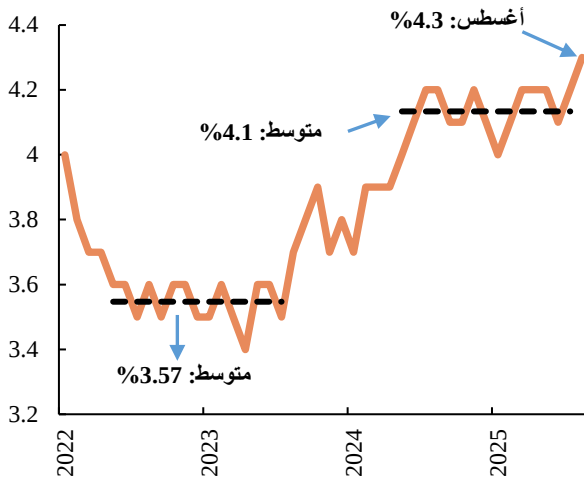


## بنك الاحتياطي الفيدرالي من المرجح أن يخفض أسعار الفائدة بوتيرة أبطأ مما تتوقعه الأسواق

معدل البطالة في الولايات المتحدة  
(معدل موسميًا)



المصادر: مكتب إحصاءات العمل، قسم الاقتصاد في QNB

ولا تزال قراءة شهر أغسطس لمعدل البطالة، والتي تبلغ 4.3%، في نطاق يُعتبر متسقاً مع التوظيف المتوازن. وجدير بالذكر أنه حتى عند الأخذ في الاعتبار التأثير الناشئ للذكاء الاصطناعي على سوق العمل، يشير إجماع السوق إلى أن معدل البطالة سيبلغ 4.4% بحلول نهاية عام 2026. وبشكل عام، فإن التراجع الطفيف في أسواق العمل يدعو إلى تيسير السياسة النقدية بشكل تدريجي أبطأ مما تتوقعه الأسواق.

ثانياً، لا تزال المؤشرات الرائدة لقطاع الخدمات تشير إلى توسع إيجابي، ولو كان طفيفاً. وتؤكد آخر بيانات مؤشر مديري المشتريات استقرار الوضع في هذا القطاع. مؤشر مديري المشتريات هو مؤشر موثوق قائم على الاستبيانات، يوفر مقياساً لمدى التحسن أو التدهور في النشاط الاقتصادي. ويُعد مستوى 50 نقطة في المؤشر بمثابة عتبة تفصل ظروف الأعمال الانكماشية (أقل من 50) عن التوسعية (فوق 50). منذ أوائل عام 2023، ظل مؤشر مديري المشتريات لقطاع الخدمات يتذبذب في الغالب فوق عتبة 50 نقطة، وهذا يشير إلى التوسع. في الأشهر الثلاثة الماضية، حقق المؤشر متوسط 51 نقطة، مما يشير إلى أن هذا القطاع الرئيسي لا يزال يتوسع بوتيرة متوازنة، وهو ما لا يبرر إجراء تخفيضات حادة في أسعار الفائدة.

يُعد قطاع الخدمات أساسياً لأداء الاقتصاد الأمريكي، حيث يمثل أكثر من 75% من الناتج المحلي الإجمالي، ويوظف أكثر من أربعة من كل خمسة عمال في القطاع الخاص. لذلك، فإن استقرار قطاع الخدمات يعني تراجع احتمال حدوث تباطؤ اقتصادي حاد.

تأرجحت التوقعات المرتبطة بأسعار الفائدة بشكل كبير في الأشهر الأخيرة، الأمر الذي يكشف عن هشاشة الإجماع في السوق حول توقيت وحجم التيسير من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في العام المقبل. وبعد إبقاء سعر الفائدة دون تغيير منذ نهاية عام 2024، بدأ التراجع الأولي في أسواق العمل يغير ميزان المخاطر. فقد أدت التقلبات غير المسبوق في السياسات التجارية والمالية إلى ارتفاع مقاييس عدم اليقين إلى مستويات قياسية، مما وضع صناع السياسات في حالة من "الانتظار والترقب" أثناء تقييمهم للمخاطر الرئيسية التي يتعرض لها الاقتصاد. وفي نهاية المطاف، خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة بمقدار 25 نقطة أساس إلى 4.25% في سبتمبر.

ويدرك بنك الاحتياطي الفيدرالي أن التضخم من المحتمل أن يزيد في المدى القريب، حيث يتراوح التضخم الرئيسي حول 2.9%، وهو أعلى بشكل ملحوظ من نسبة 2% المستهدفة في السياسة النقدية، في حين تشير معدلات التوظيف إلى تراجع. وهذا يضع بنك الاحتياطي الفيدرالي في موقف صعب، حيث يوجد تعارض مباشر بين هدفه المتمثلين في إبقاء التضخم على انخفاض وتحقيق الحد الأقصى للتوظيف.

حالياً، تتوقع الأسواق خفض أسعار الفائدة بما يقرب من 125 نقطة أساس، مع إجراء تخفيضات إضافية حتى نهاية عام 2026. من وجهة نظرنا، على الرغم من أن بنك الاحتياطي الفيدرالي سيخفض أسعار الفائدة في نهاية الأمر إلى المستوى محايد قريب من 3%، إلا أنه لا يوجد تدهور مُقلق في توقعات النمو الاقتصادي يستدعي خفض أسعار الفائدة بهذه الوتيرة السريعة. وفي هذه المقالة، نناقش ثلاثة عوامل رئيسية تدعم توقعاتنا.

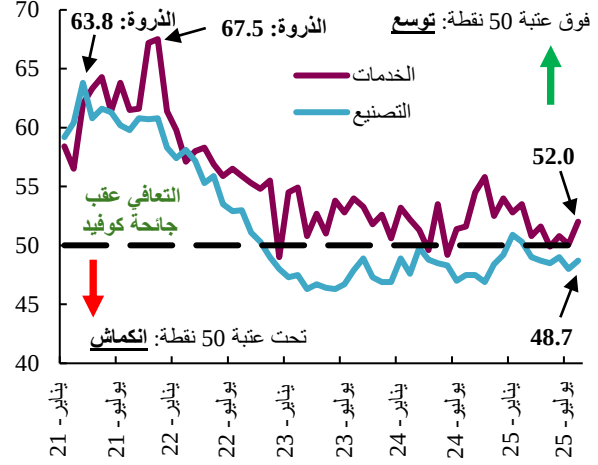
أولاً، بدأت أسواق العمل تضعف تدريجياً، وذلك متوافق مع الهبوط الناعم للاقتصاد. تُعتبر أسواق العمل في صميم السياسة النقدية، وهي تدرج حتماً ضمن اختصاصات بنك الاحتياطي الفيدرالي، وبالتالي فإنها تشير إلى اتجاه أسعار الفائدة. وتجدر الإشارة إلى أن أسواق العمل تشكل مقياساً مفيداً للحالة العامة للاقتصاد، وكان التدهور الحاد في معدلات التوظيف سبباً تاريخياً في توقع الركود. وتنص "قاعدة سام" (Sahm Rule) المعترف بها على نطاق واسع على أن الركود يصبح وشيكاً عندما يرتفع معدل البطالة بمقدار 0.5 نقطة مئوية مقارنة بأدنى مستوى مسجل في العام السابق. وكانت هذه القاعدة بمثابة الإشارة إلى بداية كل ركود في الولايات المتحدة منذ سبعينيات القرن العشرين، ولكن الارتفاع الحالي في معدل البطالة معتدل للغاية ولا يُنذر بركود.

بالإضافة إلى نقص العمالة الماهرة، يواجه المصنعون اضطرابات كبيرة في سلاسل التوريد الخاصة بهم بسبب التعريفات الجمركية الشاملة التي أعلن عنها الرئيس ترامب في "يوم التحرير" أوائل أبريل. وقد دفع تزايد حالة عدم اليقين المنتجين إلى الانتظار، ريثما تتضح الأمور بشأن التعريفات الجمركية عبر مختلف القطاعات والدول الأجنبية، حتى تتضح بالتالي تكاليف المدخلات المستوردة. بعد دخوله نطاق النمو الإيجابي لفترة وجيزة في أوائل هذا العام، ظل مؤشر مدري المشتريات لقطاع التصنيع دون مستوى 50 نقطة، ولكنه قريب منه. بمعنى آخر، على الرغم من الرياح المعاكسة والانكماش المحدود، لا يشير نشاط التصنيع أيضاً إلى تباطؤ اقتصادي كبير.

بشكل عام، تُظهر المؤشرات الرائدة للقطاعات الرئيسية أن الاقتصاد الأمريكي يتجه نحو تباطؤ طفيف، مع توقع نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 1.7% في عام 2026. وهذا التوقع مدعوم بمرونة سوق العمل، واستمرار نمو قطاع الخدمات، والانكماش المعتدل في قطاع التصنيع. في رأينا، وفي ظل سيناريو الهبوط الاقتصادي الطفيف المحتمل بدلاً من الانكماش الحاد، نتوقع إجراء دورة تيسير نقدي أقل حدة من توقعات السوق، مع قيام اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة بخفض سعر الفائدة بمقدار 25 نقطة أساس مرتين إضافيتين هذا العام، ومرة أخرى في عام 2026 ليصل إلى سعر الفائدة المرجعي إلى 3.5%.

### مؤشر مدري المشتريات لنشاط قطاعي الخدمات والتصنيع

(50 نقطة: العتبة الفاصلة بين الانكماش والتوسع)



المصادر: هيفر أناليتكس، قسم الاقتصاد في QNB

ثالثاً، لا يزال انكماش نشاط التصنيع محدوداً، مما يُظهر مرونة القطاع. ورغم أن قطاع التصنيع أصغر بكثير من قطاع الخدمات، إذ يمثل حوالي 11% فقط من الناتج المحلي الإجمالي، إلا أنه أكثر حساسية للصدمات الاقتصادية، ويكون عادة أكثر دقة في توقع الأداء العام للاقتصاد. على سبيل المثال، توقع مؤشر مدري المشتريات لقطاع التصنيع فترات ركود اقتصادي في الولايات المتحدة بشكل موثوق عند انخفاضه عن 45 نقطة، منذ خمسينيات القرن الماضي.

### فريق QNB الاقتصادي

#### لويز بينتو

نائب رئيس مساعد – قسم الاقتصاد

+974-4453-4642

\*المؤلف المراسل

#### بيرنابي لوبيز مارتين

مدير أول – قسم الاقتصاد

+974-4453-4643

#### عائشة خالد آل ثاني

مسؤول أول – قسم الاقتصاد

+974-4453-4647

**إخلاء مسؤولية:** تم إعداد المعلومات الواردة في هذه المطبوعة ("المعلومات") من قبل بنك قطر الوطني (ش.م.ع.ق) ("QNB") ويشمل هذا المصطلح فروع وشركائه التابعة. يُعتقد بأن هذه المعلومات قد تم الحصول عليها من مصادر موثوقة، ومع ذلك فإن QNB لا يقدم أي ضمان أو إقرار أو تعهد من أي نوع، سواء كان صريحاً أو ضمناً، فيما يتعلق بدقة المعلومات أو اكتمالها أو موثوقيتها كما لا يتحمل المسؤولية بأي شكل من الأشكال (بما في ذلك ما يتعلق بالتقصير) عن أي أخطاء أو نقصان في المعلومات. يُخلى QNB بشكل صريح عن مسؤوليته عن كافة الضمانات أو قابلية التسويق فيما يتعلق بالمعلومات أو ملاءمتها لغرض معين. يتم توفير بعض الروابط لمواقع إلكترونية خاصة بأطراف ثالثة فقط لراحة القارئ، ولا يؤيد QNB محتوى هذه المواقع، ولا يُعتبر مسؤولاً عنه، ولا يقدم للقارئ أي اعتماد فيما يتعلق بدقة هذه المواقع أو ضوابط الحماية الخاصة بها. ولا يتصرف QNB بصفته مستشاراً مالياً أو خبيراً استشارياً أو وكلاً فيما يتعلق بالمعلومات ولا يقدم استشارات استثمارية أو قانونية أو ضريبية أو محاسبية. إن المعلومات المقدمة ذات طبيعة عامة، وهي لا تُعتبر نصيحة أو عرضاً أو ترويجاً أو طلباً أو توصية فيما يتعلق بأي معلومات أو منتجات مقدمة في هذه المطبوعة. يتم تقديم هذه المطبوعة فقط على أساس أن المتلقي سيقوم بإجراء تقييم مستقل للمعلومات على مسؤوليته وحده. ولا يجوز الاعتماد عليها لاتخاذ أي قرار استثماري. يوصي QNB المتلقي بالحصول على استشارات استثمارية أو قانونية أو ضريبية أو محاسبية من مستشارين محترفين مستقلين قبل اتخاذ أي قرار استثماري. الآراء الواردة في هذه المطبوعة هي آراء المؤلف كما في تاريخ النشر. وهي لا تعكس بالضرورة آراء QNB الذي يحتفظ بحق تعديل أي معلومات في أي وقت ودون إشعار. لا يتحمل QNB أو مديره أو موظفوه أو ممثلوه أو وكلائه أي مسؤولية عن أي خسارة أو إصابة أو أضرار أو نفقات قد تنجم عن أو ترتبط بأي شكل من الأشكال باعتماد أي شخص على المعلومات. يتم توزيع هذه المطبوعة مجاناً ولا يجوز توزيعها أو تعديلها أو نشرها أو إعادة نشرها أو إعادة استخدامها أو بيعها أو نقلها أو إعادة إنتاجها كلياً أو جزئياً دون إذن من QNB. وعلى حد علم QNB، فإنه لم تتم مراجعة المعلومات من قبل مصرف قطر المركزي أو هيئة قطر للأسواق المالية أو أي جهة حكومية أو شبه حكومية أو تنظيمية أو استشارية سواء داخل قطر أو خارجها، كما لم يتم QNB بطلب أو تلقي أي موافقة فيما يتعلق بالمعلومات.