السياسة النقدية ومراجعة إطار عمل بنك الاحتياطي الفيدرالي [1]

Jerome H. Powell

Chair of the Board of Governors of the Federal Reserve System

في "أسواق العمل في المرحلة الانتقالية: التركيبة السكانية والإنتاجية وسياسة الاقتصاد الكلي"، ندوة اقتصادية برعاية بنك الاحتياطي الفيدرالي في مدينة كانساس، جاكسون هول، وايومنغ

على مدار هذا العام، أظهر الاقتصاد الأمريكي مرونة في سياق التغييرات الشاملة في السياسة الاقتصادية. فيما يتعلق بأهداف الولاية المزدوجة لمجلس الاحتياطي الفيدرالي، لا يزال سوق العمل قريبا من الحد الأقصى للعمالة، والتضخم، على الرغم من أنه لا يزال مرتفعا إلى حد ما، فقد انخفض إلى حد كبير من أعلى مستوياته بعد الوباء. في الوقت نفسه، يبدو أن ميزان المخاطر يتغير.

في ملاحظاتي اليوم، سأتناول أولا الوضع الاقتصادي الحالي والتوقعات على المدى القريب للسياسة النقدية. سأنتقل بعد ذلك إلى نتائج مراجعتنا العامة الثانية لإطار سياستنا النقدية، كما هو مبين في البيان المنقح بشأن الأهداف طويلة المدى واستراتيجية السياسة النقدية الذي أصدرناه اليوم.

الظروف الاقتصادية الحالية والتوقعات على المدى القريب

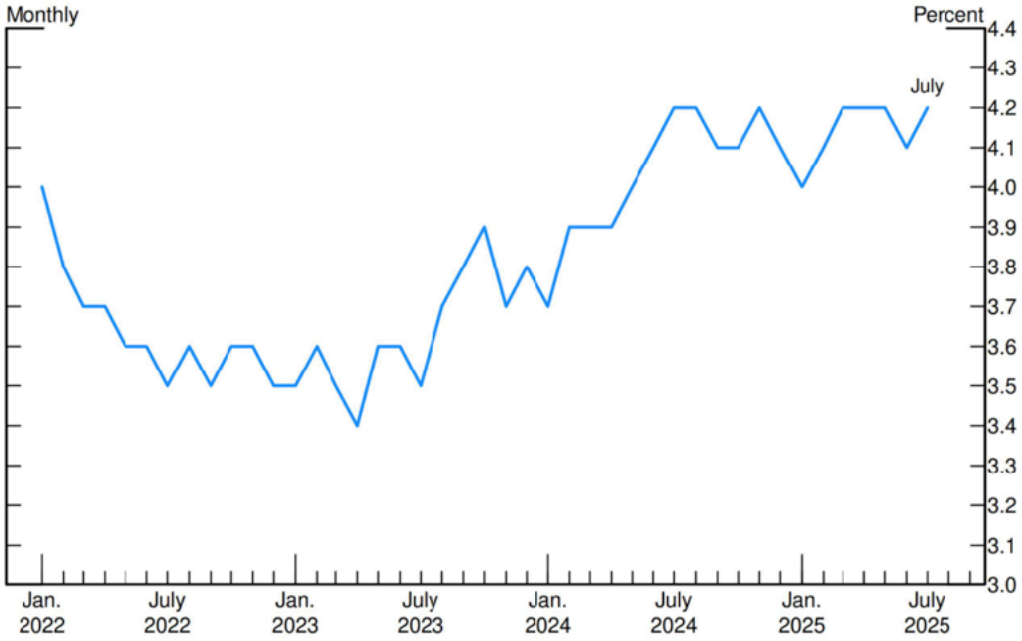
عندما استلمت هذا المنصب قبل عام واحد، كان الاقتصاد في نقطة انعطاف. بلغ معدل سياستنا ٥.٢٥–٥.٥٠٪ لأكثر من عام. كان هذا الموقف السياسي التقييدي مناسبا للمساعدة في خفض التضخم وتعزيز التوازن المستدام بين الطلب الكلي والعرض. اقترب التضخم كثيرا من هدفنا، وبرد سوق العمل من حالته المحمومة سابقا. تضاءلت المخاطر الصعودية على التضخم. لكن معدل البطالة قد ارتفع بنسبة مئوية كاملة تقريبا، وهو تطور لم يحدث تاريخيا خارج الركود[2]. خلال الاجتماعات الثلاثة اللاحقة للجنة السوق

[1] Chair Jerome H. Powell, Monetary Policy and the Fed's Framework Review, Federal Reserve, August 22, 2025, Link

[2] على سبيل المثال، بعد تقرير التوظيف الصادر في يوليو 2024، ارتفع متوسط معدل البطالة لمدة 3 أشهر بأكثر من 0.5 نقطة مئوية فوق أدنى قيمة له خلال الاثني عشر شهرا السابقة. لمزيد من المعلومات، انظر كلوديا ساهم (2019)، "مدفوعات التحفيز المباشرة للأفراد"، في هيذر بوشي، ريان نون، وجاي شامبو، محررون، الركود جاهز: السياسات المالية لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد الأمريكي (PDF) (واشنطن: مشروع هاميلتون ومركز واشنطن للنمو العادل، مايو)، ص 67-92.

المفتوحة الفيدرالية (FOMC)، قمنا بإعادة معايرة موقف سياستنا، مما مهد الطريق لسوق العمل للبقاء في حالة توازن بالقرب من الحد الأقصى للعمالة خلال العام الماضي (الشكل ١) .

Figure 1: Unemployment Rate



Note: Seasonally adjusted.

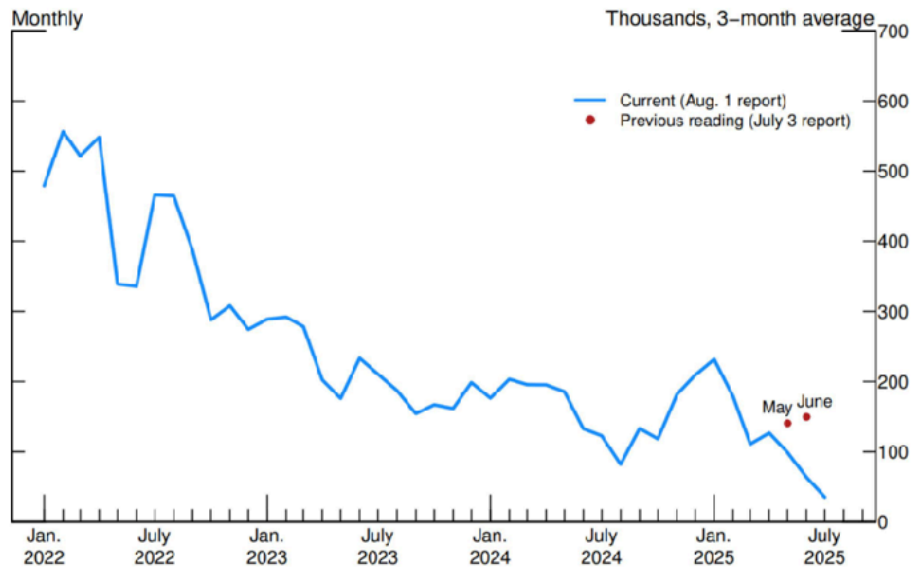
Source: Bureau of Labor Statistics, Unemployment Rate, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis.

واجه الاقتصاد هذا العام تحديات جديدة . تعيد التعريفات الجمركية الأعلى بكثير عبر شركائنا التجاريين تشكيل النظام التجاري العالمي . أدت سياسة الهجرة الأكثر صرامة إلى تباطؤ مفاجئ في نمو القوى العاملة . على المدى الطويل، قد يكون للتغييرات في الضرائب والإنفاق والسياسات التنظيمية أيضا آثار مهمة على النمو الاقتصادي والإنتاجية . هناك قدر كبير من عدم اليقين حول المكان الذي ستستقر فيه جميع هذه السياسات في نهاية المطاف وما هي آثارها الدائمة على الاقتصاد .

تؤثر التغييرات في سياسات التجارة والهجرة على كل من الطلب والعرض . في هذه البيئة، من الصعب التمييز بين التطورات الدورية والتطورات الاتجاهية أو الهيكلية . هذا التمييز أمر بالغ الأهمية لأن السياسة النقدية يمكن أن تعمل على تثبيت التقلبات الدورية ولكنها لا تستطيع فعل الكثير لتغيير التغييرات الهيكلية .

سوق العمل هو مثال على ذلك. أظهر تقرير التوظيف الصادر في يوليو الصادر في وقت سابق من هذا الشهر أن نمو الوظائف في الرواتب تباطأ إلى متوسط ٣٥٠٠٠ فقط شهريا على مدى الأشهر الثلاثة الماضية، بانخفاض من ١٦٨٠٠٠ شهريا خلال عام ٢٠٢٤ (الشكل ٢)[1]. هذا التباطؤ أكبر بكثير مما تم تقييمه قبل شهر واحد فقط، حيث تم تنقيح الأرقام السابقة لشهر مايو ويونيو بشكل كبير[2]. ولكن لا يبدو أن التباطؤ في نمو الوظائف قد فتح هامشا كبيرا من الركود في سوق العمل – وهي نتيجة نريد تجنبها. يبلغ معدل البطالة، في حين ارتفع في يوليو، مستوى منخفض تاريخيا بنسبة ٤.٢٪ وكان مستقرا على نطاق واسع خلال العام الماضي. كما أن المؤشرات الأخرى لظروف سوق العمل لم تتغير كثيرا أو خففت بشكل متواضع فقط، بما في ذلك ترك العمل، وتسريح العمال، ونسبة الشواغر إلى البطالة، ونمو الأجور الاسمية. خفف عرض العمالة بما يتماشى مع الطلب، مما أدى إلى انخفاض حاد في معدل "التعادل" لخلق فرص العمل اللازمة للحفاظ على معدل البطالة ثابتا. في الواقع، تباطأ نمو القوى العاملة

Figure 2: Nonfarm Payroll Gains



Note: Seasonally adjusted. The red dots reflect the May (140.67) and June (149.67) readings as of the employment report released July 3. Values reported are a three-month moving average.

Source: Bureau of Labor Statistics, All Employees, Total Nonfarm, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis.

اعتبارا من مارس 2025، استنادا إلى بيانات من التعداد الفصلي للتوظيف والأجور. تشير البيانات المتاحة حتى الآن إلى أن مستوى كشوف المرتبات غير الزراعية سيتم تنقيحه ماديا. سيتم دمج المراجعة المرجعية النهائية في بيانات التوظيف الشهرية في فبراير 2026.

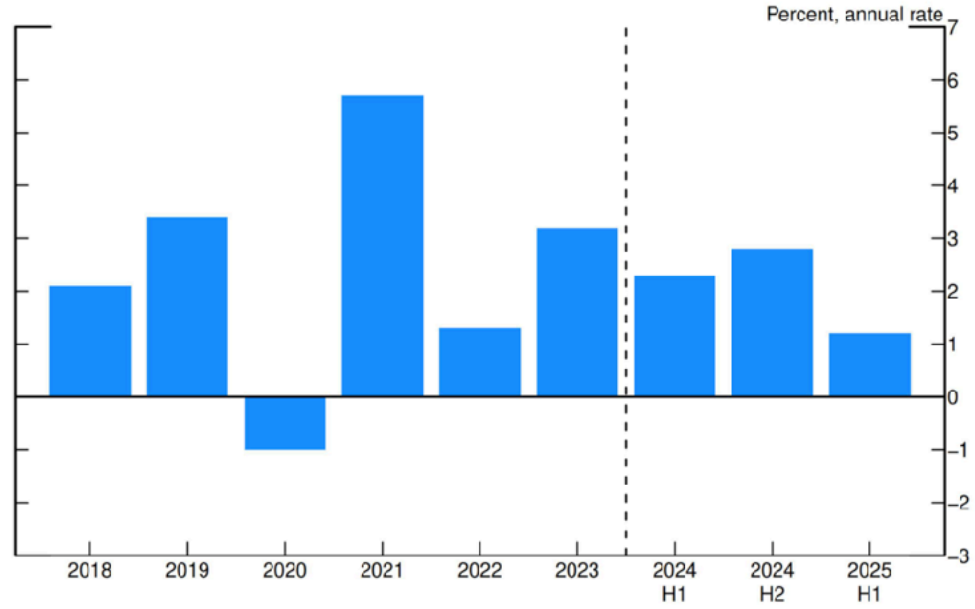
[2] انتشر إجمالي التنقيح الهبوطي البالغ 258،000 بين مايو ويونيو عبر صناعات القطاع الخاص وكذلك العمالة الحكومية والمحلية، ولا سيما التعليم، وعكست معلومات إضافية من المؤسسات التي شملها الاستطلاع وإعادة تقدير العوامل الموسمية.

بشكل كبير هذا العام مع الانخفاض الحاد في الهجرة، وانخفض معدل مشاركة القوى العاملة في الأشهر الأخيرة.

بشكل عام، في حين يبدو أن سوق العمل في حالة توازن، إلا أنه نوع غريب من التوازن ينتج عن تباطؤ ملحوظ في كل من العرض والطلب على العمال. يشير هذا الوضع غير العادي إلى أن مخاطر الهبوط على التوظيف آخذة في الارتفاع. وإذا تحققت هذه المخاطر، فيمكنها القيام بذلك بسرعة في شكل تسريح أعلى بشكل حاد وارتفاع البطالة.

في الوقت نفسه، تباطأ نمو الناتج المحلي الإجمالي بشكل ملحوظ في النصف الأول من هذا العام إلى وتيرة ١.٢٪، أي ما يقرب من نصف وتيرة ٢.٥٪ في عام ٢٠٢٤ (الشكل ٣). يعكس الانخفاض في النمو إلى حد كبير تباطؤا في الإنفاق الاستهلاكي. كما هو الحال مع سوق العمل، من المرجح أن يعكس بعض التباطؤ في الناتج المحلي الإجمالي تباطؤ نمو العرض أو الناتج المحتمل.

Figure 3: Real GDP



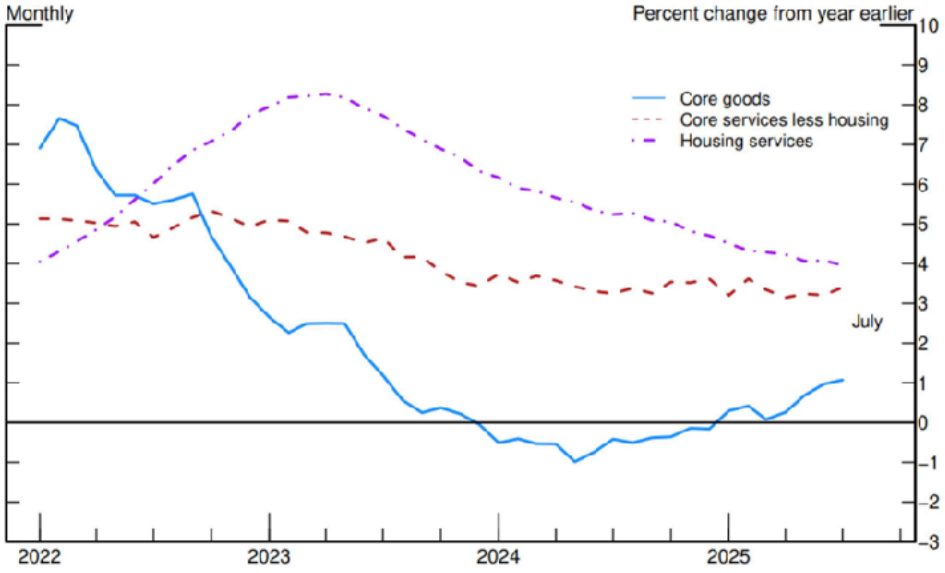
Note: Percent change from preceding period. The vertical line separates yearly GDP data from half-yearly GDP data. Annual GDP values represent Q4:Q4 comparisons, and half-year GDP values represent Q4:Q2 and Q2:Q4 comparisons. Seasonally adjusted.

Source: Bureau of Economic Analysis, Real Gross Domestic Product, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis.

بالانتقال إلى التضخم، بدأت التعريفات الجمركية المرتفعة في رفع الأسعار في بعض فئات السلع. تشير التقديرات المستندة إلى أحدث البيانات المتاحة إلى أن إجمالي أسعار PCE ارتفع بنسبة ٢.٦٪ خلال الاثني عشر شهرا المنتهية في يوليو. باستثناء فئات الغذاء والطاقة المتقلبة، ارتفعت أسعار PCE

الأساسية بنسبة ٢.٩٪، أي أعلى من مستواها قبل عام. ضمن الجوهر، ارتفعت أسعار السلع بنسبة ١.١٪ على مدى الاثني عشر شهرا الماضية، وهو تحول ملحوظ عن الانخفاض المتواضع الذي شوهد على مدار عام ٢٠٢٤. على النقيض من ذلك، لا يزال تضخم خدمات الإسكان في اتجاه هبوطي، ولا يزال تضخم الخدمات غير الإسكاني يعمل عند مستوى أعلى قليلا مما كان متسقا تاريخيا مع تضخم ٢٪ (الشكل ٤)[1].

Figure 4: Price Indexes for Components of Core PCE Inflation



Note: Core goods inflation is the change in the personal consumption expenditures (PCE) price index excluding energy and food. Core services inflation is the change in the PCE price index excluding energy services. The data for July 2025 are estimates based on consumer price index and producer price index data.

آثار التعريفات الجمركية على أسعار المستهلك واضحة الآن. نتوقع أن تتراكم هذه الآثار خلال الأشهر المقبلة، مع عدم يقين كبير بشأن التوقيت والمبالغ. السؤال المهم بالنسبة للسياسة النقدية هو ما إذا كانت هذه الزيادات في الأسعار من المرجح أن تزيد ماديا من خطر حدوث مشكلة تضخم مستمرة. الحالة الأساسية المعقولة هي أن الآثار ستكون قصيرة الأجل نسبيا – وهو تحول لمرة واحدة في مستوى الأسعار. بالطبع، "لمرة واحدة" لا تعني "كل مرة واحدة". سيستمر الأمر في أن تستغرق الزيادات في التعريفات

[1] باستخدام مؤشر أسعار المستهلك وغيره من المعلومات، بلغ تقدير مساهمة خدمات الإسكان في التضخم الأساسي في 12 شهرا في يوليو 0.7 نقطة مئوية، في حين ساهمت الخدمات الأساسية باستثناء الإسكان بنسبة 2.0 نقطة مئوية. ولا تزال المساهمة من كل فئة من هذه الفئات أعلى قليلا من متوسطها خلال الفترة 2002-2007، التي بلغ خلالها متوسط التضخم الأساسي في PCE حوالي 2 في المائة. وعلى النقيض من ذلك، كانت مساهمة السلع الأساسية في التضخم الأساسي في PCE لمدة 12 شهرا في يوليو حوالي 0.25 نقطة مئوية، مقارنة بمتوسط الفترة 2002-2007 البالغ -0.25 نقطة مئوية.

الجمركية بعض الوقت لتشق طريقها من خلال سلاسل التوريد وشبكات التوزيع. علاوة على ذلك، تستمر معدلات التعريفات الجمركية في التطور، مما قد يطيل عملية التكيف.

ومع ذلك، من الممكن أيضا أن يؤدي الضغط التصاعدي على الأسعار من التعريفات الجمركية إلى حفز ديناميكية تضخم أكثر ديمومة، وهذا خطر يجب تقييمه وإدارته. أحد الاحتمالات هو أن العمال، الذين يرون انخفاضا في دخلهم الحقيقي بسبب ارتفاع الأسعار، والطلب والحصول على أجور أعلى من أصحاب العمل، مما يؤدي إلى ديناميات سلبية لأسعار الأجور. بالنظر إلى أن سوق العمل ليس ضيقا بشكل خاص ويواجه مخاطر هبوطية متزايدة، فإن هذه النتيجة لا تبدو محتملة.

احتمال آخر هو أن توقعات التضخم يمكن أن ترتفع، مما يسحب التضخم الفعلي معها. كان التضخم أعلى من هدفنا لأكثر من أربع سنوات ولا يزال مصدر قلق بارز للأسر والشركات. ومع ذلك، يبدو أن مقاييس توقعات التضخم على المدى الطويل، كما هو موضح في التدابير القائمة على السوق والمسح، لا تزال راسخة ومتسقة مع هدفنا للتضخم على المدى الطويل البالغ ٢٪.

بالطبع، لا يمكننا اعتبار استقرار توقعات التضخم أمرا مفروغا منه. مهما حدث، لن نسمح بزيادة لمرة واحدة في مستوى الأسعار لتصبح مشكلة تضخم مستمرة.

ما هي الآثار المترتبة على السياسة النقدية؟ على المدى القريب، تميل المخاطر على التضخم إلى الاتجاه الصعودي، والمخاطر على التوظيف إلى الجانب السلبي – وهو وضع صعب. عندما تكون أهدافنا في حالة توتر مثل هذا، يدعونا إطارنا إلى تحقيق التوازن بين جانبي ولايتنا المزدوجة. معدل سياستنا الآن ١٠٠ نقطة أساس أقرب إلى الحياد مما كان عليه قبل عام، ويسمح لنا استقرار معدل البطالة وتدابير سوق العمل الأخرى بالمضي قدما بعناية ونحن ننظر في التغييرات في موقف سياستنا. ومع ذلك، مع وجود السياسة في منطقة تقييدية، قد تبرر التوقعات الأساسية والتوازن المتغير للمخاطر تعديل موقفنا السياسي.

السياسة النقدية ليست على مسار محدد مسبقا. سيتخذ أعضاء اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة هذه القرارات، استنادا فقط إلى تقييمهم للبيانات وآثارها على التوقعات الاقتصادية وتوازن المخاطر. لن ننحرف أبدا عن هذا النهج.

تطور إطار السياسة النقدية

بالانتقال إلى موضوعي الثاني، فإن إطار سياستنا النقدية مبني على الأساس الثابت لولايتنا من الكونغرس

لتعزيز أقصى قدر من العمالة والأسعار المستقرة للشعب الأمريكي. ما زلنا ملتزمين تماما بالوفاء بولايتها القانونية، وستدعم التنقيحات التي أدخلت على إطارنا هذه المهمة عبر مجموعة واسعة من الظروف الاقتصادية. يصف بياننا المنقح بشأن الأهداف طويلة الأجل واستراتيجية السياسة النقدية، الذي نشير إليه باسم بيان توافق الآراء، كيف نسعى إلى تحقيق أهدافنا المزدوجة الولاية. إنه مصمم لإعطاء الجمهور إحساسا واضحا بكيفية تفكيرنا في السياسة النقدية، وهذا الفهم مهم لكل من الشفافية والمساءلة، ولجعل السياسة النقدية أكثر فعالية.

التغييرات التي أجريناها في هذه المراجعة هي تقدم طبيعي، ترتكز على فهمنا المتطور باستمرار لاقتصادنا. ونواصل البناء على البيان الأولي لتوافق الآراء الذي اعتمد في عام ٢٠١٢ تحت قيادة الرئيس بن برنانكي. البيان المنقح اليوم هو نتيجة المراجعة العامة الثانية لإطارنا، الذي نجريه على فترات خمس سنوات. تضمنت مراجعة هذا العام ثلاثة عناصر: أحداث بنك الاحتياطي الفيدرالي يستمع في البنوك الاحتياطية في جميع أنحاء البلاد، ومؤتمر بحثي رئيسي، ومناقشات ومداولات صانعي السياسات، بدعم من تحليل الموظفين، في سلسلة من اجتماعات اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة[1].

عند اقتراب استعراض هذا العام، كان الهدف الرئيسي هو التأكد من أن إطارنا مناسب عبر مجموعة واسعة من الظروف الاقتصادية. وفي الوقت نفسه، يجب أن يتطور الإطار مع التغيرات في هيكل الاقتصاد وفهمنا لتلك التغييرات. قدم الكساد الكبير تحديات مختلفة عن تحديات التضخم الكبير والاعتدال العظيم، والتي بدورها تختلف عن تلك التي نواجهها اليوم[2].

في وقت المراجعة الأخيرة، كنا نعيش في حالة طبيعية جديدة، تتميز بقرب أسعار الفائدة من الحد الأدنى الفعال (ELB)، إلى جانب انخفاض النمو، وانخفاض التضخم، ومنحنى فيليبس المسطح جدا – مما يعني أن التضخم لم يكن مستجيبا جدا للركود في الاقتصاد[3]. بالنسبة لي، فإن الإحصائية التي تلتقط

---

[1] لمزيد من التفاصيل، راجع المعلومات المتاحة على الموقع الإلكتروني للمجلس على https:// www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-2025.htm.

[2] انظر جيروم إتش. باول (2019)، "تحديات السياسة النقدية"، خطاب ألقاه في "تحديات السياسة النقدية"، وهي ندوة برعاية بنك الاحتياطي الفيدرالي في مدينة كانساس، عقدت في جاكسون هول، ويو، 23 أغسطس.

[3] انظر فرانسوا غوريو، بنيامين ك. يوهانسن، وديفيد لوبيز ساليدو (2025)، "أصول وهيكل ونتائج مراجعة الاحتياطي الفيدرالي 2019-2020 لإطار السياسة النقدية"، سلسلة مناقشة المالية والاقتصاد 2025-065 (واشنطن: مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي، أغسطس).

تلك الحقبة هي أن سعر سياستنا كان عالقا في ELB لمدة سبع سنوات طويلة بعد بداية الأزمة المالية العالمية (GFC) في أواخر عام ٢٠٠٨ . سيتذكر الكثيرون هنا النمو البطيء والتعافي البطيء بشكل مؤلم لتلك الحقبة. يبدو من المحتمل جدا أنه إذا شهد الاقتصاد حتى انكماشا خفيفا، فإن سعر سياستنا سيعود إلى ELB بسرعة كبيرة، وربما لفترة طويلة أخرى. يمكن أن تنخفض توقعات التضخم والتضخم في اقتصاد ضعيف، مما يرفع أسعار الفائدة الحقيقية حيث تم تثبيت الأسعار الاسمية بالقرب من الصفر. من شأن ارتفاع المعدلات الحقيقية أن يؤثر أكثر على نمو الوظائف ويعزز الضغط الهبوطي على التضخم وتوقعات التضخم، مما يؤدي إلى ديناميكية سلبية.

كان يُعتقد أن الظروف الاقتصادية التي جلبت سعر الفائدة إلى السياسة إلى ELB ودفعت التغييرات الإطارية لعام ٢٠٢٠ متجذرة في العوامل العالمية البطيئة الحركة التي ستستمر لفترة طويلة – وربما كانت قد فعلت ذلك، إن لم يكن للوباء[1] . تضمن بيان توافق الآراء لعام ٢٠٢٠ العديد من الميزات التي تناولت المخاطر المتعلقة ب ELB التي أصبحت بارزة بشكل متزايد على مدى العقدين السابقين. أكدنا على أهمية ترسيخ توقعات التضخم على المدى الطويل لدعم كل من استقرار الأسعار وأهدافنا القصوى للعمالة. بالاعتماد على أدبيات واسعة النطاق حول استراتيجيات التخفيف من المخاطر المرتبطة ب ELB، اعتمدنا استهداف متوسط التضخم المرن – وهي استراتيجية "تعويض" لضمان بقاء توقعات التضخم راسخة بشكل جيد حتى مع قيود ELB[2]. على وجه الخصوص، قلنا إنه بعد الفترات التي كان

[1] تناقش ورقة عام 2020 بقلم كالدارا وآخرون العوامل الهيكلية وراء التطور البطيء للتغيرات في المعدل الطبيعي للبطالة، ونمو الإنتاجية الاتجاهية، ومعدل الفائدة الطبيعي، وميل منحنى فيليبس؛ انظر داريو كالدارا، وإتيان غانيون، وإنريكي مارتينيز غارسيا، وكريستوفر جي. نيلي (2020)، "السياسة النقدية والأداء الاقتصادي منذ الأزمة المالية"، سلسلة مناقشة المالية والاقتصاد 2020-065 (واشنطن: مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي، أغسطس).

[2] انظر ديفيد ريفشنايدر وجون سي. ويليامز (2000)، "ثلاثة دروس للسياسة النقدية في عصر التضخم المنخفض"، مجلة المال والائتمان والخدمات المصرفية، المجلد. 32 (نوفمبر)، ص. 936-66؛ مايكل تي كيلي وجون إم. روبرتس (2017)، "السياسة النقدية في عالم أسعار الفائدة المنخفضة (PDF)،" أوراق بروكينغز حول النشاط الاقتصادي، الربيع، الصفحات 317-72؛ جيمس هيبدن، إدوارد ب. هيرست، جيني تانغ، جورجيو توبا، وفابيان وينكلر (2020)، "ما مدى قوة استراتيجيات المكياج للافتراضات البديلة الرئيسية؟" سلسلة مناقشات التمويل والاقتصاد 2020-069 (واشنطن: مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي، أغسطس)؛ وبن س. برنانكي ومايكل تي كيلي وجون إم. روبرتس (2019)، "استراتيجيات السياسة النقدية لبيئة منخفضة السعر"، أوراق وإجراءات *AEA*، المجلد. 109 (مايو)، ص 421-26. في متوسط استهداف التضخم، انظر توماس م. ميرتنز وجون سي. ويليامز (2019)، "أطر السياسة النقدية والحد الأدنى الفعال لأسعار الفائدة"، أوراق ووقائع *AEA*، المجلد. 109 (مايو)، ص 427-32.

فيها التضخم أقل باستمرار من ٢٪، من المرجح أن تهدف السياسة النقدية المناسبة إلى تحقيق التضخم بشكل معتدل أعلى من ٢٪ لبعض الوقت.

في هذه الحالة، بدلا من انخفاض التضخم و ELB، جلبت إعادة فتح ما بعد الوباء أعلى تضخم منذ ٤٠ عاما للاقتصادات في جميع أنحاء العالم. مثل معظم البنوك المركزية الأخرى ومحللي القطاع الخاص، اعتقدنا خلال نهاية عام ٢٠٢١ أن التضخم سيهدأ بسرعة إلى حد ما دون تشديد حاد في موقف سياستنا (الشكل ٥)[1]. عندما أصبح من الواضح أن هذا لم يكن هو الحال، استجبنا بقوة، ورفعنا سعر

Figure 5: Forecasts Made in December 2021

	2021 Q4/Q4 core inflation	2022 Q4/Q4 core inflation	End-2022 policy rate
SEP median	4.4%	2.7%	.9%
Blue Chip consensus	4.4%	2.6%	.5%*
Primary Dealer median	4.4%	2.5%	.75%

Note: SEP is Summary of Economic Projections.

* Blue Chip reports projections of the 3-month T-bill rate in the fourth quarter.

Source: Federal Reserve Board; Blue Chip; Federal Reserve Bank of New York.

سياستنا بنسبة ٥.٣٥ نقطة مئوية على مدى ١٦ شهرا. ساهم هذا الإجراء، إلى جانب تخفيف اضطرابات الإمدادات الوبائية، في اقتراب التضخم من هدفنا دون الارتفاع المؤلم في البطالة الذي رافق الجهود السابقة لمواجهة ارتفاع التضخم.

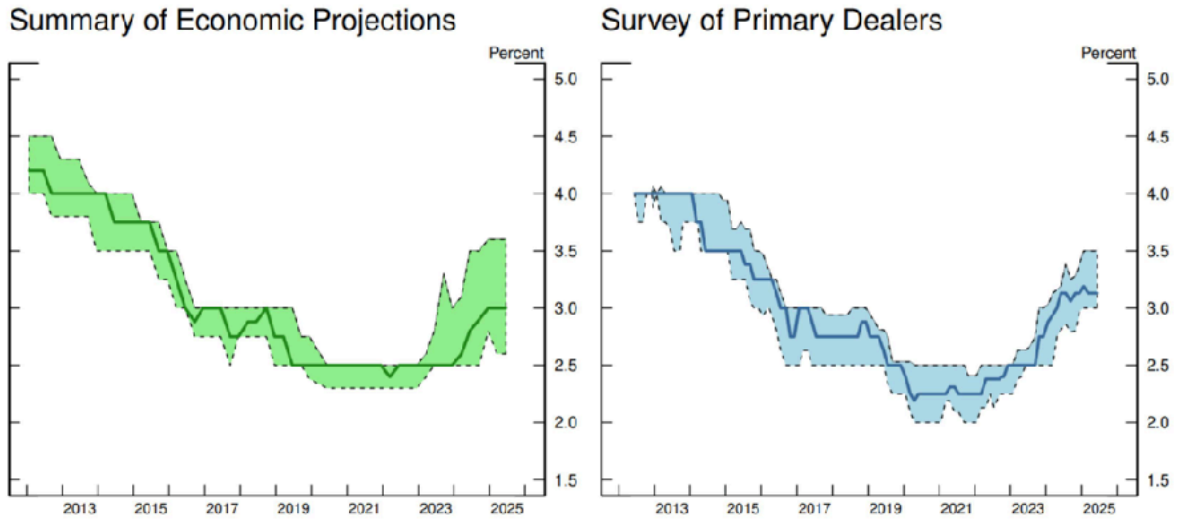
عناصر بيان توافق الآراء المنقح

نظر استعراض هذا العام في كيفية تطور الظروف الاقتصادية على مدى السنوات الخمس الماضية. خلال هذه الفترة، رأينا أن حالة التضخم يمكن أن تتغير بسرعة في مواجهة الصدمات الكبيرة. بالإضافة إلى

[1] انظر إيكاترينا بينيفا ودانيال فيلار وجيريمي رود (2025)، "بأثر رجعي على أخطاء توقعات التضخم لموظفي مجلس الإدارة منذ عام 2019"، سلسلة مناقشة المالية والاقتصاد 2025-069 (واشنطن: مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي، أغسطس).

ذلك، أصبحت أسعار الفائدة الآن أعلى بكثير مما كان عليه الحال خلال الحقبة بين GFC والوباء. مع التضخم فوق الهدف، فإن معدل سياستنا مقيد – بشكل متواضع، من وجهة نظري. لا يمكننا أن نقول على وجه اليقين أين ستستقر الأسعار على المدى الطويل، ولكن مستواها المحايد قد يكون الآن أعلى مما كان عليه خلال عام ٢٠١٠، مما يعكس التغيرات في الإنتاجية والديموغرافيا والسياسة المالية والعوامل الأخرى التي تؤثر على التوازن بين الادخار والاستثمار (الشكل ٦) خلال المراجعة، ناقشنا كيف أن تركيز

Figure 6: Longer-Run Federal Funds Rate: Summary of Economic Projections and Survey of Primary Dealers



Note: The green shading is the central tendency from the Summary of Economic Projections. The blue shading represents the 25th to 75th percentile of responses from the Survey of Primary Dealers.

Source: Federal Reserve Board; Federal Reserve Bank of New York.

بيان عام ٢٠٢٠ على ELB قد يكون قد عقد اتصالات حول استجابتنا لارتفاع التضخم. وخلصنا إلى أن التركيز على مجموعة محددة بشكل مفرط من الظروف الاقتصادية ربما أدى إلى بعض الارتباك، ونتيجة لذلك، أجرينا عدة تغييرات هامة على بيان توافق الآراء لتعكس تلك البصيرة.

أولا، أزلنا اللغة التي تشير إلى أن ELB كانت سمة مميزة للمشهد الاقتصادي. بدلا من ذلك، لاحظنا أن "استراتيجيتنا للسياسة النقدية مصممة لتعزيز أقصى قدر من العمالة والأسعار المستقرة عبر مجموعة واسعة من الظروف الاقتصادية" . لا تزال صعوبة العمل بالقرب من ELB مصدر قلق محتمل، ولكنها ليست محور تركيزنا الأساسي. ويكرر البيان المنقح أن اللجنة مستعدة لاستخدام مجموعتها الكاملة من

أدواتها لتحقيق أهدافها المتعلقة بالحد الأقصى من العمالة واستقرار الأسعار، لا سيما إذا كان سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية مقيدا من قبل ELB.

ثانيا، عدنا إلى إطار استهداف التضخم المرن وألغينا استراتيجية "المكياج". كما اتضح، أثبتت فكرة تجاوز التضخم المتعمد والمعتدل أنها غير ذات صلة. لم يكن هناك شيء متعمد أو معتدل حول التضخم الذي وصل بعد بضعة أشهر من الإعلان عن تغييراتنا لعام ٢٠٢٠ على بيان الإجماع، كما اعترفت علنا في عام ٢٠٢١[1].

كانت توقعات التضخم الراسخة حاسمة لنجاحنا في خفض التضخم دون زيادة حادة في البطالة. تعزز التوقعات الراسخة عودة التضخم إلى الهدف عندما تدفع الصدمات السلبية التضخم إلى الارتفاع، وتحد من خطر الانكماش عندما يضعف الاقتصاد[2]. علاوة على ذلك، فإنها تسمح للسياسة النقدية بدعم الحد الأقصى من العمالة في حالات الانكماش الاقتصادي دون المساس باستقرار الأسعار. يؤكد بياننا المنقح التزامنا بالعمل بقوة لضمان أن تظل توقعات التضخم على المدى الطويل راسخة بشكل جيد، لصالح كلا الجانبين من ولايتنا المزدوجة. كما يشير إلى أن "استقرار الأسعار ضروري لاقتصاد سليم ومستقر ويدعم رفاهية جميع الأمريكيين". جاء هذا الموضوع بصوت عال وواضح في فعاليات Fed Listens[3].

كانت السنوات الخمس الماضية تذكيرا مؤلما بالصعوبات التي يفرضها التضخم المرتفع، وخاصة على الأقل قدرة على تلبية تكاليف الضروريات المرتفعة.

ثالثا، قال بياننا لعام ٢٠٢٠ إننا سنخفف من "الأوجهة"، بدلا من "الانحرافات"، عن الحد الأقصى من العمالة. عكس استخدام "العجز" البصيرة القائلة بأن تقييماتنا في الوقت الفعلي للمعدل الطبيعي للبطالة – وبالتالي "الحد الأقصى للعمالة" – غير مؤكدة إلى حد كبير[4]. تميزت السنوات الأخيرة من

---

[1] انظر إينا هاجديني، آدم شابيرو، أ. لي سميث، ودانيال فيلار (2025)، "التضخم منذ الوباء: الدروس والتحديات"، سلسلة مناقشة المالية والاقتصاد 2025-070 (واشنطن: مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي، أغسطس).
انظر أيضا، على سبيل المثال، جيروم إتش. باول (2021)، "نسخة من المؤتمر الصحفي للرئيس باول (PDF)،" 15 ديسمبر.

[2] شاهد هيس تشونغ وكالوم جونز وأنطوان ليبيتيت وفرناندو إم. مارتن (2025)، "آثار ديناميات التضخم على استراتيجية السياسة النقدية"، سلسلة مناقشة المالية والاقتصاد 2025-072 (واشنطن: مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي، أغسطس).

[3] للحصول على معلومات إضافية، راجع تقرير *Fed Listens: Perspectives from the Public*، الذي يلخص أحداث *Fed Listens* العشرة التي استضافها المجلس وبنوك الاحتياطي الفيدرالي خلال عام 2025.

[4] انظر كريستوفر فوت، شيجيرو فوجيتا، أماندا ميشو، وجوشوا مونتيس (2025)، "تقييم الحد الأقصى للعمالة"، سلسلة مناقشة المالية والاقتصاد 2025-067 (واشنطن: مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي، أغسطس).

انتعاش ما بعد GFC بالعمالة التي تعمل لفترة طويلة فوق التقديرات السائدة لمستواها المستدام، إلى جانب التضخم الذي يقل باستمرار عن هدفنا البالغ ٢٪. في حالة عدم وجود ضغوط تضخمية، قد لا يكون من الضروري تشديد السياسة استنادا فقط إلى تقديرات غير مؤكدة في الوقت الفعلي للمعدل الطبيعي للبطالة[1].

لا يزال لدينا هذا الرأي، ولكن استخدامنا لمصطلح "العجز" لم يفسر دائما على النحو المقصود، مما أثار تحديات الاتصالات. على وجه الخصوص، لم يكن المقصود من استخدام "الأوجه القصور" التزاما بالاستباق بشكل دائم أو تجاهل ضيق سوق العمل. وبناء على ذلك، أزلنا "أوجه القصور" من بياننا. بدلا من ذلك، تنص الوثيقة المنقحة الآن بشكل أكثر دقة على أن "اللجنة تدرك أن العمالة قد تتجاوز في بعض الأحيان التقييمات في الوقت الفعلي للحد الأقصى للعمالة دون أن تخلق بالضرورة مخاطر على استقرار الأسعار". بالطبع، من المرجح أن يكون هناك ما يبرر اتخاذ إجراء استباقي إذا كان الضيق في سوق العمل أو عوامل أخرى يشكل مخاطر على استقرار الأسعار.

يشير البيان المنقح أيضا إلى أن الحد الأقصى من العمالة هو "أعلى مستوى من العمالة يمكن تحقيقه على أساس مستدام في سياق استقرار الأسعار". يؤكد هذا التركيز على تعزيز سوق عمل قوي على المبدأ القائل بأن "تحقيق أقصى قدر من العمالة بشكل دائم يعزز الفرص والفوائد الاقتصادية واسعة النطاق لجميع الأمريكيين". عززت التعليقات التي تلقيناها في فعاليات Fed Listens قيمة سوق العمل القوي للأسر الأمريكية وأرباب العمل والمجتمعات.

رابعا، تمشيا مع إزالة "العجز"، أجرينا تغييرات لتوضيح نهجنا في الفترات التي لا تكون فيها أهدافنا في التوظيف والتضخم متكاملة. في هذه الظروف، سنتبع نهجا متوازنا في الترويج لها. يتماشى البيان المنقح الآن بشكل أوثق مع اللغة الأصلية لعام ٢٠١٢. ونأخذ في الاعتبار مدى الخروج عن أهدافنا والآفاق الزمنية المختلفة المحتملة التي من المتوقع أن يعود كل منها إلى مستوى يتسق مع ولايتنا المزدوجة. توجه هذه المبادئ قراراتنا السياسية اليوم، كما فعلت خلال الفترة ٢٠٢٢–٢٠٢٤، عندما كان الخروج عن هدفنا للتضخم بنسبة ٢٪ هو الشاغل الغالب.

---

[1] انظر برنت بونديك وإيزابيل كايرو ونيكولاس بيتروسكي نادو (2025)، "ديناميات سوق العمل، مقايضات السياسة النقدية، ونهج النقص في متابعة الحد الأقصى من العمالة"، سلسلة مناقشة المالية والاقتصاد 2025-068 (واشنطن: مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي، أغسطس).

بالإضافة إلى هذه التغييرات، هناك قدر كبير من الاستمرارية مع البيانات السابقة. تستمر الوثيقة في شرح كيفية تفسيرنا للولاية التي منحنا إياها الكونغرس وتصف إطار السياسة الذي نعتقد أنه سيعزز على أفضل وجه الحد الأقصى من العمالة واستقرار الأسعار. ما زلنا نعتقد أن السياسة النقدية يجب أن تكون تطلعية وأن تنظر في التأخر في آثارها على الاقتصاد. لهذا السبب، تعتمد إجراءات سياستنا على التوقعات الاقتصادية وتوازن المخاطر على تلك التوقعات. ما زلنا نعتقد أن تحديد هدف رقمي للتوظيف أمر غير حكيم، لأن الحد الأقصى لمستوى التوظيف غير قابل للقياس بشكل مباشر ويتغير بمرور الوقت لأسباب لا علاقة لها بالسياسة النقدية.

نواصل أيضا النظر إلى معدل التضخم على المدى الطويل البالغ ٢٪ على أنه الأكثر اتساقا مع أهدافنا ذات الولاية المزدوجة. نعتقد أن التزامنا بهذا الهدف هو عامل رئيسي يساعد في الحفاظ على توقعات التضخم على المدى الطويل راسخة بشكل جيد. أظهرت التجربة أن التضخم بنسبة ٢٪ منخفض بما يكفي لضمان أن التضخم ليس مصدر قلق في صنع القرار في الأسر المعيشية والتجارية مع تزويد البنك المركزي ببعض المرونة السياسية لتوفير أماكن الإقامة أثناء فترات الركود الاقتصادي.

وأخيرا، احتفظ بيان الإجماع المنقح بالتزامنا بإجراء مراجعة عامة كل خمس سنوات تقريبا. لا يوجد شيء سحري حول وتيرة خمس سنوات. يسمح هذا التردد لصانعي السياسات بإعادة تقييم السمات الهيكلية للاقتصاد والتفاعل مع الجمهور والممارسين والأكاديميين بشأن أداء إطارنا. كما أنه يتسق مع العديد من الأقران العالميين.