

April 2015

## Research Highlights:

A review of recent Central Bank actions around the world potential future actions

## Marmore Research is available on

Bloomberg - Type "MRKZ" <Go>  
Thomson Research,  
Reuters Knowledge  
Nooz  
Zawya Markets  
ISI Emerging markets  
Capital IQ  
FactSet Research Connect  
TheMarkets.com

## M.R. Raghu CFA, FRM

Head of Research  
+965 2224 8280  
[RMandagolathur@markaz.com](mailto:RMandagolathur@markaz.com)

## N.C. Karthik Ramesh

Manager - Research  
+965 2224 8000 Ext: 4611  
[KRamesh@markaz.com](mailto:KRamesh@markaz.com)

## Sudhakaran Jampala

Senior Policy Analyst  
+965 2224 8000 Ext: 4613  
[sjampala@markaz.com](mailto:sjampala@markaz.com)

[www.e-marmore.com](http://www.e-marmore.com)

# Central Bank Shocks

What next?

## Introduction

**Table 1: Some Recent Central Banks' Moves**

Central Bank	Announcement Timeframe	Specifics	Stock and Currency Market Impact
Bank of Japan	October 31, 2014	Announced that it would inject ¥80 trillion (approximately \$725 billion) per year as part of QE	On the day following the announcement, the Dow rose 1.1% to a high of 17,390.52, crossing its record by more than 100 points. The S&P 500 increased by 1.2% to 2,018.05, nearly seven points over its prior peak, while the Nasdaq composite index rose 1.4% to hit its highest close since March 2000.  The American dollar rose to over ¥112, a level not witnessed since the end of 2007.
People's Bank of China	November 21, 2014	Slashed its benchmark one-year loan rate by 0.4 percentage point to 5.6%	The announcement was made on a Friday and on the following Monday, Chinese stocks rallied to a three-year high. The Shanghai Composite Index of shares rose by 1.9% and a gauge of Chinese equities in Hong Kong moved up 3.8%, the biggest gain in a year.  The Chinese Yuan fell by the most since September 2014.
Swiss National Bank	January 15, 2015	Decoupled the Swiss franc from the euro peg	Immediately after the announcement, about \$98 billion was shaved off the value of Swiss equities, their largest daily fall in 26 years. The pan-European FTSEurofirst 300 fell by 2% and Wall Street futures slid into negative territory.  The euro fell to SFR0.80 before recovering slightly to rise to SFR1.03. The SFR also gained 25% against the American dollar to trade at SFR0.89 per dollar.
European Central Bank	January 22, 2015	ECB announced around €1 trillion QE (till September 2016)	European stocks rallied to a seven-year high following the announcement.  The euro plummeted to an 11-year low against the dollar.

Source: Various Media Sources

On 15 January 2015, the Swiss central bank, i.e., the Swiss National Bank (SNB), dropped its three-year old cap or peg at 1.20 Swiss francs (SFr) per euro. The SNB maintained that the exchange rate peg was only a transitional policy to allow the economy to adapt to a strengthening currency. The move by the SNB, which created a rout on the currency markets, has led to fears as to whether central banks may have turned into a potentially destabilizing force.

A thought is gaining ground that the SNB move was more political in nature rather than economic. If so, it is something that policy makers have to factor in, in terms of future moves likely to be made by central banks. In the climate of monetary-policy divergence globally, with the American Federal Reserve reportedly thinking about increasing interest rates while the ECB and Bank of Japan are moving in the other direction, central banks are likely to come under more confusion as cooperation falters.

The peg to the U.S. dollar among some GCC states supports currency stability

The surprise move by various central banks has stoked investor fears that a slew of bank losses and fund collapses could lead to a sustained spell of market turmoil. This has in turn given rise to the fear that central banks may not be able to come again to the rescue with measures like quantitative easing (QE), due to the fact that the outcomes appear not very satisfactory in terms of boosting even economic growth across the world. The injection of excess liquidity through QE measures largely resulted in them being used to reinforce asset classes that were already skewed in favour of the wealthy, according to recent research literature.

As various countries devalue their currencies in order to boost exports, a strengthening U.S. dollar is likely to pull up many GCC currencies against the euro and other emerging markets (like India). This would help in cutting down the cost of imports and thus abating inflationary pressures within the GCC. Many of GCC's sovereign wealth funds that are dollar-denominated will likely gain in value with the rise in value of the dollar. This may help offset some of the pressures accumulating on GCC balance sheets due to sliding oil prices. Some analysts also opine that the peg to the U.S. dollar among some GCC states supports currency stability.

## Swiss Franc Surprise De-pegging: Start of a Trend?

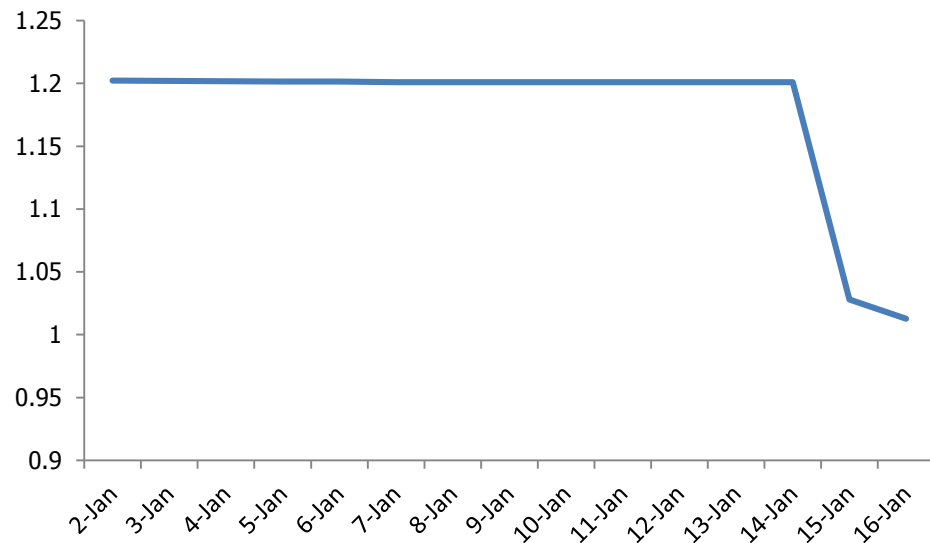
On 15 January 2015, the Swiss central bank, i.e., the SNB, dropped its three-year old cap or peg at 1.20 Swiss francs (SFr) per euro<sup>1</sup>. The key happenings of 15 January 2015 with respect to the SNB decision can be summarized as follows<sup>2</sup> –

On 15 January 2015, the Swiss central bank, i.e., the SNB, dropped its three-year old cap

- The SNB abandoned the cap, introduced in September 2011, which pegged the SFr to no more than SFr1.20 per euro. This in fact had limited SFr appreciation at the peak of the Eurozone crisis. It was seen as a bid to stave off deflation, too.
- The SNB also declared a cut in its benchmark overnight deposit rate to minus 0.75%, from minus 0.25%. It is notable that this is the deepest a major central bank has ever driven its policy rate into negative range.
- SNB also enlarged its three-month Libor target range to minus 1.25% and minus 0.25%, from the previous range of minus 0.75% to 0.25%.

The SNB maintained that the exchange rate peg was originally only a transitional policy to allow the economy to adapt to a strengthening currency<sup>3</sup>. The SFr gained in strength against the euro immediately after the removal of the cap.

**Figure 1: Euro Exchange Rate against the SFr, January 2, 2015 – January 16, 2015**



SNB's decision to lift the €1.20 cap caused the SFr to shoot up by 40% against the euro at one point on January 15th

Source: European Central Bank

SNB's decision to lift the €1.20 cap caused the SFr to shoot up by 40% against the euro at one point on January 15th<sup>4</sup>. The SFr also rose 30% against the US\$ and 15% against the British Sterling<sup>5</sup>. As late as January 12, 2015, a senior SNB official had declared support for the cap, calling it a cornerstone of Swiss economic policy<sup>6</sup>. However, in a sudden policy shift, the lifting of the peg was projected as necessary

<sup>1</sup> Thomson Reuters

<sup>2</sup> Northern Trust; Thomson Reuters; NASDAQ

<sup>3</sup> AXA Investment Managers

<sup>4</sup> The Economist

<sup>5</sup> The Independent

<sup>6</sup> Thomson Reuters

The cap against the euro helped sustain Switzerland's export-oriented economy post the economic crisis that commenced in 2007

by the SNB in the context of increasing flows of hot money into Switzerland that are in search of a safe haven<sup>7</sup>. The cap against the euro helped sustain Switzerland's export-oriented economy post the economic crisis that commenced in 2007. However, on the flip side, it needed large foreign-exchange purchases by Switzerland, which in turn swelled the SNB's balance sheet<sup>8</sup>. By 2014, the SNB had amassed about \$480 billion-worth of foreign currency reserves, a sum equal to around 70% of Swiss GDP<sup>9</sup>.

The move by the SNB, which created a rout on the currency markets, has led to fears as to whether central banks may have turned into a potentially destabilising force<sup>10</sup>. Many analysts opine that the move by the SNB to remove the peg was based on fears that the January 22, 2015 meeting of the Governing Council of the European Central Bank (ECB) may herald a bout of large quantitative easing (QE), leading to a surge of euros into Switzerland for a safe haven. However, with major central banks around the world trying to calm markets by offering long-range guidance on monetary policy, the sudden move by the SNB has dented confidence in the statements being made by central banks<sup>11</sup>.

There are also growing fears of inadvertent currency wars<sup>12</sup>. On January 22, 2015, the ECB announced that it is expanding purchases of bonds issued by euro area central governments, agencies and other European institutions<sup>13</sup>. The combined monthly asset purchases announced by the ECB would amount to €60 billion, and the programme is expected to be carried out until at least September 2016. This means that over €1 trillion (or \$1.16 trillion) in freshly created money would flood the euro area<sup>14</sup>. Though this has got some cheering in terms of the availability of additional liquidity that could boost consumer demand and perk the financial markets, some others warn that the resultant slide of the euro against the dollar and other major currencies could inadvertently lead to a condition of competitive currency moves in terms of cutting of interest rates<sup>15</sup>.

There are also growing fears of inadvertent currency wars

For instance, close on the heels of the SNB move (on January 22), Bank of Canada (Boc) announced a 25 basis point rate cut to 0.75%, citing the steep fall in oil prices as a drag on the Canadian economy<sup>16</sup>. Meanwhile, Denmark cut its interest rates twice within four days. On January 19, 2015, the country cut its deposit rate from minus 0.05% to minus 0.2%<sup>17</sup>. However, very shortly after the stimulus announcement by the ECB on January 22, Denmark took down its interest rates further to minus 0.35%<sup>18</sup>. Denmark's moves are made to prevent the Danish currency from becoming a safe haven in terms of storing value as the euro slides on account of excess liquidity. In essence, Denmark acted to prevent the currency from appreciating greatly.

<sup>7</sup> Thomson Reuters

<sup>8</sup> The Wall Street Journal

<sup>9</sup> The Economist

<sup>10</sup> The Financial Times

<sup>11</sup> Thomson Reuters

<sup>12</sup> Guardian News and Media Limited

<sup>13</sup> European Central Bank

<sup>14</sup> The Wall Street Journal

<sup>15</sup> Guardian News and Media Limited

<sup>16</sup> Business Spectator Pty Ltd.

<sup>17</sup> The Wall Street Journal

<sup>18</sup> The Wall Street Journal

## Are there More Surprises to Come?

The cooperation between central banks is expected to come under stress due to the dual nature of challenges faced by the major ones

The move by the SNB to remove the cap is considered troubling because it comes through a period in the global financial history wherein policy makers have sought to placate markets<sup>19</sup>. Analysts opine that SNB's willingness to deliver the shock was due to the tough choices that it was facing as the keeper of a 'safe haven' currency. In the climate of monetary-policy divergence globally, with the American Federal Reserve reportedly thinking about increasing interest rates while the ECB and Bank of Japan are moving in the other direction, central banks are likely to come under more confusion as cooperation falters. The cooperation between central banks is expected to come under stress due to the dual nature of challenges faced by the major ones. For instance, while the ECB and SNB are grappling with the risk of deflation; the American and British central banks have the task of balancing extremely loose monetary policy in the form of negligible interest rates.

A thought is gaining ground that the SNB move was more political in nature rather than economic. If so, it is something that policy makers have to factor in, in terms of future moves made by central banks<sup>20</sup>. According to some analysts, the SNB was not compelled to lift the cap due to a speculative run. Also, there was no financial crisis visible in the near future that would have devastated the Swiss markets or the economy. Thus, the peg should have been held and foreign currencies bought more by the SNB, in theory. However, within Switzerland itself, domestic criticism was mounting in terms of the Swiss central bank's buildup of large exchange-rate, particularly euro, assets. Conservative sections of the Swiss establishment were reportedly not comfortable with the risk that SNB's exposure to Eurozone bonds was creating. In fact, the conservative Swiss People's Party proposed a "Save our Swiss gold" initiative, which would have forced the SNB to increase its gold reserves to 20% of its assets from about 8%<sup>21</sup>. The issue was put to a referendum in November 2014.

A thought is gaining ground that the SNB move was more political in nature rather than economic

Though the referendum failed, its success would have meant that Switzerland would have been restricted from ever selling its gold reserves, which would have threatened its ability to defend the now defunct SFr-euro cap. After the referendum failed, the SNB reacted with relief, and proclaimed its determination to defend the cap, including adoption of measures such as purchasing unlimited quantities of foreign currencies. Despite the failure of the referendum, several analysts state that the prospect of large-scale QE by the ECB, along with the euro's recent fall against the US\$, strengthened the political pressure to abandon the cap. This might explain the sudden policy turn by the SNB, as it had just days before the cap abandonment proclaimed active support for it.

Political pressure may have had some influence in another recent central bank decision, too. On January 14, 2015, the Indian central bank slashed its benchmark short-term interest rates by a quarter percentage point<sup>22</sup>. The move is seen as encouraged by steeply sliding prices for crude and other commodities, which have helped bring inflation under control. However, political and economic analysts point

<sup>19</sup> The Wall Street Journal

<sup>20</sup> Markus Brunnermeier, Princeton University

<sup>21</sup> Thomson Reuters

<sup>22</sup> The New York Times

The movement toward easier credit scenario in one key economic area and tighter credit controls in another is symbolic of a wider unbalanced global economic order

out that the Indian central bank was facing repeated calls from the Indian government for rate cuts in order to shore up an uncertain recovery and to stimulate export-led growth in the country<sup>23</sup>.

While the ECB is expected to embark upon a bond-buying programme, the American Federal Reserve is expected to raise short-term interest rates sometime later in 2015. The movement toward easier credit scenario in one key economic area and tighter credit controls in another is symbolic of a wider unbalanced global economic order. This is causing ripple effects and central banks appear to be acting nervously. For instance, on January 19, 2015, Denmark slashed its interest rates in an attempt to reduce investor interest in the Danish krone in the run up to an anticipated ECB QE<sup>24</sup>. The Danish krone strengthened against the euro after the SNB action on January 15. The Danish central bank hopes that the rate reduction will weaken the attractiveness of the krone denominated assets to investors in search of other triple-A rated places in Europe to park their money. Immediately after the ECB announcement of a QE on January 22, 2015, Denmark further slashed its interest rates.

According to Mr. Raghuram Rajan, Governor of the Reserve Bank of India, "debt is making it difficult for developed countries to resume pre-2008 growth rates, let alone restore the levels of GDP that would have been attained if the subsequent Great Recession had not happened." Mr. Rajan argues that slow growth in the advanced markets has almost closed a traditional development pathway for emerging markets, i.e., export-led growth. Thus, emerging markets have to rely more on domestic demand. This may however carry the risk of over stimulation as a government may spend too much to boost domestic consumer demand. Moreover, the abundance of liquidity around the world, as a result of developed nations' extremely accommodative monetary policy, may come to an emerging country's shores at the slightest sign of economic growth. This can cause inflation and asset price bubbles, in turn. Meanwhile, as the US potentially tightens credit and the EU potentially loosens it, there are opposing forces unleashed, which may cause capital markets volatility as the so called 'hot money' moves quickly in search of yields in every direction that shows feasibility.

The quantitative easing and related competitive currency devaluations in the advanced economies could create a markedly skewed economic evolution in the emerging economies

The quantitative easing and related competitive currency devaluations in the advanced economies could create a markedly skewed economic evolution in the emerging economies (like India) by accelerating financialization of the economy further<sup>25</sup>. Many analysts are frank to admit that they do not really know or understand how the entire scenario of zero interest rates or the negative interest rates phenomenon will eventually turn out to be<sup>26</sup>. Already, warnings are being sounded that a sustained period of extremely low and even negative interest rates could lead to distortions in the global financial system<sup>27</sup>. Many of them may be hidden today in the flood of excessive liquidity and euphoric markets, but the risks could accumulate and generate significant financial instability.

<sup>23</sup> The Wall Street Journal

<sup>24</sup> The Wall Street Journal

<sup>25</sup> The Wall Street Journal

<sup>26</sup> Cumberland Advisors

<sup>27</sup> IIF

It would be useful at this stage to take a look at some of the interest rate cuts across the world, and other strategic moves, over the last four months or so, so as to check whether there is a pattern in central banks' decisions.

**Table 2: Select Central Banks' Recent Actions, October 2014 – January 2015**

Central Bank	Announcement Timeframe	Specifics	Stock and Currency Market Impact
Bank of Japan	October 31, 2014	Announced that it would inject ¥80 trillion (approximately \$725 billion) per year as part of QE	On the day following the announcement, the Dow rose 1.1% to a high of 17,390.52, crossing its record by more than 100 points. The S&P 500 increased by 1.2% to 2,018.05, nearly seven points over its prior peak, while the Nasdaq composite index rose 1.4% to hit its highest close since March 2000.  The American dollar rose to over ¥112, a level not witnessed since the end of 2007.
People's Bank of China	November 21, 2014	Slashed its benchmark one-year loan rate by 0.4 percentage point to 5.6%	The announcement was made on a Friday and on the following Monday, Chinese stocks rallied to a three-year high. The Shanghai Composite Index of shares rose by 1.9% and a gauge of Chinese equities in Hong Kong moved up 3.8%, the biggest gain in a year.  The Chinese Yuan fell by the most since September 2014.
The Reserve Bank of India	January 15, 2015	Cut its key lending rate from 8% to 7.75%	The BSE Sensex reclaimed the 28,000-mark for the first time since December 9, 2014.  The Indian rupee also strengthened by 1% over the dollar.
Swiss National Bank	January 15, 2015	Decoupled the Swiss franc from the euro peg	Immediately after the announcement, about \$98 billion was shaved off the value of Swiss equities, their largest daily fall in 26 years. The pan-European FTSEurofirst 300 fell by 2% and Wall Street futures slid into negative territory.  The euro fell to SFR0.80 before recovering slightly to rise to SFR1.03. The SFR also gained 25% against the American dollar to trade at SFr0.89 per dollar.



Central Bank of Brazil	October 29, 2014	Raised its benchmark rate by 25 basis points to 11.25%	The São Paulo Ibovespa index declined by 2.5% on the day of the announcement.  The Brazilian real rallied by 2% after the announcement.
	December 3, 2014	Raised its benchmark interest rate to 11.75% from 11.25%	The Ibovespa declined by 1.7% amid fears that growth would slow down due to rate increases.  However, Brazil's currency gained 0.6% against the American dollar.
	January 21, 2015	Raised its benchmark interest rate to 12.25% from 11.75%	The Ibovespa rose by 2.3%, boosted by the value of many banking shares.  The Brazilian currency rose by 0.5%.
Denmark's National Bank	January 19, 2015	Takes interest rate further into negative territory, from minus 0.05% to minus 0.2%.	The move made the krone less attractive to investors, and eased pressure on Denmark's central bank to keep buying euros.
	January 22, 2015	The deposit rate further moved to minus 0.35%	The Danish banking stocks were impacted negatively.  The krone weakened slightly against the dollar.
Central Bank of Turkey	January 20, 2015	Cut the benchmark one-week repo rate from 8.25% to 7.75%	The Borsa Istanbul 100 Index jumped 1.4% after the announcement.  The Turkish lira weakened nearly 1% against the dollar.
Bank of Canada	January 21, 2015	Reduced the overnight rate to 0.75%, from 1%	Canada's main stock benchmark gained due to the rate cut and coincided with a global bump in the prices of crude. The S&P/TSX closing up by 1.8%  The Canadian dollar fell to its lowest level in five years after the announcement.
European Central Bank	January 22, 2015	ECB announced around €1 trillion QE (till September 2016)	European stocks rallied to a seven-year high following the announcement.  The euro plummeted to a 11-year low against the dollar.
Monetary Authority of Singapore	January 28, 2015	Announced that it would take measures to decelerate the appreciation of the Singapore dollar	The Singapore stock market appreciated by 0.55% on the day of the announcement.  The Singapore dollar fell to its lowest level against the euro since 2010.

Source: Various Media Sources



Volatility to come with polarized central banks' policies becoming evident across various parts of the globe

As the global economy grows more unpredictable and complex, central banks seem to lack enough tools to set the balance right. This is compounded by the fact that the world economy is apparently decelerating. For instance, in January 2015, the World Bank lowered its global growth forecast for 2015 and 2016 due to poor economic prospects in the euro zone, Japan and key emerging economies<sup>28</sup>. In 2014, China's GDP grew at its slowest pace in about close to a quarter century. Chinese GDP grew at 7.4% in 2014, which is the slowest growth rate since 1990<sup>29</sup>. Even in countries enjoying restored growth, i.e., the U.S. and the U.K., the timing of interest rate hikes is uncertain. Meanwhile India and Denmark have cut rates. All this suggests increased volatility to come with polarized central banks' policies becoming evident across various parts of the globe<sup>30</sup>.

Though it is useful to understand what recent central banks' moves have been, it would also be of greater utility to sketch the likely future moves of various central banks. There will of course be some level of speculation involved, as predictions can be based largely only on currently visible trends.

**Table 3: Select Central Banks' Likely Future Actions, 2015**

Central Bank	Specifics	Impact on the GCC	Impact on the Market
U.S. Federal Reserve	Though an interest rate increase in the first quarter of 2015 is highly improbable, it is likely to come to a level of little over 1% by the end of 2015, barring some spectacular economic developments	Will lead to an increase in valuation of GCC sovereign wealth funds in the U.S. due to a strengthening of the American dollar	Will probably reduce the flow of capital into GCC stocks from the U.S.
Central Bank of Brazil	More rate increases are expected within the first half of 2015 itself, in a bid to keep inflation pressure low	Minimal or no impact	Minimal or no impact
Bank of Canada	The fortunes of oil on the global markets are likely to greatly impact strategic rate moves. If oil slides dramatically, then further rate cuts can be expected	Will make imports from Canada cheaper for the GCC	Minimal or no impact
Bank of Mexico	The interest rates are expected to remain unchanged in the first quarter of 2015. Mexico is likely to deploy a 'wait and watch' approach with respect to basing interest rate decisions on U.S. rate moves	Minimal or no impact	Minimal or no impact

<sup>28</sup> Thomson Reuters

<sup>29</sup> WMUR

<sup>30</sup> Thomson Reuters

People's Bank of China	Interest rates are expected to move down in the first quarter as pressure grows to loosen credit to prop up sagging national economic growth	Will make imports from China cheaper for the GCC; while making GCC crude exports to China more expensive for the Chinese	Capital from China that is in search of better yield may enter markets like the KSA and the UAE
Bank of Japan	The country is expected to further intensify its QE programme in a bid to exit the long persisting deflationary spiral	Will make imports from Japan cheaper for the GCC; while making GCC crude exports to Japan more expensive for the Japanese	Capital from Japan that is in search of better yield may enter markets like the KSA and the UAE
Reserve Bank of Australia	Interest rates are likely to remain at their current very low levels in a bid to speed up the lagging economic growth	Minimal or no impact	Minimal or no impact
Reserve Bank of India	India is likely to closely watch the price of oil in terms of taking interest rate decisions. Domestic inflation and the need to keep Indian exports cheaper for foreign importers are the two key areas that will determine future rate movements by Indian planners	If Indian currency depreciates due to future moves, then imports from India would get greatly cheaper	If the Indian currency weakens against the currencies of the GCC, then it could trigger an enhanced flow of remittances to India, and in to Indian capital markets
European Central Bank	The size of the QE that has been announced is expected to be a constant source of debate through 2015, with possibly further enlargements created if announced QE figures do not translate into desired impact	Could prompt GCC investors and SWFs to snap up more European assets at relatively cheaper rates due to weakening of the Euro currency	Will probably reduce the flow of capital into GCC stocks from Europe
Bank of England	Benchmark interest rates are likely to stay at their very low levels as the economic recovery is proving to be uneven and uncertain	Britain is likely to try gaining more businesses from the GCC, and to export more of British manufactured products into the region	Would probably increase the flow of capital into GCC stocks from the U.K.
Bank of Russia	Due to economic contraction and rising inflation, Russia faces dual opposing currents in terms of interest rate decisions. If Russia is able to gain some control over inflation, then interest rate cuts are very likely	Minimal or no impact	Due to uncertainties surrounding the Russian economy and the Russian currency, more Russian capital is likely to enter GCC capital markets for better returns

Source: The Wall Street Journal

## The Winners and Losers

In Europe and Japan, QE could boost stock returns

In January 2015, the IMF slashed its forecasts for global growth by 0.3 percentage points to 3.5% for 2015 and 3.7% for 2016<sup>31</sup>. This indicates that the world economy is finding it difficult to return to full capacity. A number of central banks have announced interest rate cuts to quicken economic growth and to preempt deflationary threats. Moreover, the recovery is proving to be highly uneven. Even as the U.S. is expected to ride a strengthening economic growth wave, other advanced economies are expected to grow only marginally. This is evident by the fact that the IMF raised its U.S. economy outlook for 2015 to 3.6%, an increase of half a percentage point<sup>32</sup>. However, for the Eurozone area, the growth outlook was reduced by 0.2 percentage point to be set at 1.2%.

In Europe and Japan, QE could boost stock returns. Since Japan imports 97% of the oil that it consumes per year, the lower oil prices should boost demand domestically<sup>33</sup>. In the wake of aggressive QE steps from the EU and Japanese central banks, their respective currencies are expected to weaken, with some associated increase in inflation transpiring. Also, with increased liquidity, the propensity to take more risks on the equity markets should also increase, across both developed and emerging markets. However, diverging monetary policies in America, Britain, EU, and Japan may set off currency turbulence and create volatility in capital flows across the global economy<sup>34</sup>.

Vulnerable EMs that rely heavily on capital inflows will be impacted by rising U.S. rates

Divergent monetary directions are also expected to make financial markets more volatile, and asset classes are likely to become less correlated with each other<sup>35</sup>. Emerging markets are thus likely to face challenging conditions, due to a rising U.S. dollar and the possibility of increased U.S. interest rates. In 2015, one of the key issues to arise out of central banks' actions is how vulnerable EMs that rely heavily on capital inflows will be impacted by rising U.S. rates. However, some countries like India are likely to greatly benefit from the EU QE measures. For instance, for the week ended January 16, 2015, the Indian equities markets received \$356.78 million in foreign portfolio investors' investments. But with the anticipation of a massive QE programme from the ECB that was announced on January 22, 2015, the Indian equities markets received \$930.99 million in terms of equity buys (for week ended January 23)<sup>36</sup>.

In contrast to India, the European QE has put pressure on the Chinese currency with the strengthening of the dollar<sup>37</sup>. A strong American dollar and a weakening Chinese Yuan could mean that companies and individuals would accelerate the purchase of the U.S. dollar in lieu of the Yuan. However, some commentators argue that the EU QE will nudge the European banking sector to raise credit for purchasing State treasury bonds from EMs, including China. This, in turn, is

<sup>31</sup> The Globe and Mail Inc.

<sup>32</sup> The Wall Street Journal

<sup>33</sup> John Hancock Funds, LLC

<sup>34</sup> Telegraph Media Group Limited

<sup>35</sup> Trade Arabia

<sup>36</sup> Business Standard

<sup>37</sup> WantChinaTimes.com

Any wave of rapid central banks' easing in Asia could lead to much volatility in the currency markets

expected to increase capital flows into China and thereby strengthen the Yuan. Within Europe itself, the QE programme is expected to increase the prices for government bonds as their purchase intensifies by the ECB<sup>38</sup>.

With Singapore's central bank announcing a surprise easing of its monetary policy on January 28, 2015, there is now a growing concern that many other central banks in East Asia could adopt monetary easing with respect to keeping currency values low<sup>39</sup>. Any wave of rapid central banks' easing in Asia could lead to much volatility in the currency markets. The QE in Europe compounds global uncertainty because of the fact that it comes at a time of already low interest rates. When QEs were introduced in America in the wake of the recent financial crisis, it was a surprise move that jolted the markets and created new energy in terms of capital flows. However, with respect to the European QE, so many nations around the world have been anticipating it and preparing for it. The reactions have ranged from concurrent currency devaluations to buying of US dollars in order to buy investors' trust. For instance, India's foreign exchange reserves reached a record \$322 billion (as reported on January 24, 2015), outpacing the previous high of around \$321 billion in September 2011<sup>40</sup>.

China's wider macroeconomic and monetary policy may get more closely tied to domestic structural reforms

In a fast changing market environment, it is difficult to gauge winners and losers in terms of the current central banks' moves. However, the U.S. and emerging markets like India are expected to be positioned well, while uncertainties are anticipated to plague Japan and the Euro area. China's wider macroeconomic and monetary policy may get more closely tied to domestic structural reforms. China is in fact expected to peg its 2015 growth target at around 7%, which is the lowest goal in 11 years<sup>41</sup>. Meanwhile, countries with stricter central bank policies, like Turkey and South Africa, which are benefiting from lower oil prices too, are expected to focus on improving creditworthiness abroad. This is expected to lead to stable interest rates and beneficial current account status<sup>42</sup>.

<sup>38</sup> The Wall Street Journal

<sup>39</sup> Ibid.

<sup>40</sup> Times of India

<sup>41</sup> Thomson Reuters

<sup>42</sup> Institutional Investor

## Impact on the GCC

A strengthening U.S. dollar is likely to pull up many GCC currencies against the euro

It is of little doubt that the ECB QE will have some impact on the GCC equity markets. The greater variables are the price of oil and an anticipated increase in U.S. interest rates<sup>43</sup>. However, with respect to grand impacts on the GCC markets, it is likely to be low given that the GCC combined weight in the MSCI emerging markets' index is only 1.5%. The GCC markets are affected more by what transpire in the oil markets. In the fourth quarter of 2014, gulf equity markets were roiled by a slew of factors such as a supply glut in the oil market, slowing demand in China, weak demand in Europe, a strong dollar, etc. The hope for the GCC markets is that the QE in Europe, Japan, etc., will likely spur consumer demand, thus boosting consumption of energy. That might have a positive impact on GCC exports.

A strengthening U.S. dollar is likely to pull up many GCC currencies against the euro and other emerging markets (like India). This would help in cutting down the cost of imports and thus abating inflationary pressures within the GCC. Many of GCC's sovereign wealth funds that are dollar-denominated will likely gain in value with the rise in value of the dollar. This may help offset some of the pressures accumulating on GCC balance sheets due to sliding oil prices. Some analysts also opine that the peg to the U.S. dollar among some GCC states supports currency stability.

With the Kingdom of Saudi Arabia expected to open its stock market, the Arab world's largest, in the first half of 2015, capital flows may find its way into the Saudi stock market in high numbers following easy availability of liquidity in Europe and elsewhere<sup>44</sup>. A move by the Kingdom to open up its markets may prompt the MSCI index to include the Saudi stock exchange in its EMs gauge by 2017, which could lure as much as \$40 billion in cash from overseas. With intensified QE in Europe, the number could very well be higher. Moreover, the possibility of large amounts of funds from abroad may accelerate the pace of GCC markets' harmonization. One of the key benefits of harmonization would be the ability to collectively act against volatility in the currency markets.

EU and Japan together account for about 50% of all GCC imports

It is notable that as the EU and Japan together account for about 50% of all GCC imports. Thus, a strengthening dollar and a weak euro can help support GCC's cause of low inflation<sup>45</sup>. Moreover, European assets will become cheaper for GCC investors and the sovereign wealth funds (SWFs). GCC entities hold estimated assets of €400 billion in the EU, making the group very vital for European financial markets. During the recessionary period from 2009 through 2010, around one-third of emergency funding that European banks received came from the GCC SWFs<sup>46</sup>. It is expected that as fresh liquidity flood European markets, the holdings of GCC entities in EU financial assets would appreciate greatly in value. The yields can help partly fund infrastructure and other social development projects across various GCC countries.

<sup>43</sup> The National

<sup>44</sup> menafn.com

<sup>45</sup> Gulf Times

<sup>46</sup> The London School of Economics and Political Science

## Disclaimer

This report has been prepared and issued by Marmore MENA Intelligence Ltd (Marmore), a fully owned research subsidiary of Kuwait Financial Centre "Markaz" K.P.S.C. Marmore is a private limited company registered with the Registrar of Companies in India.

This Report is owned by Marmore and is privileged and proprietary and is subject to copyrights. Sale of any copies of this Report is strictly prohibited. This Report cannot be quoted without the prior written consent of Marmore. Any user after obtaining Marmore's permission to use this Report must clearly mention the source as "Marmore." The Report is intended to be circulated for general information only and should not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction.

The information and statistical data herein have been obtained from sources we believe to be reliable, but no representation or warranty, expressed or implied, is made that such information and data is accurate or complete, and therefore should not be relied upon as such. Opinions, interpretations, estimates, and projections in this report constitute the current judgment of the author as of the date of this Report. They do not necessarily reflect the opinion of Markaz or Marmore or other identified parties and are subject to change without prior notice. Neither Marmore nor Markaz have an obligation to update, modify, or amend this report or to otherwise notify a reader thereof in the event that any matter stated herein, or any opinion, projection, forecast, or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, or if research on the subject company is withdrawn.

This Report may not consider the specific investment objectives, financial situation, and the particular needs of any specific person who may receive this report. Investors are urged to seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any security or investment strategy discussed or recommended in this report and to understand that statements regarding future prospects may not be realized. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Investors should be able and willing to accept a total or partial loss of their investment. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily indicative of future performance.

Markaz may seek to do business, including investment banking deals, with companies covered in its research reports. Markaz may have interests in the areas covered in this research report. Markaz, Markaz managed entities, its clients, or its employees may have from time to time long or short positions in any security, derivative or other types of assets referred to in this research report. As a result, investors should be aware that Markaz may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report.

This report may provide the addresses of or contain hyperlinks to websites. Except to the extent to which the report refers to website material of Markaz and Marmore, Markaz has not reviewed the linked site and takes no responsibility for the content contained therein. Such address or hyperlink (including addresses or hyperlinks to Markaz's or Marmore's own website material) is provided solely for your convenience and information, and the content of the linked site does not in any way form part of this document. Accessing such website or following such link through this report or Markaz's or Marmore's website shall be at your own risk.

For further information, please contact 'Markaz' at P.O. Box 23444, Safat 13095, Kuwait; Email: [info@e-marmore.com](mailto:info@e-marmore.com); Tel: 00965 22248280; Fax: 00965 22495741.



# Research Library (Complimentary Research)

## Capital Markets Researches

Daily Morning Brief

Kuwait Daily

Fixed Income Update (Daily)

Monthly MENA Markets Review

International Market Update (Monthly)

GCC Equity Risk Premium (Quarterly)

GCC Corporate Earnings (Half Yearly)

GCC Markets Outlook (Half Yearly)

Global Markets Outlook (Annual)

Saudi Arabian Markets Set to Open (2014)

MENA Asset Management Policy Perspectives (2013)

Including GCC in the MSCI EM Index (2012)

Alpha Abound: A Study to explore Alpha generation in GCC (2012)

Kuwait Investment Sector (2012)

GCC Defensive Bellwether Stocks (2012)

GCC SWFs: The Golden Portfolio (2010)

Persistence in performance: The GCC Experience (2010)

This Too Shall Pass: What can we expect in 2009 for GCC Markets? (2009)

Mr. GCC Market-Manic Depressive (2008)

To Yield or Not To Yield: Examining the Potential of Yield Stocks in GCC (2008)

Derivatives Market in GCC (2007)

## Regulatory Researches

GCC Regulatory Digest (Quarterly)

Kuwait's new Law on Preference Shares (2015)

Kuwait's BOT law (2014)

Land Reforms in Kuwait (2014)

Kuwait's PPP Law (2013)

Bankruptcy Law in the GCC (2013)

Got a CMA (Kuwait): What Next? (2012)

The New Regulations for Kuwait Investment Sector (2010)

Wanted: A Kuwait Capital Market Authority (2010)

To Leap or To Lag: Choices before GCC Regulators (2007)

## Economic Researches

Capital Bank Shocks (2015)

Fiscal Breakeven Oil Price (2015)

Kuwait – starting Business (2015)

Kuwait Electricity Tariff Hikes (2015)

Basel III Norms (2015)

Kuwait Real Estate (2015)

Swiss Franc (2015)

Cheaper Oil (2015)

Rising Fuel Prices in Kuwait (2015)

Cloud Computing (2014)

GCC Free Trade Zones (2014)

Disruptive Technology: Bitcoins (2014)

The Internet of Things ! Big Data (2014)

Kuwait Credit Growth (2014)

Kuwait SME's (2014)

Multiple directorships in KSA (2013)

GCC Demographic Shift (2012)

How is GCC preparing for a "AA+" World? (2011)

Kuwait Development Plan (2011)

Political Risk moving to the forefront in MENA: Impact Analysis (2011)

Diworsification - The GCC Oil Stranglehold (2009)

The Vicious "Square": Monetary Policy Options for Kuwait (2008)

## Policy Researches

Kuwait Reforms (Series)

Oil & Gas Markets and the Emergence of New Resources (2014)

GCC Countries & Asia: Bolstering Energy Ties (2014)

GCC Energy Strategies: The Way Forward (2014)

Blueprint for Public Sector Good Governance in Kuwait (2013)

Kuwait - Private Labor Market (2013)

Kuwait - Alternatives for Power Generation (2013)

Kuwait - Sustainable Power Strategy (2012)

Tools to Strengthen & Support Kuwait's Private Sector (2012)

## Periodic Reports

### Daily

Morning Brief

Fixed Income Update

Kuwait Daily

### Monthly

MENA Markets Review

International Market Update

### Quarterly

Equity Risk Premium

GCC Regulatory Digest

### Halfyearly

GCC Markets Outlook

GCC Corporate Earnings

### Annual

Global Markets Outlook



# Research Library (Paid Research)

## Infrastructure Researches\*

### Power

GCC MENA (Ex- GCC)

Egypt KSA

Kuwait UAE

Qatar

### Ports

GCC KSA

Kuwait UAE

Qatar Oman

### Aviation

GCC GCC Full Service Carriers

GCC Low Cost Carriers Kuwait

KSA UAE

### Water

GCC Qatar

KSA Kuwait

### ICT

GCC KSA

UAE Kuwait

Qatar

### Roads and Railways

GCC KSA

Qatar

### Real Estate

GCC Office RE GCC Affordable Housing

GCC Residential RE

## Sector Researches\*

### Offsets in the GCC

GCC

### Healthcare

GCC, KSA

### Education

GCC, KSA

### Family Business

GCC

### Wealth Management

GCC

### Banking

GCC, Kuwait, KSA, UAE

### Hospitality

GCC

### Retail

GCC, Luxury - GCC, Online - GCC

### Asset Management

MENA, KSA, UAE, Egypt

### Islamic Finance

GCC

### Investment Banking

GCC

### Insurance

GCC, KSA

### Media

GCC - Print, TV, Digital

### Social Media

GCC

### Petrochemicals

GCC, Kuwait, KSA

### Contracting

GCC

### Metals & Mining

GCC

### Research - Knowledge Gap

GCC

### FIFA World Cup 2022

Qatar

### Women Investors

GCC

## Corporate Profiles\*

Abu Dhabi National Hotels Co (UAE)

Air Arabia (UAE)

EMAAR Properties (UAE)

Kuwait Food Co (Kuwait)

Qatar Insurance Co (Qatar)

Qatar National Bank (Qatar)

SABIC (KSA)

Saudi Electricity Co (KSA)

Saudi Telecom (KSA)

Savola Group (KSA)

The National Shipping Co. of Saudi Arabia - BAHRI (KSA)



## Access Our Reports

- Bloomberg - "MRKZ" <Go>
- Thomson Research,
- Reuters Knowledge
- Nooz
- Zawya Investor
- ISI Emerging markets
- Capital IQ
- FactSet Research Connect
- TheMarkets.com

\*Paid reports ranging from US\$250-\$500

# Subscription Options

## Selective Access

USD 1,000 / Yr.

Download up to **5** paid reports in a year

- Select and download **5** reports from our database of paid research reports. Subscription is valid for a year.
- New reports are constantly being added to our database, providing an option to download latest reports within the subscription period.

## Wide Access

USD 2,000 / Yr.

Download up to **10** paid reports in a year

- Select and download **10** reports from our database of paid research reports. Subscription is valid for a year.
- New reports are constantly being added to our database, providing an option to download latest reports within the subscription period.

## Unrestricted Access

Best Value

USD 3,000 / Yr.

Access and download **all** our paid reports for a year

- Select and download **any** report from our database of paid research reports. Subscription is valid for a year.
- New reports are constantly being added to our database, providing an option to download latest reports within the subscription period.

### Note:

- The above pricing is to obtain a single user license to use the PDF report file for one user only. If you wish to subscribe for more than one user, please send us an enquiry at [info@e-marmore.com](mailto:info@e-marmore.com)
- Select reports priced US\$1,000 and more are excluded from the Subscription Packages.
- For reports that are available for download on "On Request", the subscriber will be required to send the request.

# Research On Demand

We conduct customized researches based on specific requirements of our clients



## Marmore MENA Intelligence

A 'Markaz' Subsidiary

### About Marmore

Marmore MENA Intelligence Ltd. (**Marmore**) caters to the growing research and information needs of organizations in the Middle East and North Africa (MENA) region. We offer full-fledged research services covering economies, capital markets, sectors and companies - focused on the MENA region.

We also provide research services to assist our clients in investment decision-making, scanning markets to identify investment opportunities, conducting ad-hoc researches to understand niche market segments, and other need-based, bespoke researches.

To know more about us, please visit our website at [www.e-marmore.com](http://www.e-marmore.com) or write to us on

[info@e-Marmore.com](mailto:info@e-Marmore.com) or call us at +965-2224 8280.

## بيان قانوني

قام بإعداد وإصدار هذا التقرير مارمور مينا إنتليجنس المحدودة (مارمور)، وهي شركة تابعة مملوكة بالكامل لشركة المركز المالي الكويتي ("المركز") ش.م.ك.م. مارمور شركة خاصة ذات مسؤولية محدودة مسجلة في سجل الشركات في الهند.

تعود ملكية هذا التقرير لمارمور وهو تقرير خاص ومشمول بحماية حقوق النشر. ويمنع منعاً باتاً بيع أي نسخ من هذا التقرير. ولا يمكن الاقتباس من هذا التقرير دون الحصول على موافقة كتابية مسبقة من مارمور. ويجب على أي مستخدم بعد الحصول على إذن من مارمور لاستخدام هذا التقرير، أن يبين بوضوح أن المصدر هو "مارمور". والغرض من هذا التقرير هو التوزيع كمعلومات عامة فقط ولا ينبغي أن يفسر على أنه عرض لشراء أو بيع أو استئجار لعرض لشراء أو بيع أي أدوات مالية أو للمشاركة في أي استراتيجية تداول معينة في أي دولة.

تم الحصول على المعلومات والبيانات الإحصائية الواردة في هذا التقرير من مصادر نعتقد بأنها موثوقة، ولكن لا يتم تقديم أي تعهد أو ضمان، سواء بشكل صريح أو ضمني، بأن تلك المعلومات والبيانات هي دقيقة أو كاملة، ولذلك ينبغي أن لا يتم الاعتماد على أنها كذلك. وتشكل الآراء والتوقعات والتوقعات الواردة في هذا التقرير رأي الكاتب في الوقت الحاضر كما في تاريخ هذا التقرير، وهي لا تعكس بالضرورة رأي المركز أو مارمور أو أي أطراف أخرى مذكورة، كما أنها عرضة للتغيير دون سابق إنذار. ولا تتحمل مارمور أو المركز أي التزام بتحديث أو تعديل أو تغيير هذا التقرير أو إبلاغ القارئ بذلك في حالة تغير أي مسألة واردة في هذا التقرير أو أي رأي أو توقعات أو تقديرات منصوب عليها فيه، أو إذا أصبحت غير دقيقة، أو إذا تم سحب الدراسة حول الشركة موضوع التقرير.

لا يأخذ هذا التقرير في الاعتبار الأهداف الاستثمارية المحددة أو الوضع المالي أو الاحتياجات الخاصة لأي شخص محدد يمكن أن يتلقى هذا التقرير. وبهذا يتم حث المستثمرين على طلب مشورة مالية تتعلق بملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية أو استراتيجيات استثمارية جرى تناولها أو التوصية بها في هذا التقرير وإدراك أن البيانات المتعلقة بالاحتمالات المستقبلية يمكن أن لا تتحقق. وينبغي على المستثمرين ملاحظة أن الدخل من تلك الأوراق المالية – إن وجد – يمكن أن يكون عرضة لتقلبات وأن سعر أو قيمة كل ورقة مالية يمكن أن يرتفع أو ينخفض. وينبغي أن يكون المستثمرون قادرين وراغبين في قبول الخسارة الكاملة أو الجزئية لاستثمارهم. وبالتالي يمكن أن يسترجع المستثمرون قيمة أقل من المبلغ المستثمر أصلاً. ولا يعتبر الأداء السابق بالضرورة مؤشراً استدلالياً لاستقرار الأداء المستقبلي.

يمكن أن يسعى المركز إلى ممارسة الأعمال، شاملة العمليات المصرفية الاستثمارية، مع شركات مشمولة في تقارير الدراسات والبحوث. ويمكن أن تكون للمركز مصالح في المجالات المشمولة في تقرير الدراسة هذا. ويمكن أن تكون للمركز أو للكيانات التي تديرها المركز أو عملائها أو موظفيها من حين إلى آخر استثمارات مغطاة أو غير مغطاة في أي ورقة مالية أو مشتقات مالية أو أنواع الأصول الأخرى المشار إليها في تقرير الدراسة هذا. ولذلك، ينبغي أن يدرك المستثمرون أنه يمكن أن تدخل المركز في تضارب مصالح يمكن أن يؤثر على موضوعية هذا التقرير.

يمكن أن يحتوي هذا التقرير على عناوين أو روابط إلكترونية أو أسماء مواقع إنترنت. وفيما عدا إشارة هذا التقرير إلى المواد العائدة للمركز ومارمور المنشورة على مواقع الإنترنت، لم يرقم المركز بمراجعة الموقع المرتبط ولا يتحمل أي مسؤولية عن أي محتوى منشور فيه. ويتم بيان العنوان أو الرابط الإلكتروني (شاملاً العناوين أو الروابط الإلكترونية للمواد المنشورة على موقعي المركز ومارمور) لمجرد التسهيل فقط، ولا تشكل المعلومات والمحتويات المنشورة على الموقع المرتبط بأي شكل من الأشكال جزءاً من هذه الوثيقة. ويكون دخولكم إلى ذلك الموقع أو تتبع الرابط الإلكتروني من خلال هذا التقرير أو من خلال موقع المركز أو موقع مارمور على شبكة الإنترنت على مسؤوليتكم.

لمزيد من المعلومات، فضلاً الاتصال بالمركز المالي الكويتي (المركز)، ص.ب 23444، الصفاة 13095، الكويت، بريد إلكتروني: info@e-marmore.com؛ هاتف: 00965 22248280، فاكس: 00965 22495741

بمجموعة من العوامل مثل تخمة المعروض في سوق النفط، تراجع الطلب في الصين، ضعف الطلب في أوروبا، وارتفاع قيمة الدولار، وغير ذلك. ويبقى الأمل بالنسبة لأسواق دول التعاون منصباً على التسهيل الكمي في أوروبا واليابان وغيرها، الطلب الاستهلاكي، وبالتالي دعم استهلاك الطاقة. وهو ما سيجمل أثراً إيجابية على الصادرات الخليجية.

وأسواق ناشئة أخرى مثل الهند. وهو ما سيساعد في تقليص تكلفة الواردات وبالتالي تراجع ضغوط التضخم بين دول التعاون. فالكثير من صناديق الثروات السيادية الخليجية التي يهيمن الدولار الأميركي على أصولها قد ترتفع قيمتها مع ارتفاع عملة الدولار. وهو ما سيساعد بدوره على صد بعض الضغوط المتكدسة في الميزانيات العمومية الخليجية بسبب تراجع أسعار النفط. ويرى بعض المحللين أن ربط بعض دول الخليج عملاتها بالدولار الأميركي عزز من استقرار العملة.

من المرجح أن يعزز الدولار الأميركي الكثير من العملات الخليجية مقابل اليورو

من جهة أخرى، بالنسبة لتوقعات فتح المملكة العربية السعودية سوقها المالي، الذي يعد الأكبر على مستوى العالم العربي، في النصف الأول من 2015، قد ينجم عن ذلك تدفقات رؤوس أموال في السوق بعدد كبير بعد أن توافرها بسهولة في أوروبا وأسواق أخرى<sup>41</sup>. هذه الخطوة من قبل المملكة لفتح أسواقها قد تحفز مؤشر مورغان ستانلي كابيتال إنترناشيونال على ضم سوق السعودية ضمن معيار الأسواق الناشئة بغضون عام 2017، الأمر الذي سيجذب أموالاً نقدية من الخارج تساوي 40 مليار دولار. ومع تكثيف برامج التسهيل الكمي في أوروبا، قد يرتفع الرقم إلى أعلى من هذا. علاوة على ذلك، قد تزيد إمكانية تدفق كميات كبيرة من الأموال في الخارج من سرعة تناغم الأسواق الخليجية. من بين المزايا الرئيسية لهذا التناغم قد تكون القدرة على العمل بشكل جماعي ضد أي تقلب في أسواق العملات.

جدير بالملاحظة أن بالتالي، فإن قوة الدولار وضعف اليورو قد يساعدان في تقليص مستويات التضخم بدول التعاون<sup>42</sup>. علاوة على أن الأصول الأوروبية ستصبح أرخص على المستثمرين الخليجية والصناديق السيادية<sup>43</sup>. وتبلغ الأصول المقدرة لدول التعاون في الاتحاد الأوروبي 400 مليار يورو، مما يجعلها هامة جداً بالنسبة للأسواق المالية الأوروبية. خلال فترة الركود التي أصابت الأسواق خلال عام 2009 وحتى 2010، شكلت التمويلات الطارئة من دول التعاون في البنوك الأوروبية حوالي الثلث. ومن المتوقع مع تدفق السيولة الجديدة في الأسواق الأوروبية أن تزداد قيمة حصص الكيانات الخليجية في الأصول المالية بأوروبا. وقد تساعد العائدات جزئياً في تمويل مشاريع البنية التحتية والاجتماعية الأخرى في دول مجلس التعاون الخليجي.

الاتحاد الأوروبي واليابان يشكلان حوالي 50% من جميع واردات دول التعاون

41 مينا إف إن دوت كوم

42 غلف تايمز

43 كلية لندن للاقتصاد والعلوم السياسية

القطاع المصرفي الأوروبي لجمع تسهيلات ائتمانية عبر شراء سندات خزينة دولة من الأسواق الناشئة بما فيها الصين. هذا الأمر بدوره من المتوقع أن يزيد تدفقات رؤوس الأموال إلى الصين وبالتالي يعزز من قيمة اليوان. في أوروبا نفسها، من المتوقع أن يزيد برنامج التسهيل الكمي أسعار السندات الحكومية مع تكثيف عمليات شرائها من قبل البنك المركزي السويسري<sup>35</sup>.

مع إعلان البنك المركزي السنغافوري عن تسهيل مفاجئ في سياسته النقدية في 28 يناير 2015، تظهر مخاوف متزايدة الآن من إقدام الكثير من البنوك المركزية الأخرى في شرق آسيا على تبني تسهيل نقدي يتعلق بالحفاظ على تدني قيمة العملات<sup>36</sup>.

هذا وضاعف التسهيل الكمي في أوروبا زعزعة الاستقرار العالمي لأنه يأتي في وقت يشهد تدني أسعار الفائدة. عندما تم طرح برامج التسهيل الكمي في أوروبا على ضوء الأزمة المالية الأخيرة، كان بمثابة خطوة مفاجئة هزت الأسواق وخلقت طاقة جديدة فيما يتعلق بتدفقات رؤوس الأموال. ومع ذلك، بالنسبة للتسهيل الكمي الأوروبي، تتوقع الكثير من دول العالم هذه البرامج وتستعد لها. هذا وتباينت ردات الفعل ما بين تخفيض متزامن لقيمة العملات وبين شراء الدولار الأميركي بهدف استقطاب ثقة المستثمرين. على سبيل المثال، وصلت احتياطات النقد الأجنبي في الهند إلى رقم قياسي بلغ 322 مليار دولار (كما ذكر في 24 يناير 2015)، ليفوق لذلك الرقم القياسي السابق في سبتمبر 2011 الذي بلغ حوالي 321 مليار دولار<sup>37</sup>.

وفي ظل بيئة سريعة التغير، من الصعب تحديد الفائزين والخاسرين من حيث اتجاهات البنوك المركزية اليوم. مع ذلك، من المتوقع أن تكون أميركا وأسواق ناشئة مثل الهند في وضع جيد، بينما قد تعاني اليابان ومنطقة اليورو من الشكوك وعدم اليقين. من جانبها،

ومن المتوقع أن تربط الصين نموها المستهدف في 2015 عند حوالي 7%، وهو الهدف الأدنى في غضون 11 عاما<sup>38</sup>. أثناء هذا، من المتوقع أن تركز دول أخرى ذات سياسات مركزية أكثر تشددا مثل تركيا وجنوب إفريقيا، والتي استفادت أيضا من تراجع أسعار النفط، على تحسين الملاءة في كل الاتجاهات. وهو ما قد يؤدي إلى معدلات فائدة مستقرة وحسابات جارية مستفيدة<sup>39</sup>.

ربما تزيد السلطات الصينية ربط السياسة النقدية والاقتصاد الكلي بإصلاحات هيكلية محلية

### الآثار المترتبة على دول مجلس التعاون الخليجي

هناك شكوك بسيطة من أن تؤثر معايير التسهيل الكمي الأوروبية قليلا على أسواق الأسهم الخليجية. أكبر المتغيرات التي يتوقع أن تؤثر على هذه البلدان تتمثل بأسعار النفط والزيادة المتوقعة في أسعار الفائدة الأميركية<sup>40</sup>. ومع ذلك، فيما يتعلق بأكبر التأثيرات على أسواق دول التعاون، من المرجح أن تكون منخفضة بالنظر إلى أن الوزن الكلي لهذه البلدان في مؤشر مورغان ستانلي كابيتال إنترناشيونال للأسواق الناشئة لا يتعدى 1.5%. وتتأثر الأسواق الخليجية أكثر بما يجري بالأسواق النفطية. ففي الربع الأخير من 2014، تأثرت سلبا

<sup>35</sup> وول ستريت جورنال

<sup>36</sup> ايبيد

<sup>37</sup> تايمز أوف انديا

<sup>38</sup> طومسون رويترز

<sup>39</sup> إنستيتيوشنال انفستز

<sup>40</sup> ذي ناشيونال

### الفائزون والخاسرون

في يناير 2015، خُفّض صندوق النقد الدولي توقعاته لنمو الاقتصاد العالم بنسبة 0.3 نقطة مئوية إلى 3.5% بالنسبة لعام 2015، و3.7% لعام 2016.<sup>28</sup> وهو ما يشير إلى أن الاقتصاد العالمي يجد صعوبة في العودة إلى كامل إمكاناته. وأعلن عدد من البنوك المركزية عن تخفيض سعر الفائدة لتسريع عجلة النمو الاقتصادي واستباق ما يحيط بها من تهديدات بحدوث انكماش. علاوة على ذلك، أثبت التعافي أنه غير متكافئ للغاية. إذ من المتوقع أن تركب الولايات المتحدة موجة النمو الاقتصادي المعززة، بينما يتوقع أن تنمو اقتصادات متقدمة أخرى بشكل هامشي. وهو ما تجلّى من خلال رفع صندوق النقد الدولي نظرتة المستقبلية للاقتصاد الأميركي لعام 2015 إلى 3.6%، بزيادة وقدرها نصف نقطة مئوية.<sup>29</sup> ومع ذلك، خُفّض الصندوق نظرتة المستقبلية لنمو اقتصاد منطقة اليورو بمعدل 0.2 نقطة مئوية إلى 1.2 في المائة.

إذ تستورد اليابان 97% من احتياجاتها النفطية، وأي تراجع لأسعار النفط سيعزز الطلب محلياً.<sup>30</sup> على ضوء خطوات التسهيل الكمي القوية التي اتخذتها البنوك المركزية في الاتحاد الأوروبي واليابان، من المتوقع أن تشهد عملاتها ضعفاً، مع حدوث بعض الزيادة المصاحبة في التضخم. أيضاً، مع ارتفاع مستوى السيولة، يجب أن يصاحبها ميلاً أكبر نحو خوض المزيد من المخاطر في أسواق الأسهم بالبلدان المتطورة والناشئة. إلا أن تباين السياسات النقدية في أميركا وبريطانيا والاتحاد الأوروبي واليابان قد يفجر اضطراباً في العملات ويخلق تقلباً في تدفقات رأس المال في الاقتصاد العالمي.<sup>31</sup>

في أوروبا واليابان، قد تعزز برامج التسهيل الكمي عوائد البورصات

إضافة إلى هذا من المتوقع أن يجعل انحراف اتجاهات السياسة النقدية، الأسواق المالية أكثر تقلباً، ومن المرجح أن تصبح فئات الأصول أقل ترابطاً مع بعضها الآخر.<sup>32</sup> وبالتالي من المرجح أن تواجه الأسواق الناشئة ظروفًا صعبة بسبب ارتفاع قيمة الدولار وإمكانية زيادة الفدرالي نسبة فائدته. من ضمن القضايا الرئيسية التي ستنشأ في 2015 بسبب الإجراءات التي اتخذتها البنوك المركزية مع ذلك، بعض الدول مثل الهند من المرجح أن تستفيد بشكل كبير من معايير التسهيل الكمي في الاتحاد الأوروبي. على سبيل المثال، بالنسبة للأسبوع المنتهي في 16 يناير 2015، تلقت أسواق الأسهم الهندية على 356.78 مليون دولار من استثمارات مستثمري المحافظ الأجنبية. لكن نظراً إلى توقع حصول برامج تسهيل كمي كبيرة من البنك المركزي السويسري التي أعلن عنها في 22 يناير 2015، تلقت أسواق الأسهم الهندية 930.99 مليون دولار من حيث شراء الأسهم (في الأسبوع المنتهي في 23 يناير).<sup>33</sup>

كيفية تأثير الأسواق الناشئة المتقلبة التي تعتمد كثيراً على تدفقات رؤوس الأموال، وذلك نتيجة زيادة أسعار الفائدة الأميركية

على النقيض من الهند، فرضت معايير التسهيل الكمي الأوروبية على العملة الصينية ضغوطاً، ترافق ذلك مع ارتفاع قيمة الدولار.<sup>34</sup> وقد يؤدي ارتفاع قيمة الدولار وضعف اليوان الصيني إلى زيادة الشركات والأفراد شراء الدولار الأميركي بدلاً من اليوان. ومع ذلك، بعض المعلقين يرون أن التسهيل الكمي الأوروبي سيدفع

<sup>28</sup> ذي غلوب أند ميل

<sup>29</sup> وول ستريت جورنال

<sup>30</sup> جونسون هانكوك فاندس

<sup>31</sup> تلغراف ميديا غروب ليمتد

<sup>32</sup> تريد أرابيا

<sup>33</sup> بيزنس ستاندرد

<sup>34</sup> وونت تشاينا تايمز دوت كوم



بنك اليابان	من المتوقع تكثيف برنامج التسهيل الكمي في محاولة للخروج من الدوامة الانكماشية الثابتة منذ فترة طويلة.	ستجعل الواردات من اليابان أرخص على دول التعاون، بالمقابل ستصبح صادرات الهام الخليجية أكثر كلفة على اليابانيين.	رأس المال من اليابان الباحث عن عوائد أفضل قد يدخل أسواقاً مثل السعودية والإمارات.
بنك الاحتياطي الأسترالي	من المرجح أن تبقى أسعار الفائدة ضمن مستويات متدنية جداً حالياً في محاولة لتسريع عجلة نمو الاقتصاد المتباطئ.	تأثير ضئيل أو لا يوجد	تأثير ضئيل أو لا يوجد
بنك الاحتياطي الهندي	من المرجح أن تترقب الهند سعر النفط من أجل اتخاذ قرارات رفع سعر الفائدة. أما التضخم المحلي والحاجة إلى إبقاء الصادرات الهندية أرخص على المستوردين الأجانب من النواحي الهامة التي ستحدد اتجاهات سعر الفائدة مستقبلاً في البلاد.	إذا هبطت قيمة الروبية بسبب الاتجاهات المستقبلية، ستصبح الواردات من الهند أرخص بكثير.	إذا انخفضت العملة الهندية مقابل العملات الخليجية، عندها قد تحفز أي تدفقات معززة للحوالات إلى الهند وإلى أسواق المال الهندية.
البنك المركزي الأوروبي	من المتوقع أن يكون التسهيل الكمي الذي أعلن عنه مصدراً دائماً للجدل في 2015، مع إمكانية التوسع بالبرامج التحفيزية في حال لم تترجم أرقام التسهيل الكمي إلى النتيجة المرجوة منها.	قد تحفز المستثمرين الخليجيين والصناديق السيادية على التهافت على الأصول الأوروبية نسبة إلى الأسعار الرخيصة بسبب ضعف اليورو.	قد تخفض تدفقات رؤوس الأموال في أسواق الأسهم الخليجية القادمة من أوروبا.
بنك إنجلترا	من المرجح أن تظل أسعار الفائدة ضمن مستويات المنخفضة جداً لاسيما وأن التعافي الاقتصادي برهن على أنه غير مؤكد وغير متساو.	قد تحاول بريطانيا استقطاب المزيد من أنشطة الأعمال من دول التعاون، وتصدير المزيد من المنتجات البريطانية المصنعة إلى دول التعاون.	قد تزيد من تدفقات رؤوس الأموال إلى أسواق الأسهم الخليجية من بريطانيا.
بنك روسيا	بسبب الانكماش الاقتصادي، وارتفاع مستوى التضخم، تواجه روسيا تيارات معارضة مزدوجة من حيث القرارات المتعلقة بأسعار الفائدة. إذا كانت روسيا قادرة على التحكم بالتضخم نوعاً ما، عندها من المرجح جداً تخفيض سعر الفائدة.	تأثير ضئيل أو لا يوجد	بسبب الشكوك التي تحوم حول الاقتصاد والعملة الروسية، من المرجح أن تتجه المزيد من رؤوس الأموال الروسية إلى أسواق المال الخليجية بحثاً عن عوائد أفضل.

المصدر: وول ستريت جورنال

حتى في البلدان التي تشهد اليوم تعافي النمو مثل الولايات المتحدة وبريطانيا، يبدو توقيت رفع سعر الفائدة حتى الآن غير مؤكد. في غضون ذلك، خفضت الهند والدنمارك من معدلات الفائدة.

ورغم أهمية فهم الخطوات التي قامت بها مؤخرا البنوك المركزية، إلا أنه من الأجدى أيضا وضع تصور للتحركات المستقبلية المرجحة من قبل العديد من البنوك المركزية. لاشك أنه ستظهر بعض مستويات المضاربة، لاسيما وأن التوقعات يمكن أن تستند بشكل كبير على الاتجاهات الواضحة حالياً.

وتشير هذه العوامل كافة إلى ارتفاع مستويات التقلب لاحقاً، وتجسد سياسات الاستقطاب لدى البنوك المركزية في العديد من أجزاء العالم

### الجدول 3: بعض الإجراءات المرجحة مستقبلاً لعدد من البنوك المركزية، 2015

البنك المركزي	التفاصيل	الآثار التي تترتب على أسواق دول التعاون	الآثار التي تترتب على الأسواق
مجلس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي	رغم أن زيادة سعر الفائدة في الربع الأول من 2015 غير مرجحة، إلا أنه من المتوقع وصولها إلى مستوى يزيد قليلاً عن 1% في نهاية 2015، ما لم تحدث بعض التطورات الاقتصادية البارزة.	ستؤدي إلى زيادة تقييم الصناديق السيادية الخليجية في أميركا بسبب قوة الدولار.	ستقلص على الأرجح تدفقات رؤوس الأموال في الأسواق الخليجية من الولايات المتحدة.
بنك البرازيل المركزي	زيادة رفع سعر الفائدة متوقعة في غضون النصف الأول من 2015 نفسه، في محاولة لتخفيض الضغوط المفروضة من التضخم.	تأثير ضئيل أو لا يوجد	تأثير ضئيل أو لا يوجد
بنك كندا	من المرجح أن تؤثر ثروات النفط في الأسواق العالمية على توجهات أسعار الفائدة الاستراتيجية. إذا هبط سعر النفط بشكل دراماتيكي، من المتوقع أن تشهد أسعار الفائدة مزيداً من التخفيض.	ستجعل الواردات من كندا أرخص على دول التعاون.	تأثير ضئيل أو لا يوجد
بنك المكسيك	من المتوقع أن تبقى أسعار الفائدة ثابتة في الربع الأول من 2015. من المتوقع أن تتبع المكسيك نظرية الترقب والانتظار فيما يتعلق بقرارات سعر الفائدة بناءً على اتجاهات سعر الفائدة الأميركية.	تأثير ضئيل أو لا يوجد	تأثير ضئيل أو لا يوجد
بنك الشعب الصيني	أسعار الفائدة قد تنخفض في الربع الأول، مع تزايد الضغوط على تيسير شروط الائتمان لدعم النمو الاقتصادي المحلي الضعيف.	ستجعل الواردات من الصين أرخص على دول التعاون، بينما يجعل صادرات الخام الخليجية أكثر تكلفة على الصينيين.	رأس المال من الصين الباحث عن عوائد أفضل قد يدخل أسواقاً مثل السعودية والإمارات.

21 يناير 2015	رفع سعر الفائدة إلى 12.25% من أصل 11.75%	ارتفع مؤشر إيوفيسبا بنسبة 2.3% بفضل ارتفاع قيمة الكثير من أسهم البنوك. العملة البرازيلية ارتفعت بنسبة 0.5%.
19 يناير 2015	تخفيض سعر الفائدة من - 0.5% إلى - 0.2%.	هذه الخطوة جعلت الكرونة أقل جاذبية للمستثمرين، وخففت الضغوط على البنك المركزي للمحافظة على شراء اليورو.
22 يناير 2015	تخفيض سعر الفائدة على الودائع إلى - 0.35%	أسهم البنوك الدنماركية تأثرت سلباً. هبطت قيمة الكرونة قليلاً أمام الدولار.
20 يناير 2015	تخفيض سعر الفائدة "ريبو" لأجل أسبوع من 8.25% إلى 7.75%	مؤشر بورصة اسطنبول 100 قفز 1.4% بعد الإعلان. انخفضت قيمة الليرة التركية قرابة 1% أمام الدولار.
21 يناير 2015	تخفيض سعر الفائدة لليلة واحدة من 1% إلى 0.75%.	مؤشر الأسهم الرئيسية الكندي ارتفع بفضل تخفيض سعر الفائدة وتزامن مع انخفاض عالمي لأسعار الخام. وأقل مؤشر ستاندرد أند بورز/ تي إس إم إس على ارتفاع بنسبة 1.8%.
		هبط الدولار الكندي إلى أدنى مستوياته منذ 5 سنوات بعد الإعلان.
22 يناير 2015	الإعلان عن برنامج تسهيل كمي بقيمة تريليون يورو حتى سبتمبر 2016	تحسنت الأسهم الأوروبية إلى أفضل مستوى لها منذ 7 سنوات وذلك يوم الإعلان. انخفضت قيمة اليورو إلى أدنى مستوى لها أمام الدولار منذ 11 عاماً.
28 يناير 2015	الإعلان عن نيتها اتخاذ معايير لتخفيض قيمة الدولار السنغافوري	ارتفع مؤشر سوق الأسهم السنغافورية بنسبة 0.55% عند الإعلان. هبط الدولار السنغافوري لأدنى مستوى له أمام اليورو منذ 2010.

#### المصدر: مصادر إعلامية مختلفة

ومع نمو الاقتصاد العالمي بشكل معقد وغير مسبوق، يبدو أن البنوك المركزية ستفتقر إلى الأدوات الكافية لضبط التوازن بشكل صحيح. يُضاف إلى ذلك أن الاقتصاد العالمي يشهد تباطؤاً واضحاً في نموه. على سبيل المثال، في يناير 2015، خفّض البنك المركزي توقعاته للنمو العالمي خلال عامي 2015 و2016، بسبب الآفاق الاقتصادية الضعيفة في منطقة اليورو، واليابان، والأسواق الناشئة الرئيسية<sup>26</sup>. ففي عام 2014، نما الناتج المحلي الإجمالي الصيني بأبطأ وتيرة له في ربع قرن تقريباً. إذ نما الناتج المحلي الإجمالي عند 7.4% في 2014، وهو أدنى نسبة نمو منذ 1990.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> طومسون رويترز

<sup>27</sup> دبليو إم يو آر

قد يؤدي إلى تشوهات في النظام المالي العالمي<sup>25</sup>. و كثير من هذه التشوهات ربما تتوارى اليوم في تدفقات السيولة المفرطة وارتفاع نشاط الأسواق، لكن المخاطر قد تتكدس وتولد زعزعة مالية كبيرة. وقد يكون من المفيد في هذه المرحلة إلقاء نظرة على بعض التخفيضات التي شهدتها أسعار الفائدة في أنحاء من العالم، والخطوات الاستراتيجية الأخرى، في الأشهر الأربعة الماضية أو نحوها، وذلك من أجل التحقق مما إذا كان هناك نمط في قرارات البنوك المركزية.

## جدول 2: بعض الإجراءات الأخيرة التي اتخذتها بنوك مركزية- أكتوبر 2014 حتى يناير 2015

البنك المركزي	الإطار الزمني للإعلان	التفاصيل	الآثار المترتبة على أسواق الأسهم والعملات
بنك اليابان	31 أكتوبر 2014	الإعلان عن نية ضخ 80 تريليون ين (حوالي 725 مليار دولار) سنوياً كجزء من التسهيل الكمي	بعد يوم من الإعلان، ارتفع مؤشر داو بنسبة 1.1% ليلعب 17,930,52، ويحطم رقمه القياسي بأكثر من 100 نقطة. مؤشر ستاندرد آند بورز 500 ارتفع بمعدل 1.2% ليلعب 2,018,05، قرابة سبع نقاط مئوية مقارنة بارتفاعه السابق، بينما ارتفع مؤشر مركب ناسداك بنسبة 1.4% وهو أعلى إغلاق منذ مارس 2000. الدولار الأميركي ارتفع إلى أكثر من 112 ين، مستوى لم يشهده السوق منذ نهاية 2007.
بنك الشعب الصيني	21 نوفمبر 2014	تخفيض معدل الفائدة على القروض بمعدل 0.4 نقطة مئوية إلى 5.6%	صدر الإعلان يوم الجمعة، وفي يوم الاثنين، ارتفعت الأسهم الصينية لأعلى مستوى منذ 3 سنين. ارتفع مؤشر مركب شانغهاي للأسهم بنسبة 1.9% وصعد مؤشر الأسهم الصينية المتداولة في بورصة هونغ كونغ 3.8%، وهو الأعلى منذ سنة .
اليوان الصيني	فقد أعلى نسبة من قيمته منذ سبتمبر 2014.		
بنك الاحتياطي الهندي	15 يناير 2015	تخفيض سعر إقراضه الرئيسي من 8% إلى 7.75%	استعاد مؤشر بورصة الهند سنسكس حاجز الـ 28 ألف للمرة الأولى منذ 9 ديسمبر 2014. ارتفعت قيمة الروبية الهندية بنسبة 1% أمام الدولار.
البنك الوطني السويسري	15 يناير 2015	فك ارتباط سعر صرف الفرنك السويسري عن اليورو	بعد الإعلان فوراً عن إلغاء الربط، خسرت الأسهم السويسرية 98 مليار دولار من قيمتها، وهو أعلى تراجع منذ 26 عاماً. كما هبط مؤشر يوروفيرست بنسبة 2%، وشهدت عقود الأجل في وول ستريت معدلات سلبية. هبط اليورو إلى 0.80 فرنك سويسري قبل أن يتعافى قليلاً ويرتفع إلى 1.03 فرنك. كما ارتفعت قيمة الفرنك السويسري 25% أمام الدولار الأميركي ليصبح الفرنك يساوي 0.89 لكل دولار.
بنك البرازيل المركزي	29 أكتوبر 2014	رفع سعر الفائدة بمعدل 25 نقطة أساس إلى 11.25%	مؤشر ساو باولو إيبوفيسبا انخفض بنسبة 2.5% يوم الإعلان. تحسن الريال البرازيلي بنسبة 2% بعد الإعلان.
بنك البرازيل المركزي	3 ديسمبر 2014	رفع سعر الفائدة إلى 11.75% من أصل 11.25%	انخفض مؤشر إيبوفيسبا بنسبة 1.7% وسط مخاوف من تباطؤ النمو بسبب ارتفاع سعر الفائدة. لكن العملة البرازيلية ارتفعت بنسبة 0.6% أمام الدولار الأميركي.

<sup>25</sup> معهد التمويل الدولي

تعرضت له أسعار الخام والسلع الأخرى كان محفزاً على اتخاذ هذه الخطوة، والتي قد تساعد على التحكم بالتضخم. ومع ذلك، يشير محللون سياسيون واقتصاديون إلى أن البنك المركزي الهندي واجه مطالبات متتالية من حكومة بلاده لتخفيض سعر الفائدة بهدف دعم أي تعاف غير مؤكد، وتحفيز نمو اقتصاد البلاد القائم على الصادرات<sup>21</sup>.

و بينما من المتوقع أن يشرع البنك الوطني السويسري ببرنامج شراء سندات، من المرجح أن يرفع مجلس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي سعر الفائدة على المدى القصير في وقت لاحق من هذا العام. هذه الخطوة تجاه هذا الأمر تسبب بتأثيرات مضاعفة وقد يفرض بالبنوك المركزية للتصرف بانفعالية. على سبيل المثال، في 19 يناير 2015، خفضت الدنمارك سعر فائدها في محاولة منها لتقليص اهتمام المستثمرين بالكرونة قبيل أي تسهيل كمي متوقع من قبل البنك المركزي الأوروبي<sup>22</sup>. وكانت قيمة الكرونة الدنماركية ارتفعت أمام اليورو بعد الإجراء الذي قام به البنك الوطني السويسري في 15 يناير. ويأمل البنك المركزي الدنماركي أن يضعف تقليص سعر الفائدة من جاذبية الأصول التي تهيم عليها الكرونة أمام المستثمرين الذين يبحثون عن مناطق أخرى في أوروبا تحمل تصنيف AAA، وذلك ليضعوا أموالهم فيها. بالفعل سرعان ما أعلن البنك المركزي الأوروبي عن خطة تسهيل كمي في 22 يناير 2015، و خفضت الدنمارك سعر الفائدة بنحو إضافي.

وفقاً لمحافظ بنك الاحتياطي الهندي، راغوران راجان فإن: "الديون جعلت من الصعب على البلدان النامية استئناف معدلات نمو ما قبل 2008، ناهيك عن استعادة مستويات الناتج المحلي الإجمالي التي كان يمكن إحرازها لو أن الركود العظيم لم يحدث". ويرى السيد راجان أن النمو البطيء في الأسواق المتطورة أغلق مسار التنمية التقليدية بالنسبة للأسواق الناشئة مثل النمو القائم على التصدير. بالتالي، يتعين على الأسواق الناشئة الاعتماد أكثر على الطلب المحلي. ومع ذلك، قد يحمل هذا الأمر مخاطر المبالغة في برامج التحفيز، لاسيما وأن الحكومة قد تنفق الكثير من أجل تعزيز الطلب الاستهلاكي المحلي. علاوة على هذا، وفرة السيولة حول العالم نتيجة السياسة النقدية التيسيرية للغاية من قبل البلدان المتطورة قد تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أدنى مؤشر على النمو الاقتصادي. وهو ما قد يتسبب بفقاعات في أسعار الأصول وارتفاع مستويات التضخم. أثناء ذلك، ومع إمكانية تقييد الولايات المتحدة للضوابط الائتمانية، وإقدام الاتحاد الأوروبي على تخفيفها، تنطلق القوى المعارضة التي قد تسبب تقلب الأسواق المالية، لاسيما وأن "الأموال الساخنة" تتحرك بسرعة بحثاً عن عوائد في كل اتجاه يُظهر جدوى الاستثمار فيه.

في غضون ذلك، مثل الهند عبر زيادة أمولة الاقتصاد (Financialization)<sup>23</sup>. واعترف الكثير من المحللين صراحة بأنهم لا يعرفون أو لا يفهمون كيف سينتهي المطاف بالسيناريو الكلي لظاهرة معدلات الفائدة الصفر أو السلبية<sup>24</sup>. وانطلقت لتوها تحذيرات تقول أن استمرار نسب الفائدة الصفرية أو السلبية للغاية لفترات طويلة

تبنى سيناريو ائتماني أيسر في ناحية اقتصادية رئيسية وتقييد الضوابط الائتمانية في ناحية أخرى يرمز إلى نظام اقتصادي عالمي غير متوازن بنطاق واسع

قد تخلق سياسة التسهيل الكمي وإجراءات تخفيض قيمة عملات تنافسية ذات صلة في الاقتصاديات المتقدمة تطورا اقتصادية منحرفا بشكل ملحوظ في الأسواق الناشئة

<sup>21</sup> وول ستريت جورنال

<sup>22</sup> وول ستريت جورنال

<sup>23</sup> وول ستريت جورنال

<sup>24</sup> كامبرلاند ادفايسرز

## هل من مفاجآت أخرى قادمة؟

تدعو الخطوة التي قام بها البنك الوطني السويسري من حيث إلغاء السقف، إلى القلق لاسيما وأنها تأتي في ظرف تاريخي مالي عالمي سعى خلاله صناع السياسة إلى استرضاء الأسواق<sup>17</sup>. ويرى المحللون أن رغبة البنك المركزي السويسري في الإقدام على هذه مثل هذا النوع من الخطوات التي تسبب الصدمات يعود إلى الخيارات الصعبة التي يواجهها كحامي لعملية "الملاذ الآمن". وفي ظل انحراف السياسات النقدية على مستوى العالم، ونية مجلس الاحتياطي الفدرالي زيادة معدلات الفائدة، وتحول البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان في الاتجاه الآخر، على سبيل المثال، بينما يتصارع البنك المركزي الأوروبي والبنك الوطني السويسري مع مخاطر الانكماش، يتعين على البنوك البريطانية والأميركية تحقيق التوازن في السياسة النقدية المتساهلة للغاية على شكل معدلات فائدة ضئيلة.

من المرجح أن تتعرض البنوك المركزية لمزيد من الارتباك والفوضى بسبب تعثر محاولات التنسيق والتعاون فيما بينها. ومن المتوقع أن يشهد التعاون بين البنوك المركزية ضغوطا بسبب الطبيعة المزدوجة للتحديات التي تواجهها البنوك الرئيسية

وإذا صح ذلك، ينبغي أن يأخذ صناع السياسة هذا الأمر في الحسبان، بالنسبة للخطوات المستقبلية المتخذة من قبل البنوك المركزية<sup>18</sup>. وبحسب بعض المحللين، لم يكن البنك المركزي السويسري مجبراً على إلغاء السقف لأسباب مضاربة. كما لم يكن بادياً أي أزمة مالية في المستقبل القريب بحيث تضر الأسواق السويسرية أو الاقتصاد. بالتالي، كان يتعين على البنك المركزي السويسري، نظرياً، الحفاظ على السقف، وشراء المزيد من النقد الأجنبي. إلا أنه في سويسرا ذاتها، طالت الانتقادات المحلية البنك المركزي السويسري بسبب تكديسه لكميات كبيرة من النقد الأجنبي خاصة اليورو. وعبرت الجهات المحافظة في المؤسسة السويسرية عن عدم ارتياحها للمخاطر التي خلقها انكشاف البنك الوطني السويسري على سندات منطقة اليورو. والواقع هو أن حزب الشعب السويسري المحافظ اقترح مبادرة "أنقذوا ذهبنا السويسري"، التي من شأنها إجبار البنك المركزي على زيادة احتياطياته من الذهب إلى 20% من أصوله من أصل 8% تقريباً<sup>19</sup>. وطرحت هذه القضية للاستفتاء في نوفمبر 2014.

بات الاعتقاد السائد هو أن خطوة البنك الوطني السويسري كانت سياسية في طبيعتها أكثر منها اقتصادية

على الرغم من فشل الاستفتاء، لكن في حال نجاحه لكان قيد السلطات السويسرية من بيع احتياطياتها من الذهب، الذي قد يهدد قدرتها في الدفاع عن إلغاء السقف الحالي. بعد تعثر الاستفتاء، كان رد البنك المركزي مطمئناً إذ أعلن عزمه الدفاع عن السقف، بما في ذلك تبني معايير كسراء كميات غير محدودة من النقد الأجنبي. ورغم فشل الاستفتاء، يقول العديد من المحللين أن آفاق التسهيل الكمي ذو النطاق الواسع من قبل البنك الوطني السويسري إلى جانب التراجع الأخير لليورو أمام الدولار الأميركي، عزز من الضغوط السياسية الرامية إلى إلغاء السقف المحدد على ربط سعر صرف الفرنك السويسري أمام اليورو. وهو ما قد يفسر التحول السياسي المفاجئ الذي أقدم عليه "الوطني السويسري"، لاسيما وأنه جاء قبل أيام من الدعم الفاعل العلني لإلغاء السقف. وقد يكون للضغوط السياسية يد في التأثير على قرار البنك المركزي الأخير أيضاً.

ففي 14 يناير 2015، خفّض البنك المركزي الهندي من نسبة فائدته على المدى القصير بمعدل ربع نقطة مئوية<sup>20</sup>. وتدل المؤشرات على أن الانخفاض الحاد الذي

<sup>17</sup> وول ستريت جورنال

<sup>18</sup> ماركوس برانامير، جامعة برينستون

<sup>19</sup> طومسون رويترز

<sup>20</sup> ذي نيويورك تايمز

480 مليار دولار، أي ما يساوي حوالي 70% من إجمالي الناتج المحلي لسويسرا<sup>8</sup>.

أدت هذه الخطوة التي اتخذها البنك المركزي إلى إثارة المخاوف من إمكانية زعزعة استقرار البنوك المركزية<sup>9</sup>. ويرى الكثير من المحللين أن تلك الخطوة لإلغاء ربط العملة كانت مبنية على مخاوف تتعلق باجتماع البنك المركزي الأوروبي الذي كان مقررا في 22 يناير 2015 وإقدامه على طرح مجموع من برامج التسهيل الكمي، الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع سعر اليورو في سويسرا بصفتها ملاذا آمناً. مع ذلك، وفي محاولة من البنوك المركزية الرئيسية في العالم لتهدئة الأسواق من خلال طرح توجيهات بعيد الأجل عن السياسة النقدية، زعزعت الخطوة التي قام بها المركزي السويسري الثقة في البيانات الصادرة عن البنوك المركزية<sup>10</sup>.

توجد مخاوف متنامية من اندلاع حرب عملات غير متعمدة

علاوة على ذلك، ففي 22 يناير 2015، أعلن البنك المركزي الأوروبي عن زيادة شرائه لسندات صادرة من حكومات مركزية في منطقة اليورو وهيئات ومؤسسات أوروبية أخرى<sup>11</sup>. وقد تصل الأصول الشهرية مجتمعة التي يشتريها المركزي الأوروبي إلى 60 مليار يورو، ومن المتوقع تنفيذ هذا البرنامج حتى سبتمبر 2016 على الأقل. هذا يعني أن أكثر من تريليون يورو أو ما يعادل 1.16 تريليون دولار من الأموال الجديدة ستندفق إلى منطقة اليورو<sup>12</sup>. ورغم ما ستوفره هذه الخطوة من توافر سيولة إضافية قد تعزز الطلب الاستهلاكي وتنعش الأسواق المالية، إلا أن البعض الآخر يحذر من أن التراجع الناتج لليورو مقابل الدولار والعملات الرئيسية الأخرى قد يؤدي بدون قصد إلى حالة من التنافسية بين العملات تتعلق بتخفيض نسب الفائدة<sup>13</sup>.

على سبيل المثال، في محاذاة الخطوة التي قام بها البنك المركزي السويسري (22 يناير 2015)، أعلن بنك كندا عن تخفيض نسبة الفائدة بمعدل 25 نقطة أساس إلى 0.75%، معللاً سبب ذلك بالانخفاض الحاد في أسعار النفط باعتباره عبئاً على الاقتصاد الكندي<sup>14</sup>. في غضون ذلك، خفضت الدنمارك معدلات الفائدة مرتين في غضون 4 أيام. ففي 19 يناير 2015، قلصت البلاد نسبة الفائدة على الودائع من 0.05% إلى 0.2%<sup>15</sup>. رغم ذلك، وبعد فترة وجيزة من إعلان البنك المركزي السويسري في 22 يناير عن برنامج تحفيز، لجأت الدنمارك إلى تخفيض معدل فائدتها إلى 0.35%<sup>16</sup>. وتأتي الخطوات التي اتخذتها الدنمارك في إطار تجنبها أن تصبح عملتها ملاذاً آمناً من حيث تخزين القيمة، نظراً إلى تراجع اليورو على حساب السيولة الفائضة. بالأساس، قامت الدنمارك بتلك الخطوة من أجل تجنب ارتفاع قيمة عملتها بشكل كبير.

8 ذي ايكونوميست

9 فاينانشال تايمز

10 طومسون رويترز

11 البنك المركزي الأوروبي

12 وول ستريت جورنال

13 الغارديان

14 بيزنس سبيكتاتور

15 وول ستريت جورنال

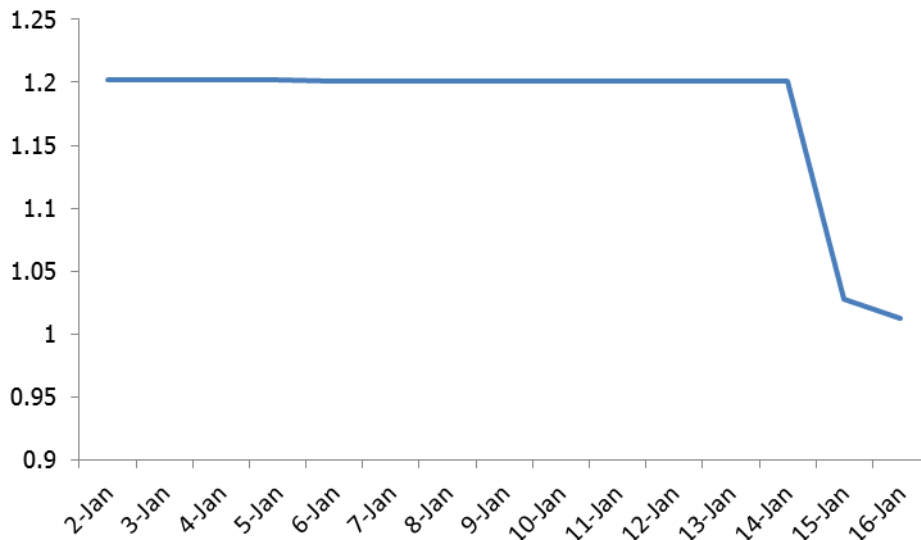
16 وول ستريت جورنال



- أعلن البنك أيضاً عن تخفيض معدل الودائع لليلة واحدة إلى أقل من 0.75% من 0.25%. وجدير بالملاحظة أنه لم يسبق أن قام بنك مركزي رئيسي بمثل هذه الخطوة بحيث خفض نسبة فائدته إلى معدل سلبي.
  - وسع البنك المركزي السويسري أيضاً من النطاق المستهدف لنسبة الفائدة (الليور) إلى -1.25%، و-0.25% من أصل -0.75% إلى -0.25%.
- أكد البنك أن ربط سعر الصرف بالأصل كان سياسة انتقالية فقط للسماح للاقتصاد بالتكيف مع عملة قوية<sup>3</sup>. هذا وارتفع سعر الفرنك السويسري مباشرة أمام اليورو بعد إلغاء السقف.

تسبب قرار البنك المركزي السويسري برفع السقف الذي حدده لربط سعر صرف عملته أمام اليورو بحد أدنى 1.20 يورو، في ارتفاع سعر صرف الفرنك بنسبة 40% أمام اليورو في 15 يناير

الشكل 1: سعر صرف اليورو مقابل الفرنك السويسري، 2 يناير 2015- 16 يناير 2015



المصدر: البنك المركزي الأوروبي

كما ارتفع الفرنك السويسري 30% أمام الدولار، و15% أمام الجنيه الإسترليني<sup>4</sup>. وكان مسؤول كبير في المركزي السويسري صرح في 12 يناير 2015 عن دعم للسقف، مطلقاً عليه حجر أساس في السياسة الاقتصادية السويسرية<sup>5</sup>. لكن في تحول سياسي مفاجئ، كان التخلي عن ربط العمل متوقعاً من قبل البنك المركزي السويسري في سياق زيادة تدفقات الأموال الساخنة إلى سويسرا، بالنسبة للمستثمرين الباحثين عن ملاذ آمن<sup>6</sup>.

ومع ذلك، على الصعيد الآخر، احتاجت سويسرا إلى شراء كمية كبيرة من النقد الأجنبي، الأمر الذي ساهم بدوره في تضخم الميزانية العمومية للبنك<sup>7</sup> المركزي. وفي 2014، بلغت احتياطات العملات الأجنبية في البنك الوطني السويسري

كان تحديد سقف لربط سعر صرف الفرنك أمام اليورو ساعد الاقتصاد السويسري القائم على الصادرات بعد الأزمة الاقتصادية التي شهدتها الأسواق في 2007

<sup>3</sup> أيه إكس إيه انفستمنت مانجرز

<sup>4</sup> ذي اندبندنت

<sup>5</sup> طومسون رويترز

<sup>6</sup> طومسون رويترز

<sup>7</sup> وول ستريت جورنال

ربط عدد من العملات  
الخليجية سعر صرفها بالدولار  
الأميركي يعزز استقرار العملة

وبات الاعتقاد السائد هو أن خطوة البنك الوطني السويسري كانت سياسية في طبيعتها أكثر منها اقتصادية. وإذا صح ذلك، ينبغي على صناع السياسة أن يأخذوه بعين الاعتبار بالنسبة للخطوات المستقبلية التي قد تقدم عليها البنوك المركزية. وفي ظل اختلاف السياسات النقدية على صعيد العالم، وبعد تصريح مجلس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي من أنه يفكر بزيادة سعر الفائدة، وتحوّل البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان في الاتجاه الآخر، من المرجح أن تشهد البنوك المركزية المزيد من حالات الفوضى والارتباك نتيجة تعثر أفق التعاون والتنسيق فيما بينها.

وأثارت الخطوة المفاجئة التي اتخذتها العديد من البنوك المركزية مخاوف المستثمرين من أن تؤدي نسبة كبيرة من الخسائر المصرفية وانهيار الصناديق إلى موجة مستمرة من اضطرابات تعم الأسواق. هذا الأمر بدوره زاد المخاوف حيال عدم قدرة البنوك المركزية الحصول على برامج إنقاذ مجدداً مثل معيار التسهيل الكمي، وذلك لأن النتائج تبدو غير مرضية جداً من حيث تعزيز حتى النمو الاقتصادي حول العالم. أما ضخ المزيد من السيولة عبر معايير التسهيل الكمي فأسفر عنها إلى حد بعيد استخدامها لتعزيز فئات أصول كانت تعاني بالأصل من انحراف وذلك لصالح الأثرياء، وذلك بحسب ما ذكره بحث أخير.

ومع إقدام العديد من البلدان إلى تخفيض قيمة عملاتها من أجل تعزيز صادراتها، من المرجح أن يرفع الدولار الأمريكي من قيمة العديد من العملات الخليجية أمام اليورو وعملات أسواق ناشئة أخرى مثل الهند. وهو ما قد يساعد في تخفيض تكلفة الواردات وبالتالي تراجع الضغوط التضخمية بين دول المنطقة. كما يتوقع أن ترتفع قيمة أصول الكثير من صناديق الثروات السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي التي يهيمن الدولار عليها، مع صعود سعر العملة الأميركية. قد يساعد هذا الشيء على موازنة بعض الضغوط المتراكمة في الميزانيات العمومية لدول التعاون نتيجة تراجع سعر النفط. بعض المحللين أيضاً يرى أن ربط عدد من العملات الخليجية سعر صرفها بالدولار الأمريكي يعزز استقرار العملة.

في 15 يناير 2015، ألغى  
البنك الوطني السويسري  
سعر ربط صرف الفرنك  
السويسري مع اليورو

### فك ارتباط الفرنك السويسري المفاجئ: بداية أم اتجاه؟

في 15 يناير 2015، ألغى البنك الوطني السويسري (البنك المركزي السويسري) سعر ربط صرف الفرنك السويسري مع اليورو بحد أدنى 1.20 فرنك سويسري لليورو<sup>1</sup>. يمكن تلخيص أهم أحداث 15 يناير 2015 فيما يتعلق بقرار البنك المركزي السويسري كالآتي<sup>2</sup>:

- تخلى البنك الوطني السويسري عن السقف الذي حدده في سبتمبر 2011، لربط سعر صرف الفرنك السويسري أمام اليورو بمعدل لا يزيد عن 1.20 فرنك سويسري لكل يورو. هذا الأمر في الواقع ساهم في الحد من تقييم الفرنك السويسري في ذروة الأزمة التي طرأت على منطقة اليورو. وكان ينظر إليه بمثابة محاولة لصد الانكماش أيضاً.

<sup>1</sup> طومسون رويترز

<sup>2</sup> نورثيرن ترانست، طومسون رويترز، ناسداك

## صدمات البنوك المركزية ما هو القادم؟

مقدمة

أبريل 2015

جدول 1: بعض الخطوات التي اتخذتها مؤخراً بنوك مركزية

البنك المركزي	الإطار الزمني للإعلان	التفاصيل	الآثار المترتبة على أسواق الأسهم والعملات
بنك اليابان	31 أكتوبر 2014	الإعلان عن نية ضخ 80 تريليون ين (حوالي 725 مليار دولار) سنوياً كجزء من التسهيل الكمي	بعد يوم من الإعلان، ارتفع مؤشر داو بنسبة 1.1% ليبلغ 17,930.52، وبحطم رقمه القياسي بأكثر من 100 نقطة. مؤشر ستاندرد أند بورز 500 ارتفع بمعدل 1.2% ليبلغ 2,018.05. قرابة سبع نقاط مئوية مقارنة بارتفاعه السابق، بينما ارتفع مؤشر مركب ناسداك بنسبة 1.4% وهو أعلى إغلاق منذ مارس 2000. الدولار الأمريكي ارتفع إلى أكثر من 112 ين، مستوى لم يشهده السوق منذ نهاية 2007.
بنك الشعب الصيني	21 نوفمبر 2014	تخفيض معدل فائدة القروض لسنة واحدة بنسبة 0.4 نقطة مئوية إلى 5.6%	صدر الإعلان يوم الجمعة، وفي يوم الاثنين، ارتفعت الأسهم الصينية لأعلى مستوى منذ 3 سنين. ارتفع مؤشر مركب شانغهاي للأسهم بنسبة 1.9% وصعد مؤشر الأسهم الصينية المتداولة في بورصة هونغ كونغ 3.8%، وهو الأعلى منذ سنة.
اليوان الصيني فقد أعلى نسبة من قيمته منذ سبتمبر 2014.			
البنك الوطني السويسري	15 يناير 2015	فك ربط سعر صرف الفرنك السويسري باليورو	بعد الإعلان فوراً عن إلغاء الربط، خسرت الأسهم السويسرية 98 مليار دولار من قيمتها، وهو أعلى تراجع منذ 26 عاماً. كما هبط مؤشر يوروفيرست بنسبة 2%، وشهدت عقود الأجل في وول ستريت معدلات سلبية. هبط اليورو إلى 0.80 فرنك سويسري قبل أن يتعافى قليلاً ويرتفع إلى 1.03 فرنك. كما ارتفعت قيمة الفرنك السويسري 25% أمام الدولار الأمريكي ليصبح الفرنك يساوي 0.89 لكل دولار.
البنك المركزي الأوروبي	22 يناير 2015	الإعلان عن خطة تسهيل كمي بـ 3 تريليون يورو (حتى سبتمبر 2016)	تحسنت الأسهم الأوروبية إلى أفضل مستوى لها منذ 7 سنوات وذلك بعد الإعلان. انخفضت قيمة اليورو إلى أدنى مستوى لها أمام الدولار منذ 11 عاماً.

المصدر: مصادر إعلامية متنوعة

في 15 يناير 2015، ألغى البنك الوطني السويسري (البنك المركزي السويسري) سعر ربط صرف الفرنك السويسري مع اليورو بحد أدنى 1.20 فرنك سويسري لليورو. وأكد البنك أن ربط سعر الصرف لم يكن سوى سياسة انتقالية لإتاحة الفرصة أمام الاقتصاد التكيف مع عملة قوية. وأدت هذه الخطوة التي أقدم عليها "المركزي السويسري"، وسببت بلبلة في أسواق العملات، إلى إثارة مخاوف من إمكانية زعزعة استقرار البنوك المركزية الأخرى.

أبرز ما تضمنه البحث:

مراجعة لبعض الخطوات التي قامت بها بنوك مركزية مؤخراً في أنحاء العالم والإجراءات المتوقعة لاحقاً

بحوث مارمور متاحة على  
Bloomberg - Type "MRKZ"  
<Go>

Thomson Research,  
Reuters Knowledge  
Nooz

Zawya Markets  
ISI Emerging markets  
Capital IQ

FactSet Research Connect  
TheMarkets.com

م.د. راجو

محلل مالي معتمد. مدير مخاطر  
مالية

رئيس قسم الأبحاث  
+965 2224 8280

[RMandagolathur@markaz.com](mailto:RMandagolathur@markaz.com)

ن.س. كارثيك راميش

مدير - البحوث

+965 2224 8000 تحويله: 4611

[KRamesh@markaz.com](mailto:KRamesh@markaz.com)

سودهاكاران جامبالا

محلل السياسات

+965 2224 8000 تحويله: 4613

[sjampala@markaz.com](mailto:sjampala@markaz.com)

[www.e-marmore.com](http://www.e-marmore.com)