

## الأداء الاقتصادي لمنطقة اليورو يمهد الطريق للمركزي الأوروبي لإجراء تخفيضات أكبر على أسعار الفائدة

التي حددها البنك المركزي الأوروبي. وتُظهر أحدث بيانات أسعار المستهلك أن التضخم الشهري انخفض على أساس سنوي إلى ما دون نسبة 2% المستهدفة. علاوة على ذلك، يبدو أن التضخم يسير في اتجاه هبوطي قد يدفعه إلى مستوى أقل بكثير من النسبة المستهدفة. ويشير استطلاع المتنبئين المحترفين الذي أجراه البنك المركزي الأوروبي بالفعل إلى أن توقعات التضخم تبلغ 1.9% لكل من عامي 2025 و2026.

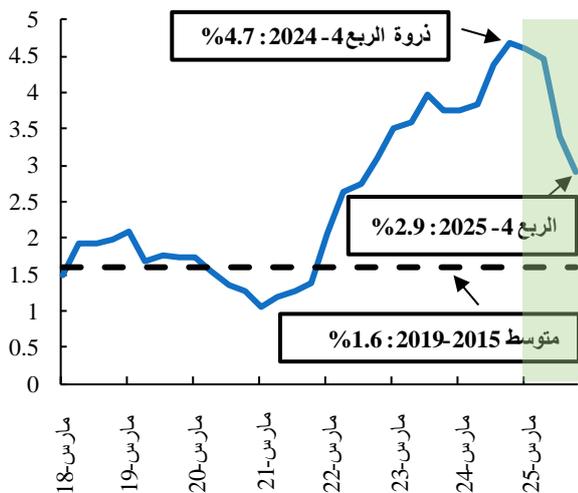
توفر أوضاع سوق العمل أدلة مفيدة بشأن ضغوط التضخم. وقد بدأ البنك المركزي الأوروبي في إتاحة مؤشر تعقب الأجور للجمهور العام، وهو مقياس يعمل على تجميع البيانات من آلاف الاتفاقيات حول التفاوض الجماعي بشأن الأجور، ويوفر معلومات استشرافية قيمة بشأن تطور الأجور. بعد أن بلغ ذروته في الربع الأخير من عام 2024، يُظهر مؤشر تعقب الأجور تباطؤاً سريعاً في الفترة القادمة، مما يعكس التراجع الحاد في الضغوط المرتبطة بالأجور. وفي سياق التضخم الأقل من المستهدف وانخفاض ضغوط الأجور، أصبحت دوامة الانكماش الآن تهديداً يلوح في الأفق. وتؤثر بيئة الانكماش سلباً على الاقتصاد، فهي تؤدي إلى تأجيل الأسر والشركات لعمليات الإنفاق والاستثمار للاستفادة من انخفاض الأسعار في المستقبل، مما يقود إلى حلقة من ردود الفعل الاقتصادية السلبية. وينبغي للمخاطر المتمثلة في انخفاض التضخم، بل وحتى احتمال حدوث دوامة من الانكماش، أن تجبر البنك المركزي الأوروبي على تخفيض أسعار الفائدة بسرعة أكبر.

تمت السيطرة على التضخم أخيراً في العام الماضي بعد أن ارتفع بشدة في أعقاب دورة غير مسبوقه من زيادات أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي الأوروبي. وكان المركزي الأوروبي قد بدأ سلسلة تشديد قياسية تتمثل في 10 زيادات متتالية لأسعار الفائدة في منتصف عام 2022، مما رفع سعر الفائدة الرئيسي على الودائع إلى 4%. وبعد فترة من السياسة النقدية التقييدية للغاية، ونتيجة لعودة سلاسل التوريد تدريجياً إلى وضعها الطبيعي، انخفض التضخم بشكل مطرد من ذروته البالغة 10.6% نحو نسبة 2% المستهدفة في السياسة النقدية. وفي يونيو من العام الماضي، تأكد لمجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي أن ضغوط الأسعار انحسرت، فقرر البدء في مرحلة جديدة من تخفيضات أسعار الفائدة، مما جلب سعر الفائدة الرئيسي على الودائع تدريجياً إلى 3% في ديسمبر.

في الأونة الأخيرة، أشار العديد من أعضاء مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي بحذر إلى أنهم يتوقعون أن تصل أسعار الفائدة إلى مستوى غير مُقيد للنشاط الاقتصادي بحلول منتصف عام 2025. ومن الآن فصاعداً، لا بد من معايرة مسار أسعار الفائدة بعناية، فقد أصبح للركود الاقتصادي وزن أكبر من المخاوف المرتبطة بالتضخم في ميزان المخاطر. من وجهة نظرنا، فإن التوقعات الاقتصادية الحالية تدعم تنفيذ دورة تيسير نقدي أقوى مما يشير إليه إجماع التوقعات. وفي هذه المقالة، سنناقش العوامل الرئيسية الثلاثة التي تدعم وجهات نظرنا.

### مؤشر تعقب الأجور في منطقة اليورو

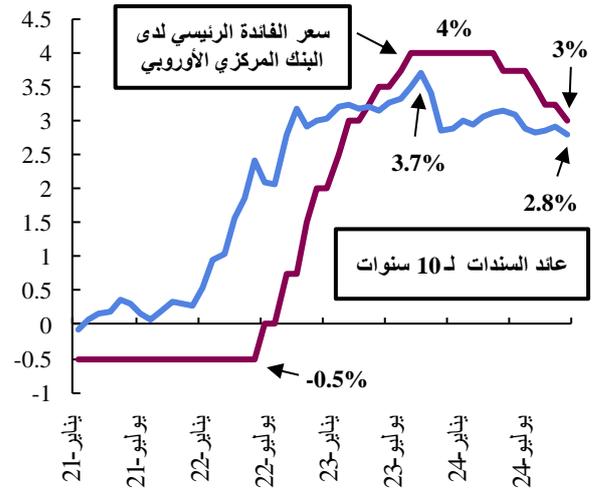
(% على أساس سنوي، باستثناء المدفوعات لمرة واحدة)



المصادر: البنك المركزي الأوروبي، قسم الاقتصاد في QNB

### أسعار الفائدة لدى البنك المركزي الأوروبي وعائد سندات اليورو

(%، سعر الفائدة على الودائع وعائد سندات اليورو لـ 10 سنوات)



المصادر: البنك المركزي الأوروبي، هيفر أناليتكس، قسم الاقتصاد في QNB

ثانياً، ظلت منطقة اليورو على حافة الركود خلال العامين الماضيين، ومن المرجح أن يظل نموها الاقتصادي مخيباً للآمال.

أولاً، بعد أن تمت السيطرة على الأسعار، تزايدت المخاطر المتمثلة في انخفاض التضخم إلى مستوى أدنى بكثير من النسبة المستهدفة

البالغ 3% يزيد بما يقرب من نقطة مئوية واحدة عن المعدل الذي يُعتبر عادة "محايداً" للاقتصاد، والذي لا يحفز النشاط الاقتصادي ولا يقبده. وبالمثل، فإنه على الرغم من انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل من ذروتها في أكتوبر من العام الماضي، إلا أنها لا تزال قريبة من أعلى مستوياتها في عقد من الزمن. تُعد أسعار الفائدة طويلة الأجل أساسية للاقتصاد، نظراً لتأثيرها على استثمارات الشركات وطلب الأسر. بالإضافة إلى ذلك، يواصل البنك المركزي الأوروبي عكس التوسع في الميزانية العمومية الذي تم العمل به أثناء الجائحة، وهي عملية تطبيع تقيد توافر الائتمان. ونتيجة لانخفاض السيولة وارتفاع تكاليف الائتمان، لا تزال أحجام الائتمان تتكشم بالقيمة الحقيقية، مما يشير إلى البنك المركزي الأوروبي أن الأوضاع النقدية مقيدة بشكل مفرط.

بشكل عام، يشير الإجماع إلى بلوغ سعر الفائدة نسبة 2% بحلول نهاية عام 2025، إلا أننا نعتقد أن البنك المركزي الأوروبي سيخفض سعر الفائدة الرئيسي إلى 1.75% على خلفية ميزان المخاطر الذي ينبغي أن يُرجح كفة المخاطر المرتبطة بالنمو الاقتصادي على مخاوف التضخم.

ففي النصف الأخير من العام، أشارت بيانات مؤشر مديري المشتريات إلى ركود الاقتصاد. ويُعد مؤشر مديري المشتريات مؤشراً مرجعياً قائماً على الاستطلاعات يوفر مقياساً لمدى التحسن أو التدهور في الأوضاع الاقتصادية. وظل مؤشر مديري المشتريات المركب، الذي يتتبع التطورات المشتركة لقطاعي الخدمات والتصنيع، أقل من أو بالقرب من عتبة الخمسين نقطة التي تفصل بين الانكماش والتوسع في النشاط الكلي. وتجدر الإشارة إلى أن توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لعام 2025 ظلت في مسار هبوطي منذ منتصف عام 2024. ووفقاً لاستطلاع إجماع توقعات بلومبرغ، ستحقق منطقة اليورو نمواً بنسبة 1% هذا العام، أي أعلى قليلاً فقط من نسبة 0.8% المقدرة لعام 2024، وأقل بشكل ملحوظ من المتوسط طويل الأجل البالغ 1.4%. ويزيد ضعف التوقعات الاقتصادية لمنطقة اليورو من احتمالية خفض أسعار الفائدة بشكل أسرع من قبل البنك المركزي الأوروبي.

ثالثاً، تظل الأوضاع المالية مقيدة على خلفية استمرار ارتفاع أسعار الفائدة والتقليص المستمر للميزانية العمومية الخاصة بالبنك المركزي. إن المستوى الحالي لسعر الفائدة على تسهيلات الودائع

## 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 فروعه وشركاته 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 ضمنياً، 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 يعتبر مسؤولاً عنه، ولا يقدم للقارئ أي اعتماد فيما يتعلق بدقة هذه المواقع أو ضوابط الحماية الخاصة بها. ولا يتصرف QNB بصفتها 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 مديروه أو موظفوه أو ممثلوه أو وكلائه أي مسؤولية عن أي خسارة أو إصابة أو أضرار أو نفقات قد تنتج 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.