائداً بنسبة (1%)، وأنَّ السند لخمس سنوات يقَدِّم عائداً بنسبة (1.8%)، في حين يقَدِّم السند لـ (10) سنوات عائداً بنسبة (2.5%)، في حين يقَدِّم السند لـ (15) عاماً عائداً قدره (3.0%)، والسند لـ (20) عاماً يقَدِّم عائداً بنسبة (3.5%). حينها تُوصَّل هذه النقط على الرسم البياني، فإنَّها تظهر ظهور منحني العائد العادي:

الشكل رقم (1) منحني العائد الطبيعي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المفهوم العام.

كما يُشير منحني العائد الطبيعي إلى ظروف اقتصادية مستقرة، وهو متسق مع سيادة الدورة الاقتصادية العادية. إذ إنَّ منحني العائد الطبيعي (المنحدر إلى الأعلى) يشير إلى نمو اقتصادي قوي في المستقبل، وهي ظروف غالباً ما تكون مصحوبة بتضخم أعلى، ممَّا يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة.

2. منحنى العائد المقلوب: هو المنحنى الذي تكون فيه العوائد على المدى القصير أعلى من العوائد طويلة الأجل، والتي يمكن أن تكون علامة على الركود المقبل.

ويعني أن ينحدر منحنى العائد المقلوب إلى أسفل (يصبح سالب الميل) (Inverted Yield Curve)، ويعني أنَّ أسعار الفائدة قصيرة الأجل تتجاوز معدلات طويلة الأجل، ويتوافق منحنى العائد هذا مع فترات الركود الاقتصادي، إذ يتوقع المستثمرون أن تنخفض عوائد السندات الأطول أجلاً استحقاقها في المستقبل، ممَّا يؤدي إلى ارتفاع سعر السندات الأطول، ومن ثمَّ إلى انخفاض عوائدها، ويبيِّن الشكل الآتي منحنى العائد المقلوب:

الشكل رقم (2) منحنى العائد المقلوب (السالب)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المفهوم العام.

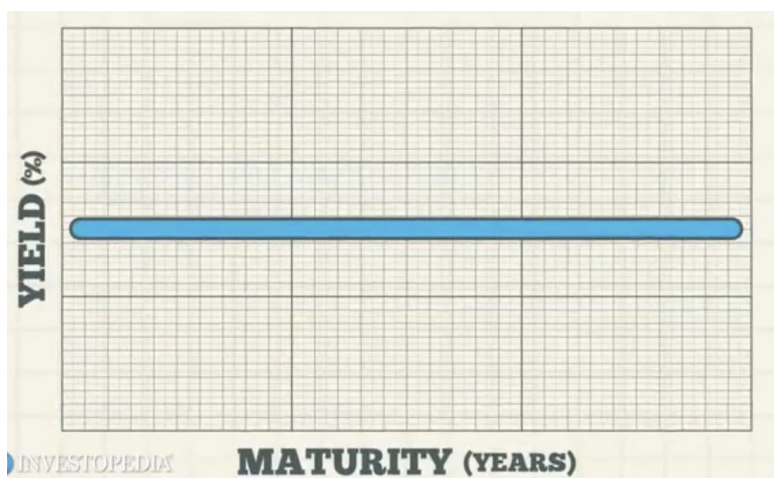
3. منحنى العائد الثابت: وهو المنحنى الذي يكون فيه العائدات قصيرة الأجل، وطويلة الأجل قريبة جداً من بعضها بعضاً، ويأخذ صورة الخط المستقيم، وهو أيضاً مؤشر على التحوُّل

الاقتصادي، أي: حالة فترة انتقالية للاقتصاد.

ويُحدّد منحنى العائد الثابت (Flat Yield Curve) عن طريق عوائد ماثلة عبر جميع فترات الاستحقاق. قد يكون لبعض آجال الاستحقاق المتوسطة عوائد أعلى قليلاً، ممّا يؤدّي إلى ظهور حذبة طفيفة على طول المنحنى المسطح، وعادة ما تكون هذه المطبات لأجل استحقاق منتصف المدة، من ستة أشهر إلى سنتين، كما توحى كلمة مسطحة بالألا يوجد فرق كبير في العائد حتى الاستحقاق بين السندات الأقصر والأطول أجلاً.

ومثال العائد المسطح أن يقدم السند لعامين عائداً بنسبة (6%)، وسند لخمس سنوات (6.1%)، وسند لـ (10) سنوات بنسبة (6%)، وسند لـ (20) عاماً (6.05%)، ويشير منحنى العائد المسطح إلى وضع اقتصادي غير مؤكّد (Uncertain)، فقد يأتي في نهاية فترة نمو اقتصادي مرتفع تؤدّي إلى التضخّم والمخاوف من التباطؤ، فضلاً عن ذلك فقد يظهر في الأوقات التي يُتوقع فيها من البنك المركزي زيادة أسعار الفائدة، ويبيّن الشكل رقم (3) منحنى العائد المسطح:

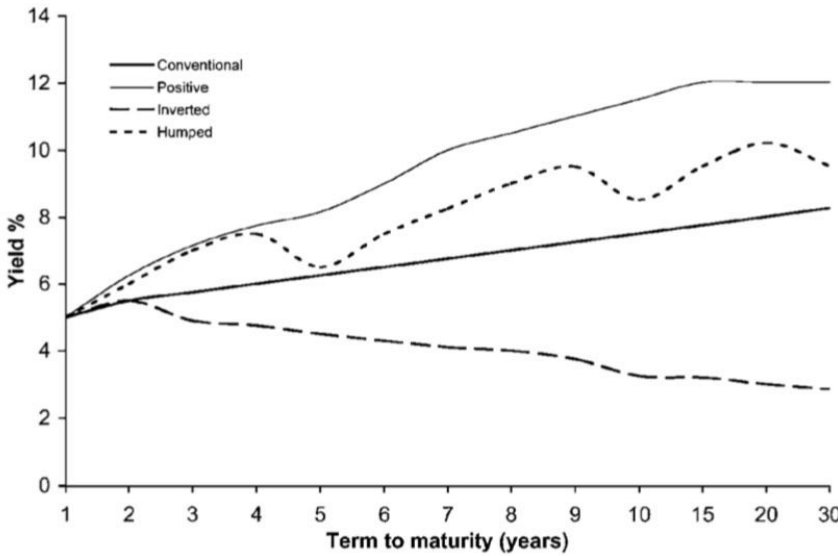
شكل رقم (3) منحنى العائد المسطح



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المفهوم العام.

4. منحنى العائد المكدب (Humped): وهذا النوع من منحنيات العائد تكون العوائد مرتفعة مع ارتفاع المنحنى إلى ذروة في منتصف مدة الاستحقاق (عند المدى المتوسط)، ثم ينحدر إلى الأسفل عند فترات الاستحقاق الأطول، ومن ثم يرجع إلى الارتفاع، وهو يشبه مراحل الدورة الاقتصادية إلى حدٍّ ما. ويوضّح الشكل البياني رقم (4) الحالات الأربعة:

الشكل رقم (4) حالات منحنى العائد الأربعة



Source: Moorad Choudhry , The Yield Curve , 2018,p74.

التنبؤ بالاقتصاد عن طريق منحنى العائد «الخزانة الأمريكية»

إنَّ عملية التنبؤ بالاقتصاد بالمستقبل أمر مهم جداً، لا سيَّما للمضاربين وأصحاب الأسهم والسندات من العاملين في البورصة والمستثمرين بصورة عامة، وأنَّ أفضل متابعة لعملية الاستثمار من أصحاب رؤوس الأموال من المستثمرين وغيرهم؛ هو متابعة منحنى العائد على السندات للخزانة الأمريكية، كما يشير منحنى عائد سندات الخزانة الأمريكية إلى مخطط خطي يصور عوائد سندات

الخزنة قصيرة الأجل مقارنة بعائدات سندات الخزنة طويلة الأجل.

ويوضح الجدول العلاقة بين أسعار الفائدة وآجال استحقاق سندات الخزنة الأمريكية ذات الدخل الثابت. يُظهر منحى عائد الخزنة (يُشار إليه أيضاً باسم هيكل مصطلح أسعار الفائدة العوائد في فترات استحقاق ثابتة، مثل 1 و 2 و 3 و 6 أشهر، و 1 و 2 و 3 و 5 و 7 و 10 و 20 و 30 سنة). ونظراً إلى أنه يُعاد بيع أذون وسندات الخزنة يومياً في السوق الثانوية، تتقلب عوائد السندات والأذون والسندات بصورة مستمر (U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY Daily Treasury Bill Rates, 2022)، ويبين الجدول رقم (1) أذونات الخزنة الأمريكية القصيرة الأجل من (شهر – سنة واحدة):

الجدول رقم (1) أذونات الخزنة الأمريكية قصيرة الأجل

التاريخ	4 اسابيع		8 اسابيع		13 اسبوع		26 اسبوع		52 اسبوع	
	معدلة البنك	معدلة القسيمة	معدلة البنك	معدلة القسيمة	معدلة البنك	معدلة القسيمة	معدلة البنك	معدلة القسيمة	معدلة البنك	معدلة القسيمة
07/01/2022	1.26	1.28	1.64	1.67	1.66	1.69	2.44	2.50	2.69	2.78
07/05/2022	1.27	1.29	1.63	1.66	1.86	1.89	2.50	2.57	2.68	2.77
07/06/2022	1.29	1.31	1.61	1.64	1.85	1.88	2.53	2.60	2.71	2.80
07/07/2022	1.53	1.55	1.84	1.87	1.89	1.93	2.54	2.61	2.76	2.85
07/08/2022	1.55	1.57	1.86	1.89	1.91	1.95	2.58	2.65	2.84	2.94

Source: US Treasury, https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_real_yield_curve&field_tdr_date_value_month=202207.

يوضح الجدول رقم (1) أنَّ أذونات الخزانة قصيرة الأجل في اليوم الأول من شهر تموز ولمدة استحقاق شهر واحد، وبمعدل خصم مصرفي³ كانت نحو (1.28)، وارتفع إلى نحو (1.57) في اليوم الثامن من الشهر أي بواقع (29) نقطة، أمَّا اليوم الأول من الشهر لاستحقاق شهرين كانت نحو (1.67) وارتفعت إلى نحو (1.89) في اليوم الثامن من الشهر أي بواقع (22) نقطة، أمَّا أذونات الخزانة لأجل استحقاق (3) أشهر كانت بنحو (1.69) لليوم الأول من الشهر وارتفعت إلى (1.95) في اليوم الثامن منه أي بواقع زيادة (26) نقطة، وقد جاءت أذونات الخزانة لسنة أشهر بواقع بلغ (2.50) لليوم الأول، وارتفع إلى نحو (2.65) لليوم الثامن، أي: بواقع زيادة (15) نقطة فقط، وأخيراً فإنَّ أذونات الخزانة الأمريكية لسنة جاءت بنحو (2.78) لليوم الأول وارتفعت إلى نحو (2.94) لليوم الثامن، أي: بزيادة (16) نقطة.

مما ورد في أعلاه نستنتج أنَّ كل ما زادت مدة الاستحقاق (الزيادة الأفقية للجدول) ارتفع العائد أو الفائدة الممنوحة، ويعني هذا أنَّ عائد الأذونات القصيرة أجل جاءت بصورة مستقرة إلى حد ما للأيام (1 - 8) من شهر تموز مع الأخذ بنظر الاعتبار التضخم؛ لذا نلاحظ الزيادة في العائد الممنوح بصورة طفيفة أفقياً.

أمَّا من ناحية القراءة (العمودية للجدول) فإنَّنا نلاحظ أنَّ مدَّة استحقاق الشهر كانت (29) نقطة وهي أعلى من مدة استحقاق السنة (16) نقطة، ويدلُّ هذا على الركود في الاقتصاد الأمريكي.

3. معدل الخصم المصرفي Bank discount هو المعدل الذي يتم به عرض أذونات الخزانة في السوق الثانوية ويستند إلى القيمة الاسمية ومقدار الخصم والسنة المكونة من 360 يوماً.

معادل القسيمة COUPON EQUIVALENT، يُطلق عليه أيضاً معادل السند، أو عائد الاستثمار، هو عائد السند بناءً على سعر الشراء والخصم وسنة 365 أو 366 يوماً. يمكن استخدام معادل القسيمة لمقارنة العائد على فاتورة الخصم بالعائد على سند قسيمة رمزي يدفع فائدة نصف سنوية مع نفس تاريخ الاستحقاق.

وللخوض أكثر في تفاصيل حالة الاقتصاد الأمريكي، وعملية التنبؤ به نقوم بتحليل سندات الخزنة الأمريكية طويلة الأجل، وعملية مقارنتها بمنحني العائد، والتي يوضحها الجدول رقم (2)، وقد تحددت آجال السندات من (5 - 30) سنة:

الجدول رقم (2) سندات الخزنة الأمريكية طويلة الأجل

التاريخ	5 سنوات	7 سنوات	10 سنوات	20 سنة	30 سنة
07/01/2022	0.28	0.42	0.54	0.76	0.88
07/05/2022	0.31	0.41	0.52	0.72	0.84
07/06/2022	0.48	0.56	0.64	0.82	0.94
07/07/2022	0.52	0.60	0.68	0.87	0.98
07/08/2022	0.51	0.62	0.72	0.91	1.02

Source: US Treasury, https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_real_yield_curve&field_tdr_date_value_month=202207.

نلاحظ أنَّ عائد اليوم الأول من شهر تموز لـ (5) سنوات بلغ نحو (0.28) وارتفع إلى نحو (0.51) في اليوم الثامن، أي: بزيادة (23) نقطة، أمَّا لـ (7) سنوات فقد بلغ اليوم الأول من الشهر نحو (0.42)، وارتفع إلى نحو (0.62) أي: بواقع (20) نقطة زيادة، أمَّا لـ (10) سنوات فقد كانت الزيادة بنحو (18) نقطة، وأخيراً فإنَّ الزيادة لـ (20، و30) سنة فكانت بواقع (15، و14) نقطة على التوالي.

مما ورد نستنتج أنَّ الزيادة الأفقية للمدد (5 - 30) سنة كانت مستقرة إلى حدٍّ كبير مع الأخذ بنظر الاعتبار التضخم، أمَّا عمودياً فإنَّ الزيادة في (5) سنوات كانت (23) نقطة، وهي

أكبر من الزيادة الحاصلة في (30) سنة البالغة (14) نقطة، وهذا مؤشر آخر على الركود في الاقتصاد الأمريكي للأيام المقبلة، ويستطيع البنك الفيدرالي من تقليل عائد السندات طويلة الأجل، ومن ثمَّ تصبح هذه السندات غير جاذبة للمستثمرين؛ لأنَّ كلفة الفرصة البديلة وهي الاستثمار في القطاعات الحقيقية تصبح أكثر عوائد، ومن ثمَّ يحفِّز المصارف التجارية من إقراض القطاع الخاص والشركات، ممَّا يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي الحقيقي، وإيجاد فرص عمل جديدة للعاطلين، وهذا يعني (القضاء على التضخم الركودي).

إنَّ انعكاس منحني العائد له أكبر تأثير على المستثمرين ذوي الدخل الثابت، ففي الظروف العادية يكون للاستثمارات طويلة الأجل عوائد أعلى؛ نظراً إلى أنَّ المستثمرين يخاطرون بأموالهم لفترات أطول من الوقت، ومن ثمَّ فإنَّهم يكافئون بمدفوعات أعلى (كلفة الفرصة البديلة عن الاستثمارات الحقيقية)، كما أنَّ منحني العائد المقلوب يلغي علاوة المخاطرة للاستثمارات طويلة الأجل، ممَّا يسمح للمستثمرين بالحصول على عوائد أفضل عن طريق الاستثمارات قصيرة الأجل.

خلقت وزارة الخزانة الأمريكية مستوى مرتفعاً ومستداماً من الطلب على المنتجات المدعومة بديون الحكومة الأمريكية، فحينما يسعى المستثمرون بقوة للحصول على أدوات الدين، يمكن للمدين تقديم أسعار فائدة أقل، ويجادل كثيرون بأنَّ قوانين العرض والطلب هي التي تتحكَّم بالسندات والأذونات وليس الركود الاقتصادي الذي بان أفقه، ممَّا يعني تمكين المقرضين من جذب المشترين من دون الحاجة إلى رفع أسعار فائدة للأعلى.

حينما تبدأ الدورة الاقتصادية في التباطؤ، ربما بسبب ارتفاع أسعار الفائدة من قبل الاحتياطي الفيدرالي، يميل المنحدر التصاعدي (منحني العائد الطبيعي) إلى الاستقرار مع زيادة أسعار الفائدة على المدى القصير، وتظل العوائد الطويلة مستقرة، أو تنخفض قليلاً، ويرى المستثمرون -في هذه البيئة- العوائد طويلة الأجل كبديل مقبول لإمكانية تحقيق عوائد أقل في الأسهم، وفئات الأصول الأخرى، والتي تميل إلى زيادة أسعار السندات وتقليل العوائد.

مع تزايد المخاوف من الركود الوشيك، يميل المستثمرون إلى شراء سندات الخزنة الطويلة؛ بناءً على فرضية أنهم يوفرون ملاذاً آمناً من أسواق الأسهم الهابطة (التي انخفضت بسبب التوقعات التشاؤمية)، ومن ثمَّ يوفرون الحفاظ على رأس المال، ولديهم إمكانية ارتفاع القيمة مع انخفاض أسعار الفائدة، ونتيجة لزيادة الطلب على السندات الطويلة الأجل من قبل المستثمرين، فإنَّ ذلك من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض العائدات إلى ما دون المعدلات قصيرة الأجل، ممَّا يشكِّل منحىً عائداً معكوساً، ويضاف هذا إلى التوقعات التشاؤمية، ممَّا يعزِّز من الركود في الاقتصاد.

تشكِّل الأموال العامة (الحكومية) - في العراق - أكثر من (90%) من المتاح، أي: إنَّ الخزنة المركزية للحكومة المتمثلة بوزارة المالية، هي المهيمنة على الاقتصاد، ممَّا يصعِّب إصدار أدوات طويلة الأجل، ومع إصدار بعض الأدوات -فضلاً عن شهادات الإيداع للمصارف الإسلامية- إلا أنَّها لم تعمل؛ لأنَّ الفائدة لا تعمل في الاقتصاد العراقي طالما لا يوجد قطاع خاص قوي يعطي مؤشراً في كيفية استخدام الأموال، على عكس الحكومة التي تستخدم الأموال (المهيمنة المالية للحكومة).

وفي ظل عدم إقرار الموازنة العامة لسنة 2022، ولأسباب سياسية معروفة، فإنَّ العراق معرَّض إلى حالة التضخُّم الركودي بصورة مباشرة، خصوصاً أنَّ تلبية حاجات أفراد المجتمع من مختلف السلع والخدمات تأتي عن طريق الاستيرادات، إذ إنَّ السلع المستوردة هي في الأصل سلع معرضة لارتفاع أسعار المواد الأولية جرَّاء ارتفاع أسعار الطاقة والحرب الروسية-الأوكرانية، فضلاً عن نقص الإمدادات في سلسلة التوريد عالمياً.

ومن ثمَّ فإنَّ الحلول لهذه الأزمة الخانقة للاقتصاد العراقي هو الإسراع في تشريع قانون الصندوق السيادي، وإتاحة الفرصة للقطاع الخاص -بمؤازرة الحكومة- للنهوض بواقع الاقتصاد العراقي، لا سيَّما القطاع الصناعي وتوفير مدينة صناعية متكاملة (Industrial Zone) لما له من أهمية في جذب الاستثمارات الأجنبية وفقاً لخطط متوسطة المدى، أو على الأقل متسقاً مع فترة البرنامج الحكومي المقبل.

المصادر:

1. داغر، محمود: مجموعة محاضرات في (النظرية النقدية) أُلقيت على طلبة الدكتوراه قسم الاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2022.
2. GORDAN SCOTT, What is a Yield Curve, 2022,p230, www.Investopedi.com.
3. Moorad Choudhry , The Yield Curve,2018,p74, https://www.researchgate.net/publication/325830098_The_Yield_Curve.
4. U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, Daily Treasury Bill Rates, 2022, <https://home.treasury.gov/policy-issues/financing-the-government/interest-rate-statistics/legacy-interest-rate-xml-and-xsd-files>.