

## مرحلة لم يكن لها أن تمر بسهولة

يبدو للوهلة الأولى أن الاقتصاد العالمي مهيباً في الظاهر للتعافي بالتدريج من الضربات القوية التي سددتها له كل من الجائحة والحرب الروسية غير المبررة في أوكرانيا. فالصين أخذت في التعافي بقوة بعد إعادة فتح اقتصادها. والاضطرابات في سلاسل الإمداد أخذت في التراجع، بينما الاختلالات في أسواق الطاقة والغذاء الناجمة عن الحرب تواصل انحسارها. وفي نفس الوقت، فإن التشديد الكبير والمتزامن للسياسة النقدية من قِبَل معظم البنوك المركزية من المتوقع أن يبدأ في أن يؤثر ثماره، مع تحرك التضخم وعودته إلى مستوياته المستهدفة. وتشير أحدث تنبؤاتنا إلى أن النمو العالمي سيستقر عند أدنى مستوياته وهو ٢,٨٪ هذا العام قبل أن يرتفع قليلاً إلى ٣٪ في ٢٠٢٤. والتضخم العالمي سينخفض، وإن كان بوتيرة أبطأ مما كان متوقعا في البداية، من ٨,٧٪ في ٢٠٢٢ إلى ٧٪ هذا العام و٤,٩٪ في ٢٠٢٤.

وعلى وجه الخصوص، فإن اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية تُمضي قُدماً بقوة في كثير من الحالات، مع صعود معدلات النمو (على أساس مقارنة ربع عام رابع إلى آخر) من ٢,٨٪ في ٢٠٢٢ إلى ٤,٥٪ هذا العام. ويتركز تباطؤ النشاط في الاقتصادات المتقدمة ولا سيما منطقة اليورو والمملكة المتحدة، حيث يُتوقع هبوط النمو (كذلك على أساس مقارنة ربع عام رابع إلى آخر) إلى ٠,٧٪ و-٠,٤٪، على التوالي، هذا العام قبل أن يتعافى ويصل إلى ١,٨٪ و٢٪ في ٢٠٢٤.

ورغم ذلك، تكمن في الباطن اضطرابات متزايدة، كما أن الوضع هش للغاية، مثلما تذكرنا نوبة عدم استقرار البنوك في الآونة الأخيرة.

والتضخم أكثر جموداً من المتوقع حتى منذ بضعة أشهر ماضية. وبينما التضخم العالمي قد تراجع، فذلك يعزى في معظم الحالات للانعكاس الحاد في أسعار الطاقة والغذاء. غير أن التضخم الأساسي، مع استبعاد مكونات الطاقة والأغذية المتقلبة، لم يبلغ ذروته بعد في كثير من البلدان، ومن المتوقع أن ينخفض إلى ٥,١٪ هذا العام (على أساس مقارنة ربع عام رابع إلى آخر) أي رفع التنبؤات بنسبة كبيرة تبلغ ٠,٦ نقطة مئوية مقارنة بتقريرنا عن المستجدات في يناير، أي أعلى بكثير من المستوى المستهدف.

ويبدي النشاط الاقتصادي كذلك دلائل على صلابته، إذ تظل أسواق العمل متمسكة بنقص المعروض بالمقاييس التاريخية في معظم الاقتصادات المتقدمة. وفي المرحلة الراهنة من

دورة التشديد، كان المتوقع أن نرى دلائل أقوى على تراجع الناتج والتوظيف. وبدلاً من ذلك، رُفعت تقديرات كل من الناتج والتضخم لربعي العام الماضيين، مما يشير إلى زيادة قوة الطلب عن المتوقع، وهو ما قد يتطلب زيادة تشديد السياسة النقدية أو الإبقاء على موقفها الأكثر تقييداً لفترة أطول.

هل ينبغي لنا أن نقلق من مخاطر حدوث دوامة من الارتفاعات المتعاقبة في الأجور والأسعار خارج نطاق السيطرة؟ لم تتكون لدي قناعة بعد حتى هذه اللحظة. فلا يزال تضخم الأجور الاسمية متأخراً كثيراً عن تضخم الأسعار، وهو ما ينطوي على تراجع حاد وغير مسبوق في الأجور الحقيقية. ونظراً لنقص المعروض في أسواق العمل، من غير المرجح أن يبقى الحال على ما هو عليه، ويتوقع تعافي الأجور الحقيقية. وكانت هوامش أرباح الشركات قد ارتفعت في السنوات الأخيرة — وهذا هو الوجه الآخر للارتفاع الحاد في الأسعار مع ارتفاع محدود فحسب في الأجور — وينبغي لها أن تكون قادرة على استيعاب ارتفاع تكاليف العمالة في المتوسط. وطالما أن التوقعات التضخمية لا تزال ثابتة، لا يتوقع خروج تلك العملية عن نطاق السيطرة. غير أنها قد تستغرق بعض الوقت.

والأمر الأكثر مدعاة للقلق هو أن التشديد الحاد للسياسة النقدية على مدار الاثني عشر شهراً الماضية بدأ يؤدي إلى ظهور آثار جانبية خطيرة في القطاع المالي، وهذا ما حذرنا مراراً من احتمال حدوثه (عدد أكتوبر ٢٠٢٢ من تقرير مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي، وعدد يناير ٢٠٢٣ من تقرير مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي). فبعد فترة مطولة من انخفاض التضخم والتدني الشديد في أسعار الفائدة، أفضى التشديد السريع للسياسة النقدية العام الماضي إلى تكبد خسائر فادحة في الأصول طويلة الأجل ذات الدخل الثابت. ويعتمد استقرار أي نظام مالي على قدرته على استيعاب الخسائر دون اللجوء إلى أموال دافعي الضرائب. ومن خلال حالة عدم الاستقرار المالي التي شهدتها سوق سندات الخزنة البريطانية في المملكة المتحدة في فصل الخريف الماضي واضطراب الجهاز المصرفي في الولايات المتحدة مع انهيار بضع بنوك إقليمية، يتضح أن هناك مواطن ضعف جسيمة على مستوى البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية على حد سواء. وفي كلتا الحالتين، اتخذت السلطات إجراءً سريعاً وقويًا وتمكنت من احتواء الأزمة من الانتشار حتى الآن (عدد إبريل ٢٠٢٣ من تقرير الاستقرار المالي العالمي). غير أن النظام المالي قد يوضع على المحك من جديد.

ومرة أخرى، مخاطر التطورات السلبية هي السائدة. وغالباً ما يبحث المستثمرون الذي يساورهم القلق عن الحلقة الأضعف

كذلك على إعادة بناء هوامش الأمان المالي التي توجد حاجة ماسة إليها ويساعد على تعزيز الاستقرار المالي (الفصل ٣ في عدد إبريل ٢٠٢٣ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وعدد إبريل ٢٠٢٣ من تقرير الراصد المالي).

وإذا ظهرت أزمة مالية نظامية في الأفق، سيتعين إعادة معايرة السياسة بحرص وفي الوقت المناسب لحماية النظام المالي والنشاط الاقتصادي على حد سواء. ومن الضروري التأكيد على أن الحال ليس كذلك في الوقت الراهن، حتى وإن كنا نتوقع حدوث مزيد من الهزات المالية. وينبغي للأجهزة التنظيمية والرقابية أن تتخذ إجراء الآن لضمان عدم تحولها إلى أزمة مالية مكتملة الأركان من خلال الفعالية في إدارة ضغوط السوق وتعزيز الرقابة. وبالنسبة لاقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، فبمعنى ذلك أيضا ضمان إمكانية الوصول بالشكل المناسب إلى شبكة الأمان المالي العالمية، بما فيها الاتفاقات الوقائية مع صندوق النقد الدولي، والاستفادة من الآلية التي يوفرها الاحتياطي الفيدرالي وهي «تسهيل إعادة الشراء للسلطات النقدية الأجنبية والدولية»، أو من خطوط المبادلة في البنوك المركزية، إذا استدعى الأمر. وينبغي تعديل أسعار الصرف قدر الإمكان ما لم يكن فعل ذلك يثير مخاطر على الاستقرار المالي أو يهدد استقرار الأسعار، تماشيا مع «إطار السياسات المتكامل». وأخيرا، تشير أحدث توقعاتنا كذلك إلى تباطؤ كلي في التنبؤات للنمو على المدى المتوسط. فقد تراجع التنبؤات للنمو في الخمس سنوات القادمة باطراد من ٤,٦٪ في ٢٠١١ إلى ٣٪ في ٢٠٢٣. ويُعزى بعض هذا التراجع إلى تباطؤ النمو في اقتصادات كانت من قبل تنمو بسرعة مثل الصين وكوريا. وهذا أمر يسهل التنبؤ به: النمو يتباطأ مع تقارب البلدان. ولكن بعض حالات التباطؤ التي ظهرت مؤخرا قد ترجع كذلك إلى قوى مثيرة لقلق أكبر من القلق: التأثير الغائر الذي خلفته الجائحة، وتباطؤ وتيرة الإصلاحات الهيكلية، وكذلك تزايد المخاوف من التشتت الجغرافي-الاقتصادي الذي يؤدي إلى مزيد من التوترات التجارية، وانخفاض الاستثمار المباشر، وتباطؤ وتيرة الابتكار واعتماد التكنولوجيا عبر «تكتلات» مشتتة (الفصل ٤ في عدد إبريل ٢٠٢٣ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). وفي عالم مشتت، من غير المرجح أن يتحقق التقدم للجميع أو أن يسمح لنا بمعالجة تحديات عالمية مثل تغير المناخ أو التأهب لمواجهة الجوائح. ويجب أن نتلافى ذلك المسار بأي ثمن.

بيير-أوليفيه غورينشا  
المستشار الاقتصادي

التالية، كما فعلوا مع بنك كريدي سويس، وهو بنك أوروبي مؤثر في النظام العالمي لكنه متعثر. وقد يكون الهدف التالي هو المؤسسات المالية ذات المستويات المفرطة من الرفع المالي أو مخاطر الائتمان أو التعرض لمخاطر أسعار الفائدة، أو شديدة الاعتماد على التمويل قصير الأجل، أو الكائنة في مناطق اختصاص ذات حيز مالي محدود. وكذلك حال البلدان التي يُنصّر أن أساسياتها الاقتصادية أضعف. ويمكن أن يترتب على التشديد الحاد للأوضاع المالية العالمية — أي صدمة «تجنب المخاطر» — تأثير كبير للغاية على أوضاع الائتمان والموارد العامة ولا سيما في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، مع خروج تدفقات رأسمالية كبيرة، وحدث ارتفاع مفاجئ في علاوات المخاطر، وارتفاع سعر الدولار في ظل الاندفاع نحو الأمان، وهبوط النشاط الاقتصادي العالمي بشكل كبير وسط أجواء تراجع الثقة وانخفاض إنفاق الأسر والاستثمار. وفي ظل هذا السيناريو من التطورات السلبية الحادة، قد يوشك نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي العالمي على الهبوط — وتشير تقديراتنا إلى أن احتمالية الوصول إلى هذه النتيجة تقرب من ١٥٪.

وبالتالي، نحن ندخل الآن في مرحلة خطيرة يظل النمو الاقتصادي فيها منخفضا بالمعايير التاريخية، بينما ازدادت المخاطر المالية، ولكن التضخم لم يتجاوز المنعطف الحرج بشكل حاسم بعد. وسوف يتعين على صناع السياسات، أكثر من أي وقت مضى، التحلي بالصمود والتواصل بوضوح. وسوف يتوقف المسار المناسب الذي يتخذه على حالة النظام المالي. فطالما ظل النظام المالي مستقرا بشكل معقول، كما هو الحال في الوقت الراهن، ينبغي أن تظل السياسة النقدية مركزة بحسم على تخفيض التضخم. وبارقة الأمل هي أن الاضطراب المصرفي سيساعد على إبطاء النشاط الكلي مع تقليص البنوك للإقراض في مواجهة تكاليف التمويل الآخذة في الارتفاع والحاجة إلى التحلي بمزيد من الحكمة. والمتوقع من هذا الأمر في حد ذاته أن يخفف الحاجة إلى مزيد من التشديد النقدي. ولكن أي توقع بأن البنوك المركزية ستتخلى عن مكافحة التضخم سيكون له تأثير معاكس: تخفيض العائدات، ودعم النشاط على نحو يتجاوز ما تبرره الحاجة، وتعقيد مهمة البنوك المركزية. وقد يكون لتشديد سياسة المالية العامة دور حيوي كذلك. فمن خلال تهدئة النشاط الاقتصادي، يمكنها أن تدعم السياسة النقدية، وهو ما يسمح بتعجيل عودة أسعار الفائدة الحقيقية إلى مستواها الطبيعي المنخفض (الفصل ٢ في عدد إبريل ٢٠٢٣ من تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). ويمكن للتصميم الملائم لعمليات ضبط أوضاع المالية العامة أن يساعد